

## II. REÁLNÁ EKONOMIKA A FINANČNÍ TRHY

*Solidní hospodářský růst přerušila pandemie nemoci COVID-19. Ekonomická aktivita v březnu 2020 prudce poklesla a světová ekonomika se ocitla na prahu hluboké recese. Došlo k prudkému zhoršení finančních podmínek a skokovému přecenění rizikových premií. Masivní stabilizační opatření vlád a centrálních bank přinesla zklidnění na finančních trzích a zabránila překotné globální vlně úvěrových selhání. Rychlost oživení světových ekonomik však zůstává značně nejistá. Zhoršující se výhled ziskovosti a narůstající dluhová zátěž se již odráží ve snižování úvěrového ratingu podniků i vlád. Tlak na veřejné finance mírní opatření centrálních bank, jež přispívají k udržování nízkých výnosů ze státních dluhopisů. Operace centrálních bank přispěly také ke stabilizaci rizikových premií a úrokových sazeb z úvěrů soukromého sektoru. Dlouhodobé poskytování velmi levné likvidity a stlačování rizikových premií finančních aktiv však může vést k akumulaci finančních nerovnováh a skrytému generování systémových rizik.*

*Domácí ekonomika v březnu 2020 také výrazně poklesla. Květnová prognóza ČNB očekává pro rok 2020 propad HDP o 8 % a rostoucí míru nezaměstnanosti. Nárůst globální rizikové averze vyvolal částečný odliv portfoliových investic z regionu střední Evropy, který se projevil v dočasném nárůstu výnosů českých státních dluhopisů. Ke zklidnění došlo po snížení měnověpolitických sazeb a komunikaci ČNB ohledně připravenosti zavést mimořádná opatření. Ceny komerčních i rezidenčních nemovitostí prozatím nezaznamenaly výraznější změny. Koronavirová krize zasáhla sektor domácností a podniků. Její dopad mírní zavedená podpůrná opatření vlády. Současný nepříznivý ekonomický vývoj bude mít negativní dopad na ziskovost podniků i vývoj příjmů domácností, což může ztížit obsluhu jejich dluhů. Nejvýznamnějším zdrojem rizika pro stabilitu domácího finančního systému je tak nepříznivý makroekonomický vývoj, jehož délka bude do značné míry ovlivněna průběhem pandemie a s tím spojenou rychlostí normalizace ekonomického vývoje v ČR a zahraničí.*

### II.1 MAKROEKONOMICKÉ A FINANČNÍ PROSTŘEDÍ

#### II.1.1 Vnější prostředí

##### **Příznivé podmínky ze začátku roku 2020 vystřídala nejistota...**

Světová ekonomika rostla v roce 2019 solidním tempem 2,9 % a ještě počátkem roku 2020 se ekonomická aktivita vyvíjela příznivě. Na globálních finančních trzích došlo k odmazání cenových ztrát z konce roku 2018, klíčové akciové indexy v lednu a únoru 2020 často dosahovaly svých historických maxim (Graf II.1) a rizikové premie korporátních dluhopisů dále klesaly (Graf II.2). Do vývoje dlouhodobých výnosů se však již promítala očekávání ohledně zpomalujícího světového hospodářství (Graf II.3) a nejistota z ekonomických dopadů šíření nemoci COVID-19 v Číně. Po přenosu koronaviru do Evropy na konci února již bylo zřejmé, že se nákaza z Číny rozšířila a vyvolala globální pandemii.<sup>2</sup>

##### **... svět zasáhla koronavirová krize**

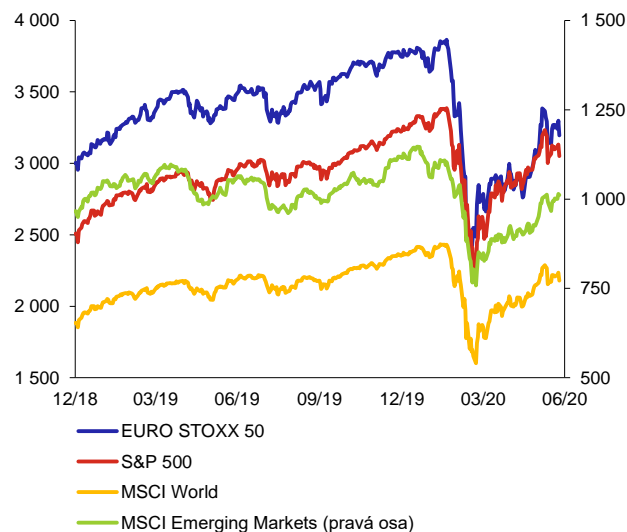
Koronavirus postupně zasáhl většinu zemí. Vlády řady z nich přijaly protipandemická opatření spočívající v omezení volného pohybu osob (Graf II.1 CB), uzavření sektoru služeb a zčásti i omezení výroby. Negativně dopadla jak na nabídku zboží a služeb podniků, tak na spotřebitelskou poptávku a vedla k téměř úplnému zastavení některých odvětví.<sup>3</sup> Vzhledem k ekonomické provázanosti zemí se citelně narušily mezinárodní odběratelsko-dodavatelské řetězce a došlo k propadu světového obchodu.

2 Z pohledu počtu zasažených zemí a rychlosti šíření nákazy byla původně epidemie COVID-19 dne 11. března 2020 ze strany WHO oficiálně překlasi-  
fikována na celosvětovou pandemii.

3 Odhady dopadů včasného zastavení ekonomiky a omezení pohybu na denních datech během jednoho měsíce ukazují, že plošná karanténa výrazně  
snížila počet nakažených a počet mrtvých, avšak má i značné ekonomické a sociální náklady. Např. v Kalifornii vedla tato opatření na záchranu jedno-  
ho člověka ke ztrátě zaměstnání u 400 osob, viz Friedson, A. I., McNichols, D., Sabia, J. J. a D. Dave (2020). *Did California's Shelter-in-Place Order  
Work? Early Coronavirus-Related Public Health Effects*. NBER Working Paper No. 26992, <https://www.nber.org/papers/w26992>.

**Graf II.1**  
Klíčové globální akciové indexy

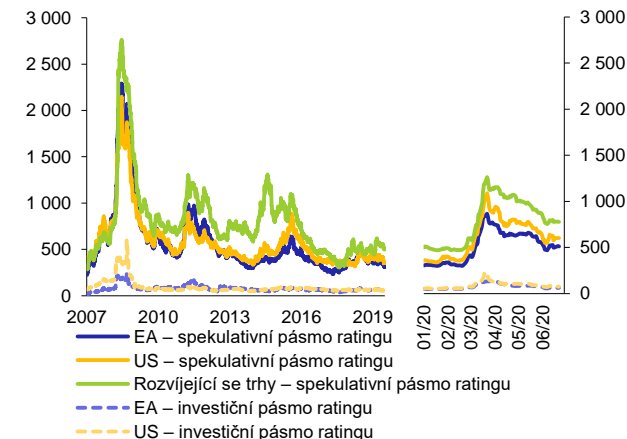
(indexy v bodech)



Zdroj: Refinitiv

**Graf II.2**  
Úvěrové rozpětí výnosů korporátních dluhopisů

(v b. b.)

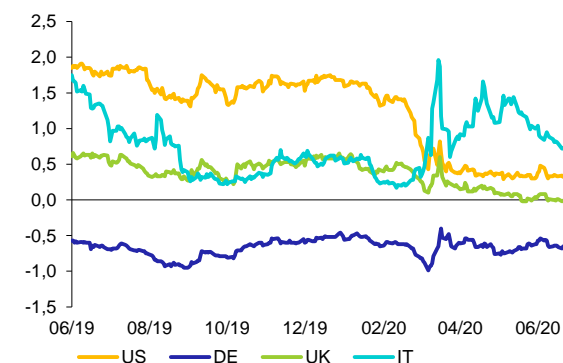


Zdroj: Bank of America Merrill Lynch

Poznámka: Úvěrovým rozpětím se rozumí rozpětí výnosů oproti výnosům státních dluhopisů korigované o případné opcionality v rámci dluhopisů (tzv option-adjusted spread). Vyšší hodnoty představují vyšší rizikovou prémii. Spekulativní pásmo má rating BB+ a nižší.

**Graf II.3**  
Výnosy pětiletých státních dluhopisů vybraných zemí

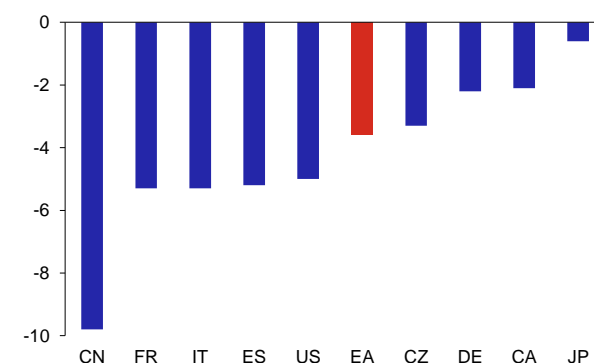
(v %)



Zdroj: Refinitiv

**Graf II.4**  
Vývoj HDP vybraných zemí v prvním čtvrtletí 2020

(v %; mezičtvrtletní změna reálného HDP)



Zdroj: OECD, ČSÚ

### Zhoršily se globální finanční podmínky, přičemž nejvíce zasaženým segmentem byl trh korporátních dluhopisů

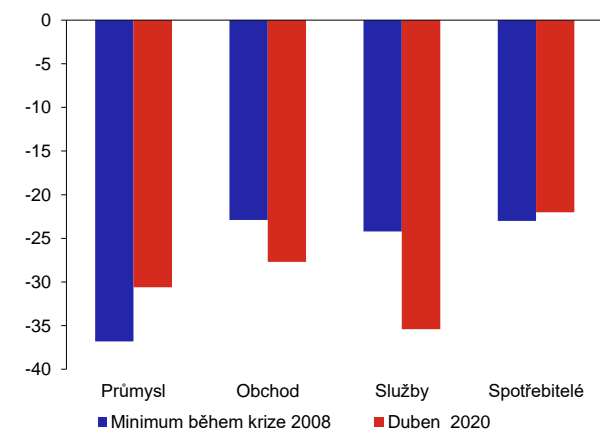
Světová ekonomika v polovině března 2020 prudce zpomalila a ocitla se na prahu hluboké recese (Graf II.4). Souhrnný index nákupních manažerů se pro eurozónu dostal v dubnu na historické minimum a nálada ekonomických subjektů se celkově zhoršila (Graf II.5). Očekávání katastrofického scénáře ekonomického vývoje signalizovalo i panické chování investorů na globálních finančních trzích a jejich útěk k likviditě a kvalitě. Došlo k rychlému odlivu portfoliových investic z rozvíjejících se zemí (Graf II.2 CB) a poklesu výnosů státních dluhopisů některých vyspělých zemí (Graf II.6). V eurozóně byl patrný rozchod výnosů jednotlivých zemí podobně jako při dluhové krizi v roce 2012 (Graf II.3 CB). Skokový nárůst rizikové averze (Graf II.4 CB a Graf II.2) a současné přehodnocení výhledu ziskovosti napříč odvětvími vedly k prudkému propadu cen akcií zejména ve vyspělých ekonomikách (Graf II.1 a Graf II.5 CB). Řada globálních podniků čelila zejména riziku nedostatku likvidních prostředků. Podnikový sektor v mnoha zemích navíc vstoupil do krize s vysokou zadlužeností způsobenou mimo jiné množstvím fúzí realizovaných v minulých letech a financovaných z velké části z cizích zdrojů.<sup>4</sup> Výnosy zejména rizikových korporátních dluhopisů skokově vzrostly (Graf II.2). Zasaženy byly rovněž trhy dluhopisů zajištěných úvěry (CLOs, Graf II.6 CB). Ratingové agentury přistoupily k revizím výhledů a ke snižování ratingů.<sup>5</sup>

4 <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P191219.pdf>.

5 <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/200318-covid-19-coronavirus-related-public-rating-actions-on-non-financial-corporations-to-date-11393186>.

**Graf II.5**  
Díličí indikátory ekonomické důvěry v EU

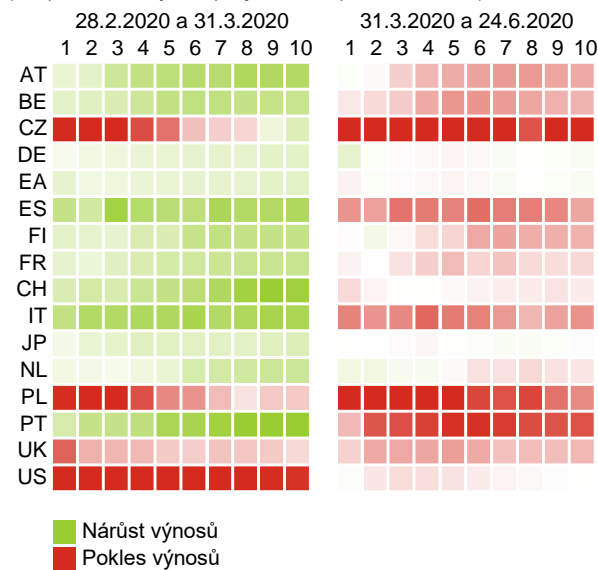
(saldo odpovědí v %)



Zdroj: Eurostat

**Graf II.6**  
Změna výnosů státních dluhopisů vybraných zemí

(sloupce: změna výnosů pro jednotlivé splatnosti v letech)



Zdroj: Bloomberg

### Centrální banky přijaly řadu mimořádných opatření...

Na vzniklou situaci rychle a intenzivně reagovaly centrální banky (Graf II.7). Od března 2020 došlo k razantnímu uvolnění měnových politik a zavedení dalších opatření podporujících likviditu a finanční stabilitu (Tab. II.1 CB). Americký Fed snížil během března měnověpolitické sazby na nulu (Graf II.8), posílil přístup centrálních bank k dolarové likviditě pomocí swapových linek<sup>6</sup> a spustil programy v objemu až 2,6 bilionů USD. Fed rovněž podpořil trh korporátních dluhopisů nejprve nákupem dluhopisových fondů a následně i přímým nákupem jednotlivých korporátních dluhopisů. Ve své komunikaci zdůraznil, že měnověpolitické sazby zůstanou na současné úrovni do té doby, než dojde k ekonomickému oživení, a zavázal se dle závažnosti situace k používání dalších nástrojů.<sup>7</sup> ECB své měnověpolitické sazby na úrovni 0 a -0,5 % nezměnila. Provedla však významné změny u mimořádných opatření. Zvýšila objem TLTRO III<sup>8</sup>, zmínila podmínky způsobilosti zajištění korporátními dluhopisy či oznámila Pandemický program nouzového nákupu (PEPP) vládních i soukromých cenných papírů ve výši 1 350 mld. EUR. Tento program má oproti původním programům měkčí podmínky a umožňuje ECB nákup aktiv bez zohlednění kapitálového klíče jednotlivých zemí eurozóny.<sup>9</sup> ECB zároveň začala poskytovat eurovou likviditu evropským centrálním bankám mimo eurozónu (tzv. program EUREP<sup>10</sup>). Mimo opatření na podporu tržní a bilanční likvidity přistoupila řada centrálních bank či dohledových orgánů k uvolnění některých regulatorních požadavků pro finanční instituce (část V).

### ... která částečně zmírnila nepříznivý vývoj na finančních trzích

Rychle zavedená opatření centrálních bank zabránila nefunkčnosti peněžních trhů, jejichž prostřednictvím se řada globálních institucí financuje, a částečně zmírnila napětí na akciovém či dluhopisovém trhu (Graf II.1 a Graf II.2). Po počátečním značném propadu akciových indexů (v případě indexu MSCI World až k -34,2 % oproti jeho maximu) tak došlo k relativně významné korekci ztrát. I přes částečné uklidnění tržní situace však mohou zejména vysoce zadlužené korporace nadále čelit zvýšeným rizikovým prémie (Graf II.2). Jak naznačil pokračující vývoj ve druhém čtvrtletí 2020, potenciální hrozba migrace jimi emitovaných dluhopisů z investičního do spekulativního pásma s následným skokovým nárůstem jejich výnosů přetrvává (Graf II.7 CB), neboť řada institucionálních investorů je svou investiční politikou zavázána investovat výlučně či převážně do dluhopisů s investičním ratingem. Případné výprodeje spekulativních aktiv tak mohou přinést dodatečné tržní napětí.

6 Prodloužila se splatnost swapů a snížily se jejich ceny, a to pro EA, UK, CA, JP, CH, AU, BR, DK, KR, MX, NO, NZ, SGP a SE.

7 Popis opatření Fedu zde: <https://www.federalreserve.gov/publications/files/financial-stability-report-20200515.pdf>.

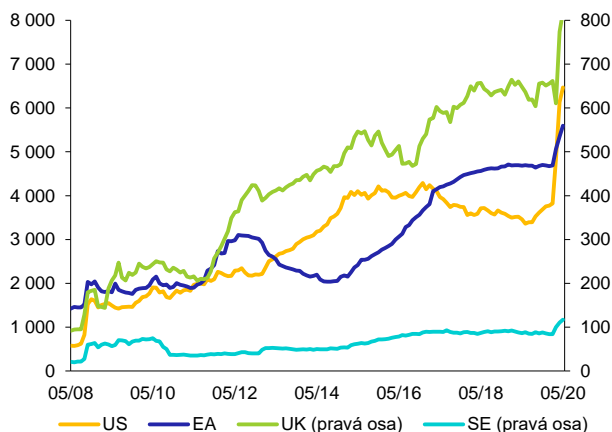
8 Více k nastavení programu odkupu aktiv: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200430-fa46f38486.en.html> a <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200604-a307d3429c.en.html>.

9 <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>.

10 <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200625-60373986e5.en.html>.

**Graf II.7**  
Bilanční suma vybraných centrálních bank

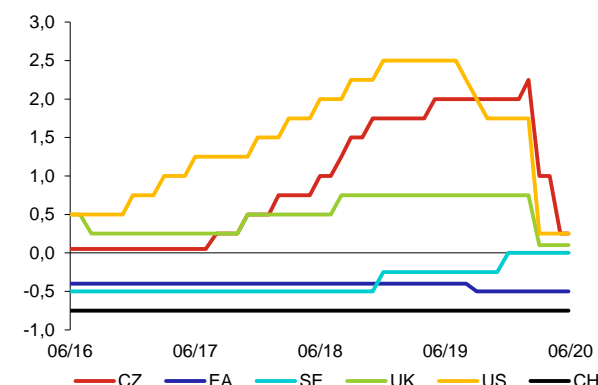
(v mld. EUR)



Zdroj: Bloomberg, BoE

**Graf II.8**  
Hlavní měnověpolitické sazby vybraných centrálních bank

(v %)



Zdroj: Refinitiv

Poznámka: V případě EA se jedná o depozitní sazbu.

### Ke zmírnění dopadů koronavirové krize byla přijata také řada fiskálních opatření

Vlády zasažených zemí oznámily masivní stabilizační programy určené ke snížení negativních dopadů pandemie (Tab. II.1 CB).<sup>11</sup> Cílem programů bylo zmírnění likviditních potíží podniků a domácností, aby nedošlo k jejich přelití do solventnostních potíží. V případě podniků byly zavedeny daňové úlevy, různé formy pomoci k pokrytí provozních nákladů (nájemné, faktury), příspěvky na mzdy a prominutí příspěvků na sociální zabezpečení k zamezení rychlého propouštění, státní záruky na podporu úvěrování či odklad splátek úvěrů. Domácnostem byla pomoc adresována na příjmové (ošetřovné, jednorázové dávky mimořádné pomoci) i výdajové straně (odklad splátek úvěrů).<sup>12</sup> V EU jsou přijímána opatření ke zmírnění dopadů koronavirové krize jak na úrovni jednotlivých zemí, tak na centrální úrovni.<sup>13</sup>

### Ekonomické výhledy jsou zatíženy velkou mírou nejistoty a riziko nadhodnocení prognóz je značné

V průběhu dubna se postupně začaly objevovat první odhady dopadu koronavirové krize na světovou ekonomiku. Aktualizované prognózy pro rok 2020 očekávají mimořádně hluboký hospodářský propad. Ten by měl být na celosvětové úrovni rozsáhlejší než při globální finanční krizi, neboť koronavirovou krizí byla zasažena většina zemí (Graf II.9).<sup>14</sup> MMF ve své dubnové prognóze pro rok 2020 očekává pokles světového hospodářství o 3 %, přičemž v následujícím roce by mělo dojít k obnově růstu na úrovni téměř 6 %.<sup>15</sup> Riziko pro budoucí ekonomický vývoj představují v následujících měsících případné další vlny pandemie. MMF ve své prognóze z dubna 2020 představil tři alternativní scénáře modelující pesimističtější vývoj. Podle něj by v případě výskytu dalších vln vyžadujících omezení ekonomických aktivit byla výše HDP v krajně nepříznivém scénáři v roce 2021 o téměř 8 % nižší než v základním scénáři, přičemž návrat k růstu by trval několik let (Grafy II.10). Při ekonomickém oživení budou mít zásadní roli chování a sentiment ekonomických subjektů, jejichž důvěra ohledně budoucího vývoje se výrazně zhoršila (Graf II.5). Obnovení fungování sektoru služeb ve vyspělých ekonomikách, ve kterých má významný podíl na zaměstnanosti a tvorbě HDP, bude pravděpodobně zdlouhavé. Podíl služeb na HDP dosahuje v EU 65 %, v USA 77 % a v Číně 52 % (Graf II.8 CB). Spíše pomalý návrat na předkrizovou úroveň naznačuje i nárůst úspor či výrazný propad sentimentu ve službách v EU.<sup>16</sup> Nejistotu ohledně naplnění prognózy rovněž zvyšuje přetrvávání napjatých americko-čínských vztahů a stále nenalezená brexitová dohoda mezi EU a UK.

11 V USA je pro podniky i jednotlivce schválena pomoc ve výši dosahující téměř 3 biliony USD (téměř 15 % HDP). EK oznámila poskytnutí pomoci členským zemím EU ve výši 750 mld. EUR (téměř 6 % HDP EU) ve formě darů a úvěrů. <https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-europe-moment-repair-prepare-next-generation.pdf>.

12 Makroekonomická literatura zdůrazňuje dopad pandemie na různé skupiny lidí s různou intenzitou: karanténa např. dopadá více na lidi s nižšími příjmy či na mladší ročníky. Epidemie tak má i důležité důsledky pro redistribuci příjmů a spotřeby. Shrnutí makroekonomické literatury, viz [https://idea.cerge-ei.cz/images/COVID/IDEA\\_Makro\\_politika\\_COVID-19\\_Duben2020\\_16.pdf](https://idea.cerge-ei.cz/images/COVID/IDEA_Makro_politika_COVID-19_Duben2020_16.pdf).

13 Přehled přijatých opatření v reakci na pandemii v EU: [https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/health/coronavirus-response\\_cs](https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/health/coronavirus-response_cs).

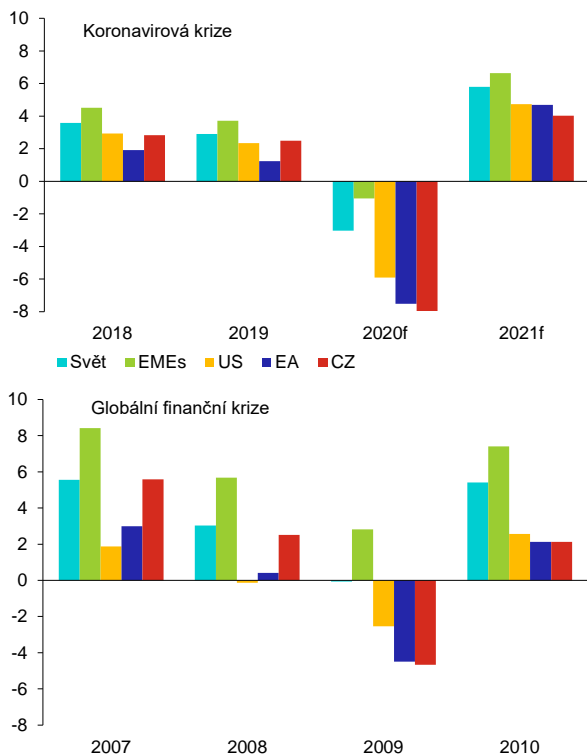
14 Na hlubší recesi ukazují i odhady ztráty pracovních míst v USA (<https://fred.stlouisfed.org/series/FRBKCLMCIM>), které jsou výrazně vyšší než při minulých recesích. Dle výhledů CF se nezaměstnanost v USA zvýší do konce roku na 8,4 %.

15 V červnu 2020 zveřejnil MMF aktualizaci své ekonomické prognózy. Oproti dubnové prognóze došlo ke zhoršení jak u očekávaného propadu HDP pro rok 2020, tak u rychlosti ekonomického oživení v roce 2021. MMF v roce 2020 očekává pokles světové ekonomiky o 4,9 %, v případě EMES se očekává pokles o 3 %, u US o 8 % a u EA o 10,2 %. Pro rok 2021 pak MMF očekává růst světové ekonomiky o 5,4 % (<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/06/24/WEOUpdateJune2020>). Makroekonomická prognóza nadále zůstává zatížena vysokým stupněm nejistoty.

16 Normalizace čínské ekonomiky, kterou koronavirus zasáhl již v prvním čtvrtletí 2020, naznačuje zvýšenou míru úspor domácností, která se odráží v utlumené spotřebě a velmi pomalém náběhu služeb. Větší dopad protipandemických opatření na služby potvrzují i dubnová data z USA. Průmyslová výroba poklesla o 11,2 %, zatímco maloobchodní tržby se propadly o 16,4 % (<https://www.federalreserve.gov/data.htm>).

**Graf II.9**  
**Hospodářský růst ve vybraných zemích**

(meziroční reálný růst v %)

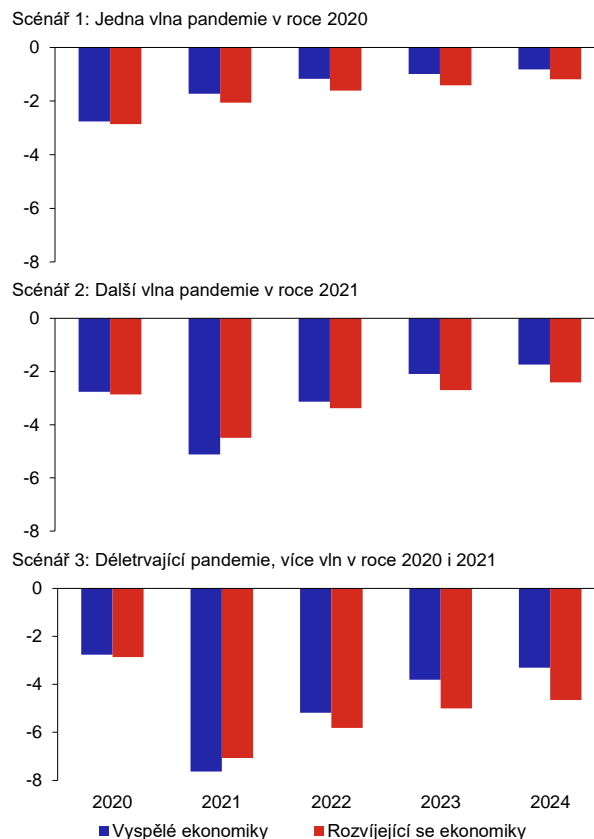


Zdroj: MMF, ČNB

Poznámka: Písmeno f označuje prognózu. Prognóza pro ČR vychází z prognózy ČNB zveřejněné ve [Zprávě o inflaci II/2020](#) a pro ostatní ekonomiky z dubnové prognózy MMF zveřejněné ve [World Economic Outlook, April 2020](#).

**Graf II.10**  
**Alternativní scénáře hospodářského růstu způsobené koronavirovou pandemií dle MMF**

(odchylka od výše reálného HDP v základním scénáři MMF v %)



Zdroj: MMF (World Economic Outlook, April 2020)

### Riziko vleklé recese je vysoké i z důvodu již vysoké zadluženosti soukromého sektoru

Protipandemická opatření vedla zejména u podniků ke zvýšené potřebě čerpat úvěry k překonání náhlého propadu v příjmech, což zvýšilo jejich budoucí dluhové zatížení. Zadluženost soukromého sektoru se však v řadě zemí dostala na historická maxima již před propuknutím koronavirové krize (Graf II.11). Některé evropské ekonomiky se delší období nacházely v silně expanzivní fázi úvěrového cyklu, během které byl pozorován silný růst cen nemovitostí a svižný úvěrový růst (Graf II.9 CB). Nefinanční podniky v mnoha zemích využily mimořádně nízké výnosy také k emisi dluhových cenných papírů, čímž vzrostla jejich zranitelnost vůči změně tržních podmínek při refinancování. Současný nepříznivý ekonomický vývoj může mít negativní dopad na výši příjmů ekonomických subjektů po delší dobu, přičemž další výrazný nárůst dluhového zatížení soukromého sektoru může návrat k ekonomickému oživení zbrzdit.

### Makroekonomické riziko značně ohrožuje udržitelnost dluhu soukromého sektoru

Navzdory programům na podporu likvidity ekonomických subjektů a opatřením umožňujícím odklad splátek roste pravděpodobnost zhoršení celkové platební morálky a nárůst úvěrových ztrát pro finanční sektor. Kromě domácností s nízkými příjmy jsou nejvíce ohroženou skupinou podniky s nízkými maržemi a vysokou závislostí na krátkodobém tržním financování. V jejich případě by i krátkodobý výpadek příjmů mohl přerůst v platební neschopnost. Prodlužující se koronavirová krize, která zvyšuje úvěrové riziko (počet selhávajících subjektů z podnikového sektoru a ze sektoru domácností), tak významně ohrožuje globální finanční stabilitu v krátkém až středním období.

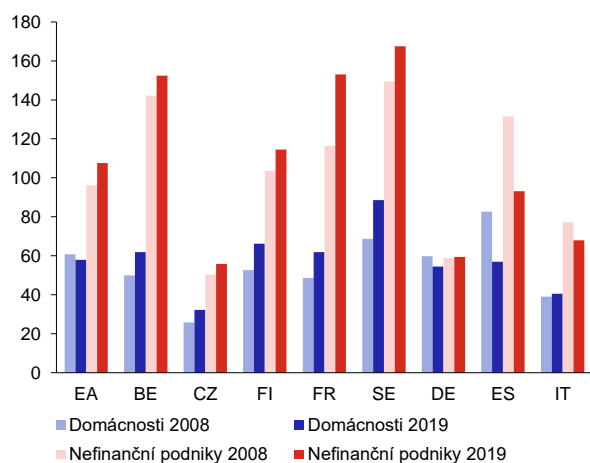
### Pod značným tlakem jsou také veřejné finance

Koronavirová krize vytvořila tlak na vládní finance.<sup>17</sup> Vládní dluh se ve značné části zemí minimálně v roce 2020 výrazně zvýší. Na jedné straně poklesly příjmy skrze nižší výběr daní, na druhé straně došlo k nárůstu výdajů prostřednictvím vestavěných stabilizátorů a zavedených podpůrných programů. Koronavirová nákaza v EU zpravidla nejsilněji zasáhla země, které zároveň patří k nejzadluženějším a mají nejnižší fiskální prostor k expanzi (Graf II.10 CB). Vysoká zadluženost obecně přispívá k vyšší citlivosti cen státních dluhopisů na nepříznivé makroekonomické a geopolitické zprávy a tedy k nárůstu jejich volatility. U zemí s úvěrovým ratingem již na úrovni BBB a negativním výhledem vnímají finanční trhy vysoké riziko udržitelnosti veřejných financí velmi citlivě.<sup>18</sup> Zadluženost vládního sektoru nad pomyslnou hranici udržitelnosti 90 % HDP vykazuje 7 zemí EU a maastrichtské dluhové kritérium 60 % letos zřejmě překročí 14 členských zemí<sup>19</sup> (Grafy II.12). Zavedené masivní programy nákupů státních dluhopisů ze strany ECB snížily náklady financování a zvýšily multiplikační účinek fiskálních politik evropských vlád. Financování celosvětově rostoucích dluhů však odčerpává značné zdroje z mezinárodních finančních trhů a při opakované hrozbě ztráty důvěry ve schopnost některých evropských vlád své dluhy dále plynule financovat lze opakovaně očekávat tlak na snižování reálných sazeb do záporných hodnot (tzv. fiskální dominance). Navíc, jak dokazují některé studie, dlouhodobý fiskální multiplikátor se může převrátit do záporných hodnot i v případě nižšího vládního zadlužení, než je pomyslná hranice udržitelnosti.<sup>20</sup> Ze střednědobého pohledu tak vytváří fiskální dominance významná rizika pro hospodářský růst těchto zemí v dalších letech a vzhledem k provázanosti finančních systémů napříč EU i rizika pro jejich stabilitu.

Graf II.11

#### Zadluženost soukromého sektoru ve vybraných zemích EU

(v % HDP)

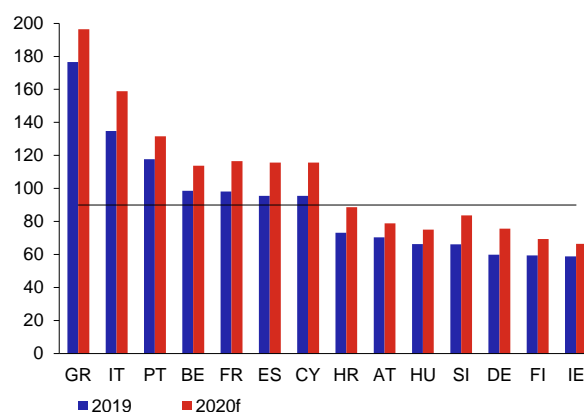


Zdroj: BIS

Graf II.12

#### Země EU s vysokou úrovní vládního dluhu

(v % HDP)



Zdroj: Eurostat, Economic Forecast EK (květen 2020)

Poznámka: Vodorovná čára ilustruje úroveň dluhové udržitelnosti vládního sektoru. Za udržitelnou úroveň je podle odborné literatury považována hranice 90 %.

### Mimořádná opatření centrálních bank by měla působit jen nezbytně nutnou dobu

Působení mimořádných opatření ze strany centrálních bank v podobě poskytování levné likvidity či stlačení rizikových premií finančních aktiv po příliš dlouhou dobu se může stát zdrojem rizik pro finanční stabilitu. Je proto žádoucí, aby nouzová opatření měla omezené trvání a nestala se novým standardem. Podobná opatření centrálních bank byla zavedena i v souvislosti se snížením dopadů globální finanční krize, ovšem někde často působila ještě deset let po jejím propuknutí a přispívala k nadměrnému růstu cen aktiv. Vzhledem k rozsahu nyní zavedených opatření ze strany některých centrálních bank (Graf II.7) může být jejich vliv na ceny aktiv silnější než v případě předchozí dekády.

17 Řada zemí již zažádala o finanční pomoc MMF. Přehled poskytnutých úvěrových programů, viz <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/COVID-Lending-Tracker>.

18 Např. u Itálie by případné zhoršení ratingu znamenalo, že někteří institucionální investoři by nemohli do italských státních dluhopisů investovat. Mohlo by dojít k výprodeji těchto státních dluhopisů a následnému zvýšení nákladů dluhové služby. Itálie předpokládá, že deficit státního rozpočtu dosáhne v letošním roce 10,4 % HDP a dluh se zvýší na 155,7 % HDP.

19 Vzhledem k očekávanému výraznému hospodářskému poklesu v důsledku rozšíření koronaviru v EU byly naplněny podmínky k aktivaci obecné únikové doložky Paktu stability a růstu. Ta umožňuje členským státům dočasné odchýlení od unijních rozpočtových závazků stanovených evropským fiskálním rámcem.

20 [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/galleries/gev/gev\\_2020/gev\\_2020\\_05.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/galleries/gev/gev_2020/gev_2020_05.pdf).



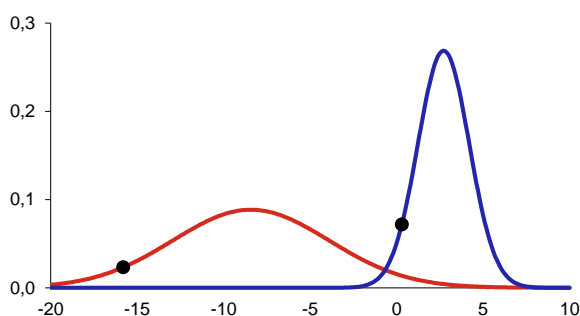
## II.1.2 Domácí prostředí

**Koronavirová pandemie způsobila hluboký propad domácí ekonomiky**

Domácí ekonomiku také zasáhla koronavirová nákaza, na kterou vláda v březnu roku 2020 zareagovala vyhlášením nouzového stavu. V důsledku přijatých protipandemických opatření, odstávek výroby v některých podnicích a propadu zahraniční poptávky došlo v prvním pololetí 2020 k hlubokému poklesu domácí ekonomické aktivity. Z pohledu složek HDP se na něm podílela především spotřeba domácností (část II.2.3), vývoz a podnikové investice (část II.2.2)<sup>21</sup>. V souvislosti s postupným rozvolňováním protipandemických opatření a předpokládaným obnovením zahraniční poptávky se bude pokles ekonomické aktivity ve druhé polovině roku 2020 postupně zmírňovat. Podle prognózy ČNB ze [Zpráv o inflaci II/2020](#) se HDP v roce 2020 sníží o 8 % (Graf II.23A). Rizika prognózy jsou však mimořádně vysoká.<sup>22</sup> V případě naplnění *Nepříznivého scénáře* by se domácí ekonomika mohla v roce 2020 propadnout až o 13 %. Nezanedbatelnou pravděpodobnost propadu HDP až o 15 % naznačuje i nejistota spojená s odhadem růstu reálného HDP z květnové prognózy ČNB (Graf II.13).

**Graf II.13****Zhoršený výhled růstu HDP a jeho vysoká nejistota**

(hustota pravděpodobnosti; osa x: meziroční růst reálného HDP)

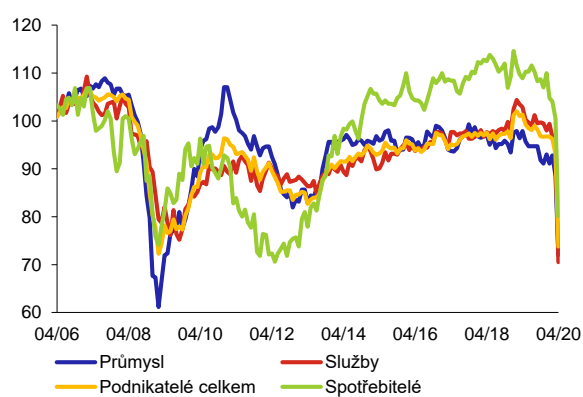


Zdroj: ČNB

Poznámka: Modře je prognóza růstu HDP pro 2020Q4 ze [Zpráv o inflaci IV/2019](#). Červeně je prognóza růstu HDP pro 2020Q4 ze [Zpráv o inflaci II/2020](#). Černé body značí 5% kvantil.

**Graf II.14****Indikátory důvěry v ČR**

(bazické indexy k průměru roku 2005)



Zdroj: ČSÚ

**Negativní dopady koronavirové krize na domácnosti a podniky mírní vláda řadou opatření**

K udržení likvidity ekonomických subjektů a na podporu domácí ekonomiky zavedla vláda ČR řadu stabilizačních a podpůrných opatření (Tab. II.1). Jedná se zejména o program na udržení zaměstnanosti, podporu osob samostatně výdělečně činných, výplatu ošetřovného či ohlášená opatření v souvislosti s tzv. Liberačními balíčky. U těchto opatření se v roce 2020 očekávají výrazné dopady na státní rozpočet (část II.2.1). Představeny byly také programy bez okamžitého dopadu do státního rozpočtu jako moratorium na odklad splátek úvěrů (část II.2.3) či záruky za podnikatelské úvěry (část II.2.2). Rozsah přijatých opatření by měl v roce 2020 dosáhnout až 3,3 % HDP (Tab. II.2).

**Návrat domácí ekonomiky na předkrizové hodnoty však bude pravděpodobně pomalý**

Účinnost a rychlost zavádění podpůrných opatření ovlivní délku a hloubku současné recese.<sup>23</sup> I přes zavedená opatření se bude situace na trhu práce zhoršovat. Míra nezaměstnanosti podle prognózy ČNB ze [Zpráv o inflaci II/2020](#) vzroste a dosáhne svého vrcholu 5 % v roce 2021 (Graf II.23D a část II.1.3). Vzhledem ke struktuře domácí ekonomiky bude obnovení růstu do značné míry záviset na obnovení odběratelsko-dodavatelských vztahů se zahraničními obchodními partnery.<sup>24</sup> Ekonomické oživení může brzdit i značně utlumený sentiment ekonomických subjektů (Graf II.14), u kterých mohou převládat opatrnostní motivy. To by vedlo ke snížení spotřeby a útlumu investic ve prospěch zvýšení míry úspor. Prognóza ČNB předpokládá, že ani přes postupné oživení ekonomická aktivita nedosáhne do konce roku 2021 svých předkrizových hodnot. Tyto ne zcela příznivé vyhlídky příjmové a výdajové situace podniků i domácností vytvářejí potenciál pro zvýšení jejich úvěrového rizika (část II.2.2 a II.2.3).

21 V březnu poklesla průmyslová produkce meziročně o 10 %, automobilový průmysl zaznamenal meziroční propad o 25 %, viz <https://www.czso.cz/csu/czso/cr/prumysl-brezen-2020>.

22 To naznačila také [Zpráva o inflaci II/2020](#) pomocí dvou dodatečných scénářů vývoje domácí ekonomiky: scénáře déletrvající pandemie, který předpokládá pomalejší odeznívání pandemie a její déletrvající negativní dopady v zahraničí, a silně nepříznivého scénáře druhé vlny pandemie, který pracuje s předpokladem obnovení vládních karanténních opatření v ČR ve druhé polovině roku 2020. Na scénář druhé vlny pandemie navazuje *Nepříznivý scénář* testovaný v této Zprávě (část II.1.3 a část IV).

23 <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/designing-fiscal-response-covid-19-pandemic>.

24 Jejich obnova by mohla být spíše pomalá a složitá. Koronavirová krize může podle Economic Intelligence Unit způsobit strukturální změny ve fungování globální ekonomiky. Zpráva „The Great Unwinding. Covid-19 and the regionalisation of global supply chains“ uvádí, že pandemie motivuje podniky ke snížení vazeb na Čínu ve smyslu preference regionálních dodavatelských řetězců a minimalizace dopadů z uzavření hranic na výrobu: <https://www.eiu.com/n/campaigns/the-great-unwinding-covid-19-supply-chains-and-regional-blocs/>.

Tab. II.1

## Stručný přehled stabilizačních a podpůrných opatření zavedených v ČR

	Opatření	Popis	Gesce
Reálný sektor	Snížení měnověpol. sazeb ČNB	Dvoutýdenní repo sazba byla 7. 5. snížena o 75 b. b. na 0,25 %, lombardní sazba na 1,00 % a diskontní sazba zůstala nezměněna na 0,05 %.	ČNB
	Moratorium na splátky úvěrů	Dlužníci mohou požádat o odklad splátek úvěrů na 3 nebo 6 měsíců. Vztahuje se na spotřební úvěry i na úvěry zajištěné nemovitostí. FO mají odklad splátek jistiny i úroků, PO pouze jistiny.	MF
	Liberační daňové balíčky I–II	Odklad podání daňového přiznání, odklad úhrady daně i záloh. Plošné prominutí pokut za opožděné podání přiznání a úroků z prodlení. Prominutí záloh na daň z příjmů FO a PO. Zavedení institutu zpětného působení daňové ztráty u daně z příjmů FO i PO za rok 2020, lze zpětně uplatnit v daňovém přiznání za rok 2019 a 2018. Pozastavení EET do 1. 1. 2021.	MF
	Daňové zvýhodnění	Snížení DPH na vybrané služby (ubytování, kultura, sport).	MF
Domácnosti	Odklad plateb nájemného	Možnost požádat o odklad nájemného za období od 12. 3. do 31. 7. 2020. Dlužný nájem je nutno uhradit do 31. 12. 2020.	MMR
	Mimofádná okamžitá pomoc	Jednorázová dávka pro osoby ve finanční nouzi. Poskytuje se na základní životní potřeby, možná kombinace s ošetrovným.	MPSV
	Prodloužení doby ošetrovného	Ošetrovné vypláceno v období 16. 3. – 30. 6. 2020. Do 31. 3. částka ve výši 60 % denního vyměřovacího základu, od 1. 4. zvýšení na 80 % denního vyměřovacího základu. Zvýšen věk ošetrovaného dítěte z 10 na 13 let.	MPSV
Podniky a OSVČ	„Pětadvacítká“ Přímá podpora OSVČ	Pomoc pro OSVČ, které nemohly v důsledku pandemie vykonávat svou činnost. Kompenzační bonus 500 Kč denně za období od 12. 3. do 8. 6.	MF
	Odpuštění odvodů na sociální a zdravotní pojištění pro OSVČ	OSVČ nemají povinnost platit od března do srpna 2020 zálohy na sociálním a zdravotním pojištění. U minimálních záloh byly povinné platby odpuštěny v plné výši. Stát tak zaplatí za 6 měsíců 29 376 Kč. U vyšších záloh od března do srpna 2020 prominuto zákonné minimum. Rozdíl zpětně doplacen při vyúčtování za rok 2020.	MPSV
	Odložení splatnosti a snížení sociálního pojištění	Zaměstnavatelé mohou odložit platbu sociálního pojištění za zaměstnance za květen až červenec (dlužné pojistné musí být uhrazeno do 20. 10. 2020). Po splnění podmínky zaplacení bude sníženo penále z opožděné úhrady pojistného o 80 %.	MPSV
	Program „COVID – Nájemné“	Pronajímatel sleví 30 % z plného nájmu, stát nájemci přispěje 50 %. Nájemce tak ve výsledku hradí 20 % z nájmu (program platný v období 1. 4. – 30. 6. 2020).	MPO
	Ošetrovné pro OSVČ	Ošetrovné bylo vypláceno ve výši 424 Kč denně za období od 12. 3. do 31. 3. 2020 a 500 Kč od 1. 4. do 30. 6. 2020. Možná kombinace s „Pětadvacítkou“.	MPO
	„Program Antivirus“ Náhrada mezd a platů	Režim A: Stát přispívá zaměstnavatelům 80 % na mzdy a odvody (max. 39 000 Kč), a to pro zaměstnance v karanténě nebo při uzavření provozu nařizením vlády. Režim B: Stát přispívá zaměstnavatelům 60 % na mzdy a odvody (max. 29 000 Kč), a to při překážce na straně zaměstnavatele nebo omezení dostupnosti vstupů nezbytných k činnosti nebo omezení poptávky po službách a výrobcích.	MPSV
	Program úvěr COVID I	Bezúročný úvěr ve výši 500 tis. až 15 mil. Kč (do výše 90 % způsobilých výdajů projektu se splatností 2 let a odkladem splátek až na 12 měsíců).	MPO
	Záruky COVID II–III a COVID Praha	Poskytnutí záruk na úvěry pro OSVČ a podniky k úhradě provozních výdajů. COVID II s kapacitou 15 mld. Kč poskytuje záruky až 90 % jistiny úvěru. COVID III s kapacitou 500 mld. Kč poskytuje záruky 80–90 % jistiny úvěru dle počtu zaměstnanců. Podpora je poskytována formou ručení ČMZRB.	MPO
	Záruka COVID PLUS	Záruka pro exportně orientované podniky s minimálně 250 zaměstnanci a podílem vývozu na celkových tržbách v roce 2019 minimálně 20 %. Výše úvěru 5 mil. Kč až 2 mld. Kč. Maximální hranice úvěru činí 25 % z celkových ročních tržeb z prodeje výrobků a služeb za rok 2019. EGAP bude kryt jistinu úvěru až do výše 80 %. Žadatelem o záruku je banka.	MPO
	Kompenzace pro postižené s. r. o.	Kompenzační bonus pro společnosti v s. r. o. denně 500 Kč za období od 12. 3. do 8. 6. 2020. Podmínkou je minimální obrat společnosti ve výši 180 000 Kč za rok 2019 nebo předpoklad dosažení takového obratu v letech 2020 nebo 2021.	MF
Odložení splátek nájmu za prostory sloužící podnikání	Za období 12. 3. – 30. 6. 2020 možnost požádat o odklad nájemného, nelze dát výpověď z nájmu. Splátky za nájem musí být uhrazeny do 31. 12. 2020.	MPO	
Banky	Snížení proticyklické kapitálové rezervy	Sazba proticyklické kapitálové rezervy byla snížena na 0,50 % s účinností od 1. 7. 2020.	ČNB
	Dodávací repo operace	Dodávací repo operace od 18. 3. 2020 vyhlašovány třikrát týdně. Objednávky bank uspokojovány v plné výši za fixní sazbu ve výši 2T repo sazby. Rozšíření přijímaného kolaterálu o hypoteční zástavní listy a o repo operace se splatností tři měsíce.	ČNB
	Uvolnění limitů úvěrových ukazatelů pro hypotéky	Uvolnění limitů úvěrových ukazatelů pro posuzování žádostí o nové hypotéky. LTV zmírněno na 90 %, netýká se investičních hypoték. Zrušení doporučených limitů pro ukazatel DTI a DSTI.	ČNB
Pojišťovny, Penzijní spol., Investiční fondy	Nástroj na dodávání likvidity	Možnost získat likvidní prostředky formou krátkodobého úvěru od ČNB, 2T repo sazba zvýšená o 20 b. b, přijímaný kolaterál – státní pokladniční poukázky, státní dluhopisy a poukázky ČNB.	ČNB
Finanční instituce	Omezení výplaty dividend	Úvěrové instituce, pojišťovny a penzijní společnosti se zdrží do doby odeznění akutních i dlouhodobějších důsledků koronaviru výplaty dividend.	ČNB

Zdroj: Internetové stránky ministerstev ČR, ČNB

Poznámka: MF – Ministerstvo financí, MMR – Ministerstvo pro místní rozvoj, MPO – Ministerstvo průmyslu a obchodu, MPSV – Ministerstvo práce a soc. věcí. Informace platné k 30. 6. 2020.

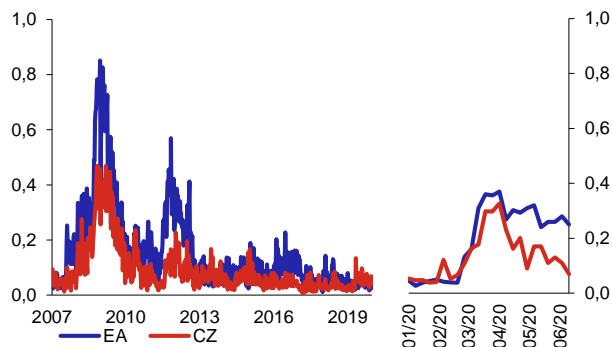


### Na domácím finančním trhu se projevil globální nárůst rizikové averze

V souvislosti s globálním přeskupováním investičních portfolií došlo v březnu 2020 k částečnému odchodu zahraničních investorů z regionu CEE. To bylo patrné ze skokové změny kompozitního indikátoru tržního napětí CISS pro ČR (Graf II.15), z nárůstu výnosů českých státních dluhopisů s delší dobou do splatnosti (Graf II.16 a Graf II.17)<sup>25</sup> a souvisejícího oslabení koruny (Graf II.11 CB). Vývoj na obou trzích byl doprovázen rozšířením bid-ask spreadů (Graf II.12 CB). Oslabení koruny vedlo ke ztrátám z kurzových zajišťovacích transakcí domácích institucionálních investorů a v některých případech i k potřebě doplnit marže v těchto transakcích. To dočasně zhoršilo likviditní situaci u některých z těchto institucí (část III.2). Nárůst bid-ask spreadů na korunovém forwardu navíc vedl k dočasnému zdražení zajištění proti měnovému riziku.

**Graf II.15**  
Kompozitní indikátor tržního napětí CISS

(index mezi 0 a 1)

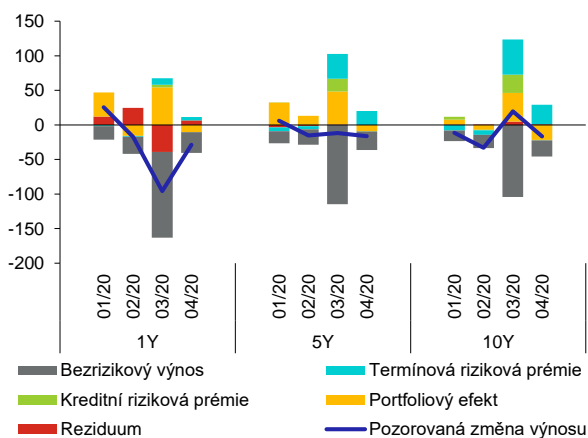


Zdroj: Refinitiv, ČNB

Poznámka: Metodika výpočtu viz [Přístup ČNB k nastavování proticyklické kapitálové rezervy](#).

**Graf II.17**  
Dekompozice příspěvků změn výnosů českých státních dluhopisů

(b. b.)



Zdroj: MTS, ČNB

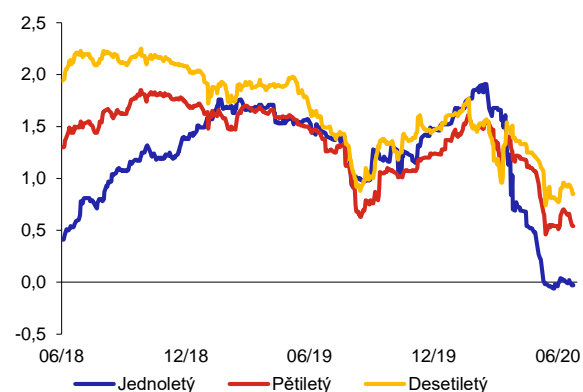
### Na mimořádně nepříznivou situaci reagovala velmi rychle ČNB

Na rizika související s koronavirovou krizí reagovala ČNB výrazným uvolněním měnových podmínek. Měnověpolitické sazby snížila třikrát v celkovém rozsahu 2 p. b. a od 11. května 2020 je hlavní měnověpolitická sazba na úrovni 0,25 % (Graf II.18). ČNB dále vyjádřila připravenost provádět v této mimořádné situaci další opatření, a to zejména na podporu stability finančního systému. To jí rovněž umožnilo schválení novely zákona o ČNB v březnu 2020. Touto novelou získala ČNB do roku 2021 možnost obchodovat na domácím finančním trhu bez omezení z hlediska možných nástrojů, doby jejich splatnosti i protistran. V této souvislosti již v květnu 2020 rozšířila ČNB rámec pro dodávací repo operace, jejichž prostřednictvím poskytuje finančním institucím korunovou likviditu (BOX 1). Nad rámec měnověpolitických opatření uvolnila ČNB i některá makrobezpečnostní opatření (část V).

<sup>25</sup> V průběhu března výnosy dočasně vzrostly z titulu nárůstu rizikových premií. Ke konci března nicméně efekt měnověpolitického rozhodnutí vedoucí k poklesu bezrizikového výnosu převážil kladný příspěvek ostatních komponent.

**Graf II.16**  
Výnosy českých státních dluhopisů

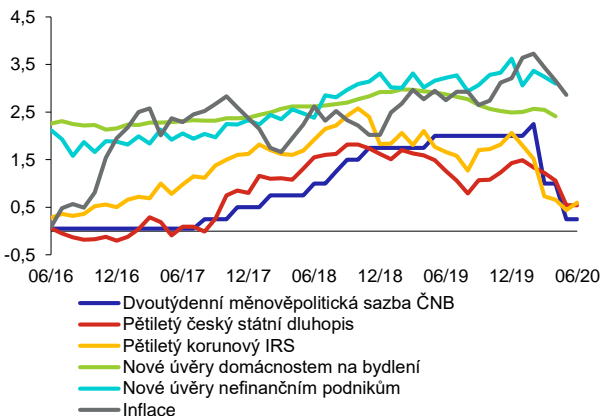
(v %)



Zdroj: ČNB

**Graf II.18**  
Vývoj vybraných úrokových sazeb, výnosů a inflace v ČR

(v %)



Zdroj: ČNB

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

## BOX 1 Změna rámce dodávacích repo operací ČNB

ČNB poskytuje korunovou likviditu na základě mandátu pečovat o cenovou a finanční stabilitu. Cílem poskytnutí korunové likvidity různým finančním institucím a s různou délkou splatnosti je snaha usnadnit řízení jejich bilanční likvidity dle jejich konkrétních potřeb. Tím ČNB nepřímo podporuje hladký přenos likvidity napříč domácím finančním systémem. Zejména v období tržního napětí může na finančních trzích docházet k různým výpadkům a poruchám v tocích likvidity kvůli nedostatku informací a vysoké míře nejistoty, což vede k nárůstu rizika protistrany. V takové situaci by mohl být zkomplikován přístup k likviditě prostřednictvím běžných operací na finančních trzích nejen pro úvěrové instituce, ale i nebankovní finanční instituce. V důsledku toho by bylo ztíženo provádění jejich aktivních operací.

Dodávací repo operace byly ČNB poprvé zavedeny v souvislosti s globální finanční krizí na podzim 2008, a to výhradně pro úvěrové instituce působící v ČR.<sup>26</sup> V souvislosti se změnou zákona o ČNB došlo v květnu 2020 ke změně režimu těchto operací<sup>27</sup>, přičemž tato změna byla přijata z ryze preventivních důvodů a ČNB jejím prostřednictvím nereagovala na zhoršenou likviditní situaci v domácím finančním systému.

U poskytování korunové likvidity úvěrovým institucím došlo ke změně rámce pro přijímaný kolaterál (tzv. zajištění krátkodobého úvěru) rozšířením o hypoteční zástavní listy (BOX 6), ke zvýšení týdenního počtu operací na tři a k prodloužení délky splatnosti půjčky až na tři měsíce. Korunovou likviditu od ČNB mohou nově v rámci dvoutýdenních dodávacích repo operací získat také nebankovní finanční instituce s licencí ČNB – pojišťovny, penzijní a investiční společnosti. Tyto operace jsou považovány za mimořádné a jejich prostřednictvím není prováděna měnová politika. I když si nebankovní instituce mohou půjčovat proti přijatelnému zajištění neomezeně a opakovaně, parametry výpůjčky jsou pro ně mírně přísnější než pro úvěrové instituce.

### Napjatá tržní situace se po reakci ČNB zklidnila

Reakce ČNB včetně avizované připravenosti dle potřeby dále zasáhnout přispěla ke zklidnění domácí tržní situace, zejména pak na trhu státních dluhopisů a devizovém trhu. Došlo k poklesu kompozitního indikátoru tržního napětí CISS (Graf II.15), výnosů státních dluhopisů (Graf II.16) a spolu s nimi i sazeb korunového úrokového swapu. Klientské úrokové sazby na nové úrokové prostředí zareagovaly rovněž poklesem, který však byl z důvodu navýšení rizikových premií svým rozsahem nižší než pokles měnověpolitických sazeb (Graf II.18).

### Koronavirová krize zatím významně nepoznamenala vývoj cen rezidenčních nemovitostí...

Realizované ceny nemovitostí pokračovaly v posledním čtvrtletí roku 2019 ve svižném meziročním růstu poblíž 9 % (Graf II.19). V důsledku tohoto vývoje se cenová dostupnost bydlení i přes robustní růst příjmů mírně zhoršila (Graf II.20). Dostupná neoficiální data za první čtvrtletí a další měsíce roku 2020<sup>28</sup> naznačují, že pandemie realizované ceny prozatím významněji neovlivnila, byť v Praze dubnové a květnové statistiky mohou naznačovat zastavení cenového růstu či dokonce mírné meziměsíční poklesy.<sup>29</sup> K postupnému zvolňování dynamiky cen nemovitostí v Praze ve srovnání se zbytkem ČR však dochází již několik čtvrtletí (Graf II.13 CB), což platí také pro nabídkové ceny (Graf II.14 CB). Napříč typy nemovitostí byla dynamika realizovaných cen zhruba vyrovnaná (Graf II.15 CB).

### ... v příštích čtvrtletích však existuje riziko jejich výrazného poklesu

Budoucí odhad cen nemovitostí je zatížen značnými nejistotami. Vývoj fundamentálních faktorů bude v důsledku koronavirové pandemie tlačit na pokles realizovaných cen; jejich skutečná dynamika se však bude odvíjet od rozsahu uzavření dosavadní míry nadhodnocení. *Základní scénář* předpokládá, že pokles nadhodnocení cen bydlení ze současných hodnot bude pouze částečný a k úplnému a plošnému uzavření cenové mezery nedojde.<sup>30</sup> Dynamika realizovaných cen by tak měla v průběhu roku 2020 stagnovat a následně by se navrátila k mírnému růstu (Graf II.23E). Riziko, že s určitým zpožděním dojde k výraznějšímu poklesu realizovaných cen, než předpokládá *Základní scénář*, je však významné. To platí zejména pro ceny bytů v Praze a Brně, u nichž míra nadhodnocení dosahuje nejvyšších hodnot (Graf II.16 CB). Na celorepublikové úrovni se míra nadhodnocení pohybuje zhruba v rozsahu 15 % (obezřetnostní přístup) až 25 % (valuační přístup), přičemž silný nárůst nadhodnocení cen bydlení optikou valuačního přístupu naznačuje, že pokles by se mohl v prvé řadě dotknout vybraných lokalit s výrazným podílem investičních nemovitostí (Graf II.21). V *Nepříznivém*

26 Banky, pobočky zahraničních bank a spořitelni a úvěrní družstva.

27 Parametry dodávací repo operace viz <https://www.cnb.cz/cs/financni-trhy/penezni-trh/parametry-dodavaci-repo-operace/>.

28 Oficiální data ČSÚ (House price index) nebyla v době psaní ZFS dostupná. Za první čtvrtletí 2020 jsou k dispozici data HB indexu (Hypoteční banka), za duben a květen pak např. statistika serveru Realitymix.cz.

29 V centru Prahy zatím významněji poklesly pouze ceny krátkodobých nájmu z důvodu omezení cestovního ruchu, a to při razantním nárůstu nabídky bytů pro krátkodobý pronájem.

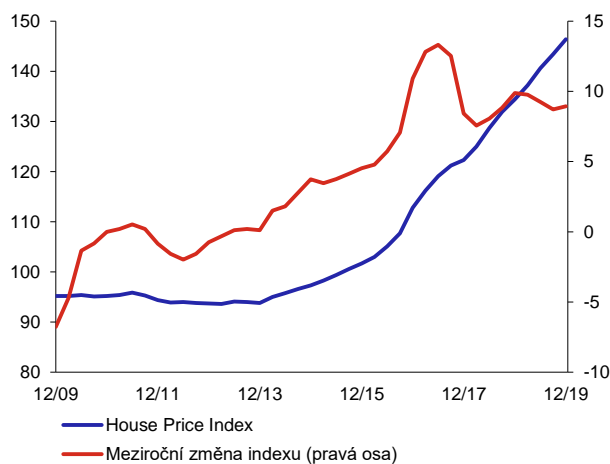
30 *Základní scénář* předpokládá, že zejména v Praze bude ochota prodejců významně snížit ceny nízká a většina transakcí tak bude odložena na pozdější dobu.

scénář je v důsledku déletrvající zhoršené ekonomické situace, výrazného nárůstu pesimismu a skokového zvýšení úvěrů se selháním pravděpodobný rychlý a plošný návrat realizovaných cen ke svým fundamentálním hodnotám či dokonce pod tyto hodnoty. V průběhu roku 2021 by mělo podle *Nepříznivého scénáře* převládat silně negativní tempo růstu realizovaných cen a meziroční pokles až pod hranici 15 % (Graf II.23E).

Graf II.19

## Realizované ceny rezidenčních nemovitostí

(2015 = 100; pravá osa: v %)

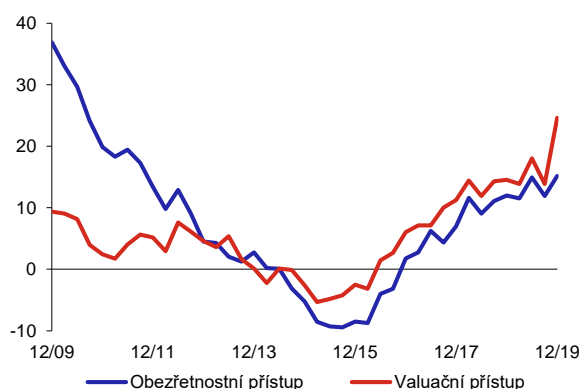


Zdroj: ČSÚ

Graf II.21

## Odhadované nadhodnocení cen bytů

(v %)



Zdroj: ČNB

Poznámka: Metodika používaných ukazatelů je představena v článku Plašil, M., Andrlé, M. (2019): Hodnocení udržitelnosti cen rezidenčních nemovitostí, Tematický článek o finanční stabilitě 1/2019, ČNB. Nadhodnocení vychází z oficiální prognózy publikované ve [Zprávě o inflaci II/2020](#). Zhoršení výhledu vývoje ekonomiky se promítá především do velikosti nadhodnocení ve valuačním přístupu, který již zohledňuje očekávaný pokles budoucích příjmů z nájemného při nezměněných aktuálních cenách.

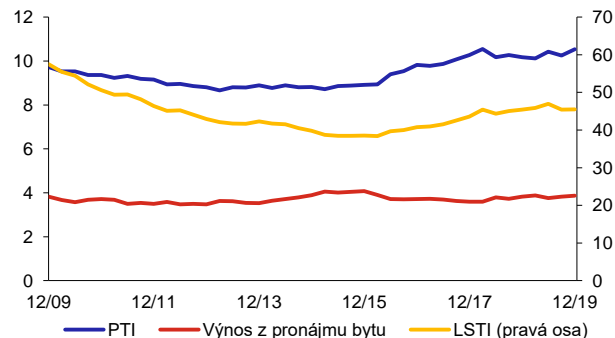
### Dlouhodobý trend poklesu výnosů u sledovaných druhů komerčních nemovitostí pokračoval a v některých případech bylo dosaženo i jejich historicky nejnižších úrovní

Ceny prémiových komerčních nemovitostí v roce 2019 dále vzrostly. Hodnoty výnosů požadovaných investory setrvaly na historicky nízkých úrovních či se v případě kancelářských nemovitostí dále snížily (Graf II.22). Velikost dokončených ploch nových kancelářských a průmyslových a logistických nemovitostí sice oproti roku 2018 poklesla, ale v historickém srovnání se stále jednalo o vysoké hodnoty (Graf II.17 CB). Celková transakční aktivita se oproti roku 2018 mírně zvýšila (Graf II.22 a část V.3.2). Trh očekává promítnutí koronavirové pandemie do sledovaných ukazatelů od druhého čtvrtletí 2020. Budoucí vývoj bude záviset hlavně na očekávaných klíčových účastnících trhu ohledně doby potřebné k opětovnému návratu vyspělých ekonomik na růstovou trajektorii a na vnímání výnosnosti komerčních nemovitostí v rámci alternativních forem investování.

Graf II.20

## Vybrané ukazatele cenové dostupnosti koupě bytu

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



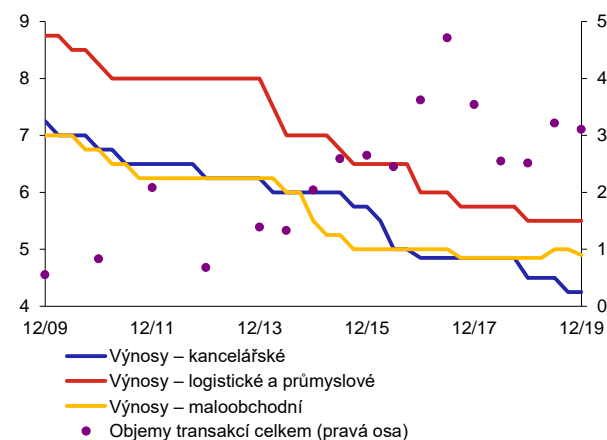
Zdroj: ČSÚ, ČNB, IRI, Společnost pro cenové mapy ČR, s.r.o.

Poznámka: PTI značí ukazatel ceny bytu k příjmu („price-to-income“), ukazatel LSTI vyjadřuje velikost měsíční splátky dluhu vzhledem k příjmu („loan service-to-income“). Cena bytu je stanovena jako průměrná cena bytu o rozloze 68 m<sup>2</sup>. Příjem je definován jako klouzavý roční úhrn průměrné hrubé mzdy. Pro výpočet výše dluhové služby je uvažován úvěr na bydlení s parametrem LTV 80 % a dobou splatnosti 25 let.

Graf II.22

## Požadované výnosy z komerčních nemovitostí a objemy uskutečněných transakcí

(v %; pravá osa: v mld. EUR)



Zdroj: Jones Lang LaSalle

Poznámka: 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.

### II.1.3 Alternativní scénáře vývoje ekonomiky

Pro účely zátěžových testů byly použity dva scénáře. *Základní scénář*, který je založen na oficiální makroekonomické prognóze ČNB. *Nepříznivý scénář*, který předpokládá druhou vlnou pandemie a dlouhodobější hospodářské oslabení. Makroekonomická prognóza ČNB i scénář s druhou vlnou pandemie byly zveřejněny ve [Zprávě o inflaci II/2020 \(Tab. II.3.2\)](#).<sup>31</sup> Vývoj hlavních makroekonomických ukazatelů v *Základním* i *Nepříznivém scénáři* zachycují [Grafy II.23A–F](#). Vývoj ostatních ukazatelů dokumentují grafy v [částech II–V](#).

#### Základní scénář

Českou ekonomiku v *Základním scénáři* zasáhne v roce 2020 hluboký hospodářský propad v důsledku vládních protipandemických opatření, odstávky výroby v některých podnicích a propadu zahraniční poptávky. HDP se v roce 2020 sníží o 8 %. K propadu v první polovině tohoto roku přispějí všechny výdajové složky s výjimkou spotřeby vlády. Meziroční pokles ekonomické aktivity se začne od druhé poloviny roku 2020 zmírňovat. Hospodaření vládního sektoru se vlivem fiskálních stabilizačních opatření dostane do výrazných rozpočtových schodků. I přes přijatá stabilizační opatření hospodářských politik se tento vývoj citelně projeví na trhu práce. K jeho silnému zchlazení dojde již během prvního pololetí roku 2020, kdy růst mezd výrazně zvolní a zaměstnanost bude ztlačena. Míra nezaměstnanosti se tak bude rychle zvyšovat, přičemž vrcholu dosáhne na začátku roku 2021. Zhoršený sentiment podniků přispěje v roce 2020 k omezení investiční aktivity, k jejímuž dílčímu oživení dojde až v následujícím roce. Scénář předpokládá postupné snižování nadhodnocení nemovitostí, přičemž k jeho úplnému uzavření z důvodu snížení transakční aktivity a odkladu prodejů nedojde. Citelné ochlazení celkových cenových tlaků povede na přelomu roku 2020 a 2021 k návratu inflace do blízkosti 2% cíle. S tímto vývojem je po razantním snížení domácích tržních úrokových sazeb a výnosů z března 2020 konzistentní jejich další pokles ve druhém čtvrtletí následován přibližnou stabilitou, přičemž scénář očekává nárůst sazeb ke konci horizontu testu.

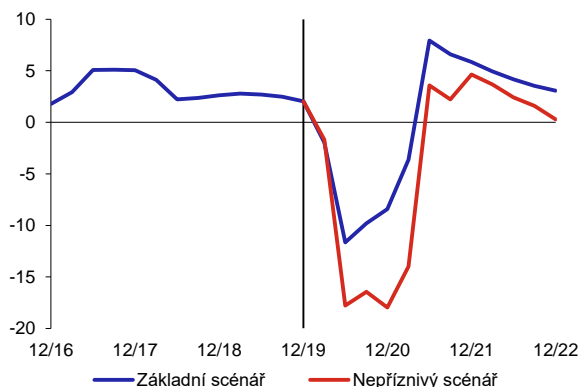
#### Nepříznivý scénář

*Nepříznivý scénář* předpokládá pozvolnější opadnutí první a zejména pak nástup druhé vlny pandemie, která Evropu zasáhne na konci roku 2020. Protipandemická opatření budou v celé efektivní eurozóně prodloužena. V ČR se opětovně zavedou od října do prosince roku 2020, i když v menším měřítku než během první vlny. Fiskální politika bude opět reagovat podpůrnými výdajovými opatřeními, avšak kvůli hrozbě vysokých schodků a rychle rostoucího zadlužení v menším rozsahu než u první vlny. Vládní investice financované z domácích zdrojů se v roce 2021 propadnou. Nová vlna viru se začne projevovat na konci roku 2020 a v roce 2021 dále zesílí. HDP se v tomto scénáři propadne v roce 2020 až o 13 %. Mnohé ekonomicky vyčerpané podniky ukončí činnost, což povede k dramatickému ochlazení na trhu práce. Zhorší se příjmová situace domácností, kdy průměrná mzda v tržních odvětvích úhrnem za celý rok 2020 absolutně poklesne. Nezaměstnanost vzroste až k hranici 8 %. Domácnosti i nefinanční podniky v této nepříznivé ekonomické situaci postupně vyčerpají své finanční zdroje, což v kombinaci s nárůstem reálného zadlužení zapříčiní výrazné zhoršení schopnosti splácet závazky. Potíže v reálné ekonomice dopadají i na finanční sektor, který zaznamená značné úvěrové ztráty doprovázené citelným poklesem zisků. Nižší růst mzdových nákladů v prostředí neexistujících poptávkových tlaků odrážející zhoršený spotřebitelský sentiment se promítne do vývoje inflace, která se na začátku roku 2021 dočasně sníží pod dolní hranici tolerančního pásma inflačního cíle. Citelně slabší kurz koruny a trajektorie tržních úrokových sazeb hypoteticky hluboko v záporných hodnotách podpoří postupné obnovování ekonomické aktivity a přispěje k návratu inflace k 2% cíli na konci příštího roku. Dlouhodobé výnosy dluhopisů však skokově vzrostou z titulu nárůstu globální averze k riziku, která je v případě evropských státních dluhopisů spojena i s návratem nejistoty ohledně udržitelnosti dluhů některých zemí eurozóny. Domácí banky zpřísní pohled na úvěrové riziko a zvýší rizikové přírázky k úrokovým sazbám na nové úvěry. Klientské úrokové sazby tak i vlivem nárůstu dlouhodobých úrokových sazeb přejdou na výrazně vyšší úroveň. Nárůst dluhové služby spolu s dalšími dopady recese zvýší míru selhání u úvěrů domácnostem i nefinančním podnikům.

31 Časové řady proměnných pro třetí rok byly jak v *Základním*, tak *Nepříznivém scénáři* vytvořeny výhradně pro potřeby zátěžového testování jednotlivých sektorů. Z toho důvodu nejsou *Základní scénář* za horizontem prognózy ani *Nepříznivý scénář* oficiální prognózou ČNB.

**Graf II.23A**  
Alternativní scénáře: vývoj růstu reálného HDP

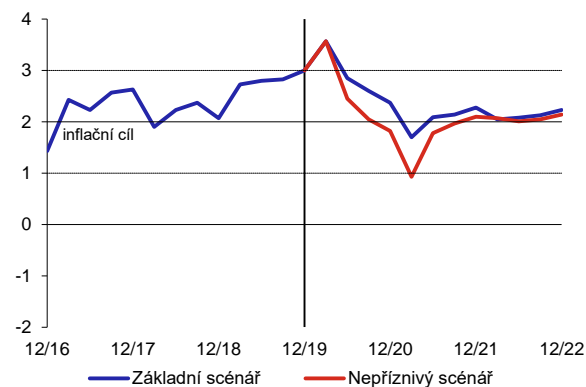
(meziročně v %)



Zdroj: ČNB

**Graf II.23B**  
Alternativní scénáře: vývoj inflace

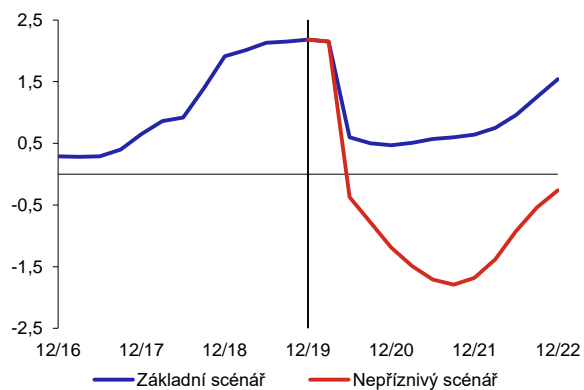
(meziročně v %)



Zdroj: ČNB

**Graf II.23C**  
Alternativní scénáře: vývoj 3M PRIBOR

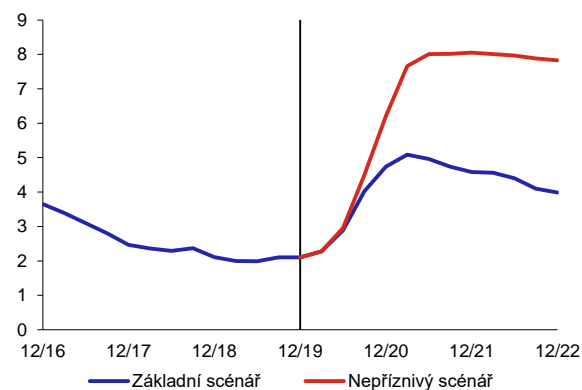
(v %)



Zdroj: ČNB

**Graf II.23D**  
Alternativní scénáře: vývoj nezaměstnanosti

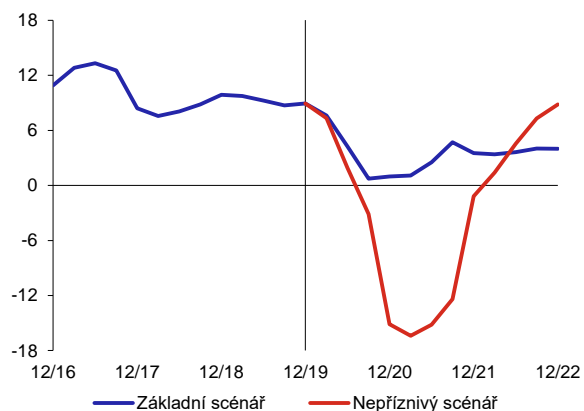
(v %)



Zdroj: ČNB

**Graf II.23E**  
Alternativní scénáře: meziroční tempo růstu cen nemovitostí

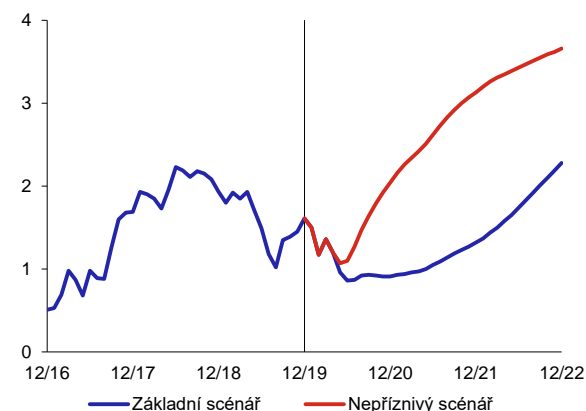
(v %)



Zdroj: ČNB

**Graf II.23F**  
Alternativní scénáře: vývoj výnosu desetiletého českého státního dluhopisu

(v %)



Zdroj: ČNB



## II.2 NEFINANČNÍ SEKTOR

## II.2.1 Veřejný sektor

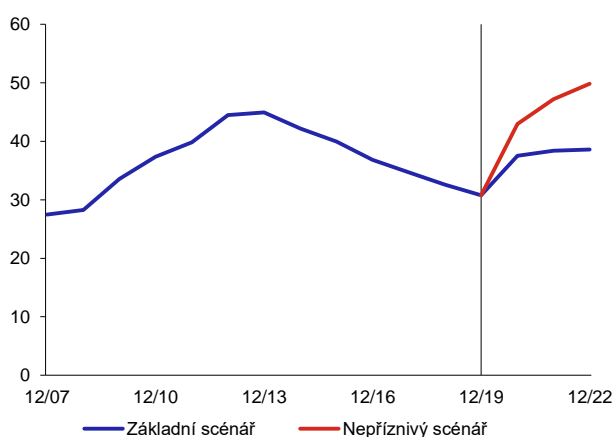
**Vládní dluh ve vztahu k HDP pokračoval v roce 2019 v poklesu, běžné vládní výdaje však rostly**

Vládní dluh ČR se v relativním vyjádření k HDP v roce 2019 dále snižoval (Graf II.24), a to především díky přetrvávajícímu solidnímu růstu domácí ekonomiky (Graf. II.22A). Příznivé podmínky spojené s hospodářským růstem nebyly využity k provedení reformem penzijního či zdravotního systému, namísto toho se projevila procykličnost domácí fiskální politiky v podobě růstu vládních výdajů<sup>32</sup>, a to zejména z důvodu vyšší valorizace penzí a svižného růstu platů ve veřejném sektoru. Došlo tak ke snížení salda vládního sektoru na úroveň 0,3 % HDP (Graf II.25). Zvyšující se podíl mandatorních a kvazimandatorních výdajů na celkových výdajích státního rozpočtu zároveň částečně snížil prostor pro aktivní fiskální politiku potřebnou pro případ nepříznivých šoků.

Graf II.24

**Vývoj dluhu vládního sektoru**

(v % nominálního HDP)

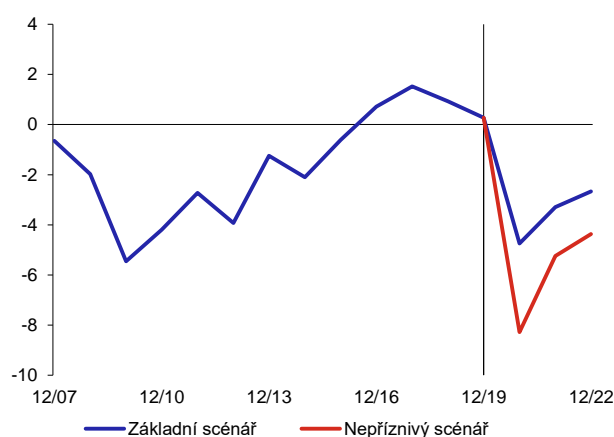


Zdroj: ČNB

Graf II.25

**Vývoj salda vládního sektoru**

(v % nominálního HDP)



Zdroj: ČNB

**V důsledku vládních opatření lze očekávat v roce 2020 a 2021 výrazný deficit hospodaření vládního sektoru a nárůst vládního dluhu**

V souvislosti s přijetím fiskálních opatření na podporu ekonomiky (Tab. II.2) a očekávaného značného výpadku daňových příjmů očekává květnová prognóza ČNB (Zpráva o inflaci II/2020) zhoršené hospodaření vládního rozpočtu (v roce 2020 saldo vládního sektoru ve výši -4,8% HDP a nárůst vládního dluhu na úroveň 37,6 % HDP, v roce 2021 saldo ve výši -3,4 % HDP a vládní dluh 38,6 % HDP; Graf. II.24 a Graf. II.25). Rizika prognózy jsou však vysoká.<sup>33</sup> Při naplnění *Nepříznivého scénáře* přepokládajícího druhou vlnou pandemie a opětovné zavedení karanténních opatření by mohl deficit vládního sektoru dosáhnout výše až 8,3 % a vládní dluh narůst až na 43 %. Zejména z důvodu nejistoty ohledně budoucího ekonomického vývoje přijala vláda novelu zákona č. 23/2017 Sb., o pravidlech rozpočtové odpovědnosti, která umožnila i pro rok 2021 vytvořit fiskální prostor na úrovni strukturálního deficitu ve výši 4 % HDP spolu se závazkem zlepšovat strukturální saldo alespoň o 0,5 p. b. HDP do roku 2028.

**Dobrá pozice české vlády na trhu státních dluhopisů usnadňuje aktuálně zvýšené potřeby financování**

Z důvodu krytí dodatečných vládních výdajů, řádných splátek dluhu v roce 2020 a posílení likvidních rezerv státní pokladny přistoupilo MF ČR ve srovnání s předchozími roky k výrazně vyšším objemům emitovaných státních cenných papírů (Graf II.26). K polovině června 2020 emitovalo MF ČR státní dluhové cenné papíry v objemu 535 mld. Kč. Ratinogové hodnocení ČR zůstává velmi solidní se stabilním výhledem (Tab. II.3), což umožnilo financování státního dluhu za stále nízké rizikové přírážky ze strany investorů. Nový dluh byl financován emisí dluhopisů s nižšími výnosy, než je průměrný výnos existujícího dluhu (2,33 %). Vyšší objemy emisí nevedly k poklesu průměrné splatnosti dluhu, ta zůstává na úrovni 6 let. Mezi investory do českých státních cenných papírů převažovaly domácí finanční instituce. Velký zájem přetrvával i ze strany nerezidentů (Graf II.27).

32 Celkové běžné primární výdaje vládního sektoru v roce 2019 meziročně vzrostly o výrazných 7,7 % (v roce 2018 dokonce o 8,2 %).

33 Rizika prognózy jsou do značné míry ovlivněna průběhem pandemie. K 8. 6. 2020 byl schválen vládou ČR deficit státního rozpočtu ve výši 500 mld. Kč, který nebyl v době tvorby prognózy známý.

**Tab. II.2**  
**Fiskální opatření na podporu ekonomiky a na udržení likvidity**

(v % nominálního HDP)

Opatření	2020
Odpuštění sociálních a zdravotních odvodů OSVČ	0,43
Zvýšení a prodloužení ošetřovného	0,20
Kompenzace zaměstnavatelům (Antivirus)	0,42
Kompenzační bonus pro OSVČ („Pětadvacítka“)	0,45
Vyšší výdaje na zdravotnictví a bezpečnostní sbory	0,36
Kompenzace v oblasti kultury	0,03
Posun 3. a 4. vlny EET	0,06
Kompenzační bonus pro s.r.o.	0,17
Úhrada části nájmu státem (COVID – Nájemné)	0,07
Zrušení daně z nabytí nemovitosti	0,20
Dotace zemědělcům na oddlužení	0,02
Prominutí SZP zaměstnavatelům	0,27
Zpětné uplatnění daňové ztráty („Loss carryback“)	0,57
Snížení sazby silniční daně	0,02
Snížení DPH na ubytování, kulturní a sportovní služby	0,02
<b>Opatření celkem</b>	<b>3,29</b>

Zdroj: ČNB

Poznámka: Odhad ČNB k 10. 6. 2020.

**Tab. II.3**  
**Úvěrový rating ČR**

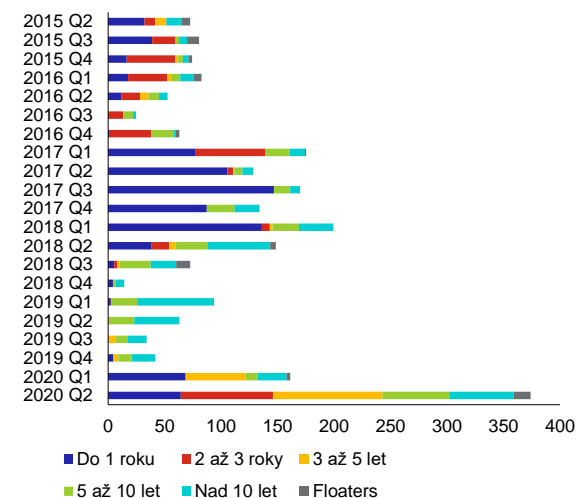
Ratingová agentura	Domácí dlouhodobé závazky	Výhled	Zahraněční dlouhodobé závazky	Výhled
Moody's	Aa3	Stabilní	Aa3	Stabilní
S&P Global Ratings	AA	Stabilní	AA-	Stabilní
Fitch Ratings	AA-	Stabilní	AA-	Stabilní
JCR	AA	Stabilní	AA-	Stabilní
R&I	AA-	Stabilní	AA-	Stabilní
Scope Ratings	AA	Stabilní	AA	Stabilní
Dagong				
Global Credit Rating	A+	Stabilní	A+	Stabilní
ACRA Europe	AA	Stabilní	AA	Stabilní
ACRA	AA	Stabilní	AA	Stabilní

Zdroj: MF ČR

Poznámka: Státní úvěrový rating.

**Graf II.26**  
**Objemy emisí českých státních cenných papírů**

(v mld. Kč)

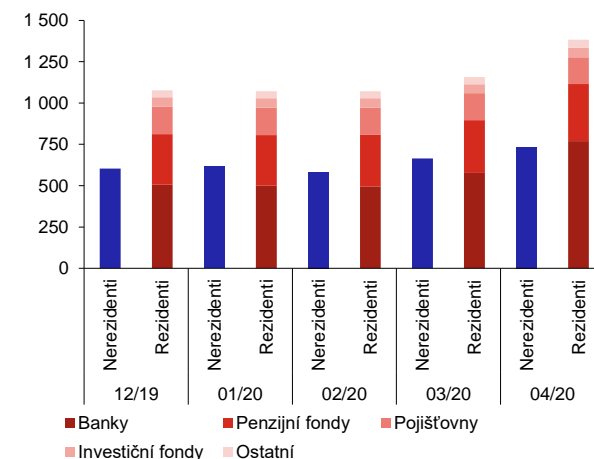


Zdroj: ČNB

Poznámka: Data k 24. 6. 2020. Barvy označují splatnosti košů.

**Graf II.27**  
**České státní dluhopisy v oběhu podle typu držitele**

(v mld. Kč v tržní hodnotě)



Zdroj: ČNB

### Rostoucí vládní zadlužení přináší ze střednědobého pohledu rizika pro finanční stabilitu

Expanzivní fiskální politika pozitivně ovlivňuje agregátní poptávku, čímž zejména v období recese či krize výrazně přispívá k udržování ekonomické aktivity. Zároveň zvyšuje finanční potřeby státu. Déletrvajícím rostoucí poptávka vlády po domácích úsporách by se mohla postupně projevit nejen v růstu výnosů z českých státních dluhopisů, ale mohla by vyvolat i vytěšňovací efekt domácího soukromého sektoru zejména prostřednictvím růstu klientských úrokových sazeb. Riziko vytěšnění soukromých investic prostřednictvím rostoucích vládních výdajů však snižuje stále solidní poptávka nerezidentů po českých státních dluhopisech. Ta by mohla potenciálně růst, neboť programy centrálních bank na odkupy státních dluhopisů (část II.1.1) již několik let způsobují na globálních trzích nedostatek kvalitních a likvidních aktiv. Země s vyšší úrovní vládní zadluženosti s dluhem umístěným v bilancích nerezidentů jsou však obecně vystaveny vyššímu riziku potenciální náklady od zemí s vysokým rizikem ohledně dluhové udržitelnosti. Bez kredibilní fiskální konsolidace by v případě negativního poptávkového šoku nerezidenti mohli způsobit vyšší volatilitu a následně růst domácích tržních úrokových sazeb. Navíc zvýšená volatilita dlouhodobých úrokových sazeb by se prostřednictvím kapitálových toků mohla promítnout i ve vyšší volatilitě měnových kurzů. V případě domácích veřejných financí je však stabilizujícím faktorem skutečnost, že nerezidenti drží český dluh ve vysoké míře v českých korunách. S ohledem na značnou výši devizových rezerv má ČNB navíc značný prostor tržní volatilitu omezovat.

## II.2.2 Nefinanční podniky

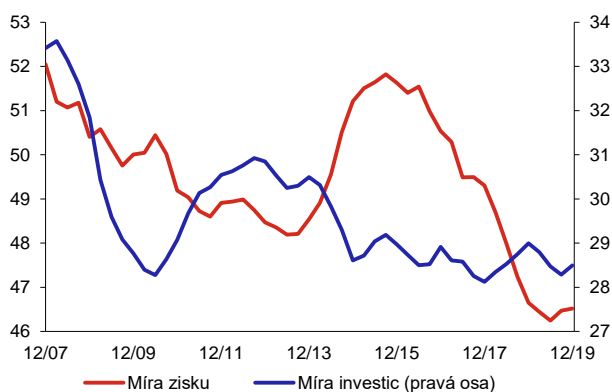
**Sektor nefinančních podniků zastihla pandemie ve fázi dlouhodobějšího poklesu míry ziskovosti a stabilizované míry zadluženosti**

Ekonomický růst v ČR a mírně oslabující dynamika mezd se během roku 2019 promítly do opětovného nárůstu provozního zisku nefinančních podniků. Výsledkem tohoto vývoje bylo zastavení propadu a následná stagnace míry ziskovosti. Investiční aktivita zůstávala relativně nízká (Graf II.28) a v souladu s ní byl utlumený také růst úvěrů a dynamika celkového dluhu sektoru (Graf II.18 CB). Míra zadluženosti se na konci roku 2019 nacházela přibližně o 40 p. b. pod hodnotami z vrcholu dosaženého v letech 2012 a 2013 (Graf II.29). Výše úvěrového rizika měřena 12měsíční mírou selhání se v průběhu roku 2019 držela na velmi nízkých hodnotách kolem 1 %. Optimistická očekávání vyvolaná dobrými finančními výsledky nefinančních podniků se mohla odrazit v nižší tvorbě finančních rezerv. To naznačuje vývoj likvidních aktiv, které rostly pomalejším tempem než provozní zisk, a také statistika prvotních důchodů běžného účtu platební bilance, která za rok 2019 indikuje zvýšenou výplatu dividend do zahraničí (Graf II.19 CB). I přesto vstoupily nefinanční podniky do období vysoké ekonomické zátěže vyvolané koronavirovou pandemií s dostatečným prostorem pro případný nárůst zadluženosti, kterým mohou přechodně řešit nedostatek likvidních prostředků.

Graf II.28

**Míra zisku a investic v sektoru nefinančních podniků**

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



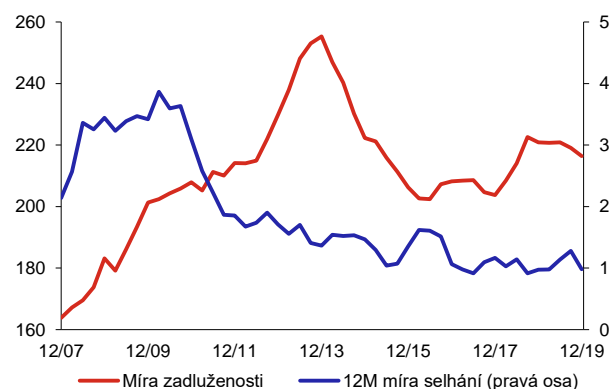
Zdroj: ČSÚ

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

Graf II.29

**Míra selhání a zadluženosti v sektoru nefinančních podniků**

(v % ročního úhrnu hrubého provozního přebytku; pravá osa: v %)



Zdroj: ČNB, ČSÚ

Poznámka: Míra zadluženosti představuje celkový objem přijatých úvěrů a emitovaných dluhových cenných papírů k hrubému provoznímu přebytku sektoru.

**Současná kombinace silného nabídkového a poptávkového šoku vytváří silnou zátěž i pro zdravé firmy**

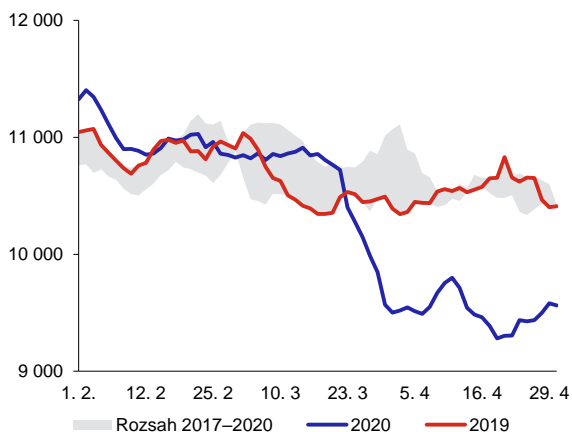
Celosvětová koronavirová pandemie doprovázená zavedením protipandemických opatření domácí nefinanční podniky silně zasáhla, přičemž nejvýrazněji dopadla na odvětví poskytující služby (Graf II.5). Nucené uzavření provozoven dolehlo zejména na restaurace, hotely a segment osobní přepravy. S ohledem na pokračující restriktive v mezinárodním cestovním ruchu lze předpokládat, že dopad na podniky působící v těchto činnostech bude déletrvajícím. Vývoj v domácím i zahraničním prostředí citelně poznamenal také průmyslové podniky. Část z nich byla nucena zastavit výrobu a po znovuootevření provozů se v důsledku narušení dodavatelsko-odběratelských řetězců potýká s nedostatkem vstupů pro výrobu i se slabší poptávkou. Tomu nasvědčují také data o spotřebě elektrické energie (Graf II.30).

**V důsledku uzavření provozů se podniky potýkají s rozsáhlým výpadkem likvidity...**

Přijatá protipandemická opatření měla silně negativní dopad na provozní tok hotovosti. Maloobchodní tržby se v březnu meziročně snížily o 9,3 %, nejvyšší propady zaznamenala odvětví ubytování, stravování a pohostinství a doprava a skladování. Obdobný rozsah propadu tržeb jako ve službách lze postupně předpokládat také ve většině dalších odvětví. Náhlé výpadky příjmu v kombinaci s nedostatečnou finanční rezervou podniků se mohou projevit zvýšenými potížemi se splácením úvěrů, nájmu a vyplácením mezd zaměstnancům. Nedostatek likvidních prostředků obvykle podniky pokrývají vyšším čerpáním úvěrů skrze existující úvěrové linky, případně čerpáním nových provozních úvěrů. Nárůst čerpaných úvěrů však řeší potíže s nedostatkem likvidity pouze přechodně a může představovat riziko zvýšené zadluženosti v budoucnu. Toto riziko může zesílit zejména v případě pomalejšího obnovování ekonomické aktivity, kdy obsluha relativně vyššího dluhu bude vytvářet dodatečný tlak na už tak snížené provozní toky hotovosti.

**Graf II.30**  
**Zatížení elektrizační soustavy v ČR**

(průměrná spotřeba během dne v MWh)

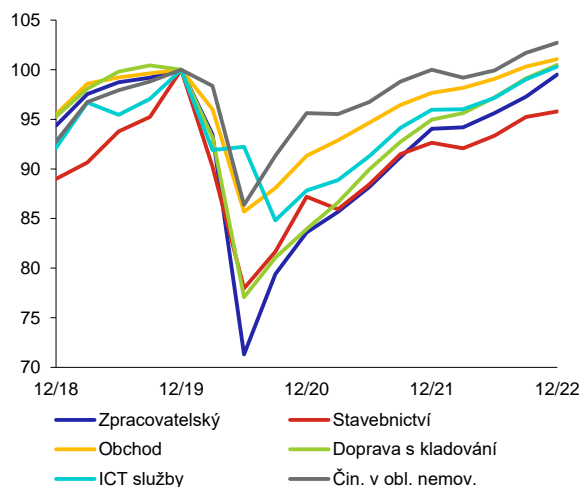


Zdroj: ČEPS, ASOS

Poznámka: Data jsou očištěna o vliv teplotních výkyvů na spotřebu elektřiny a dále vyhlazena 7denním průměrem. Bližší informace o způsobu očištění dat a jejich interpretaci lze nalézt v ČNB blogu: [První odhad dopadů pandemie COVID-19 na ekonomiku ČR](#), A. Michl, T. Adam.

**Graf II.31**  
**Produkce u největších odvětví v Základním scénáři**

(index; čtvrté čtvrtletí 2019 = 100)



Zdroj: ČNB, ČSÚ

Poznámka: Uvedená produkce je ve stálých cenách.

### ... který se snaží vláda zmírnit sadou podpůrných opatření

Na zhoršující se ekonomický výhled reagovala ČNB snížením měnověpolitické sazby a česká vláda zavedla, podobně jako v jiných zemích, sérii stabilizačních opatření (část II.1, Tab. II.1). Ta mají v případě podniků za cíl v maximální míře zachovat provozní toky hotovosti, úvěruschopnost podniků a snížit či v čase rozložit jejich náklady. Mezi opatření zaměřená na podniky patří zejména moratorium na odklad splátek úvěrů, odpuštění záloh na sociální a zdravotní pojištění, liberační balíčky a úvěrové a garanční programy (COVID I, II a III a COVID plus v souhrnném rozsahu přibližně 850 mld. Kč). Důležitá je rovněž přímá finanční podpora OSVČ (např. program „25“) a program Antivirus pro kompenzaci mzdových nákladů.

### Čisté hotovostní toky mohou být v některých odvětvích přesto výrazně negativní

I přes zavedená opatření mohou být v nejvíce zasažených segmentech ekonomiky provozní toky hotovosti výrazně negativní. Podniky v těchto odvětvích mohou mít potřebu dočerpát dodatečnou likviditu prostřednictvím provozních úvěrů. Dle odhadu vyplývajícího ze zátěžového testu nefinančních podniků se požadavky na dodatečnou likviditu pro rok 2020 v Základním scénáři pohybují až v rozsahu 300 mld. Kč.<sup>34</sup> Při naplnění negativnějšího scénáře by pak mohl být rozsah podstatně vyšší. V takovém případě by bylo možné zvážit pomoc ohroženým podnikům např. formou programu typu „funding for lending“. Prostřednictvím tohoto programu centrální banky v některých zemích nabízí bankám možnost čerpat dlouhodobější likviditu s preferenční úrokovou sazbou podmíněnou cílovými kritérii pro úvěrování a tím zvýšit úvěrovou nabídku pro postižené podniky.

### Dle makroekonomické simulace jsou v Základním scénáři nejvíce zasaženými odvětvími zpracovatelský průmysl, doprava a ubytování a pohostinství...

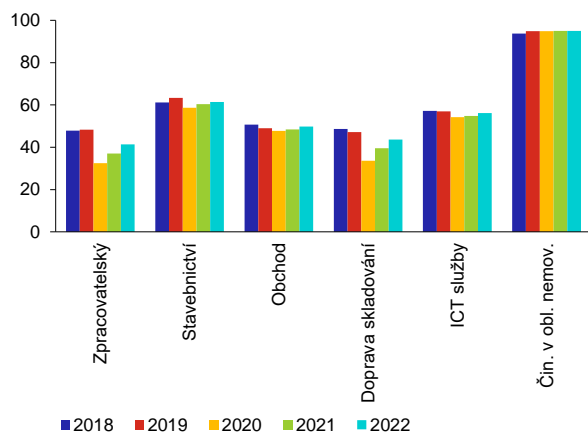
V průběhu druhého čtvrtletí 2020 docházelo v ČR k postupnému uvolňování protipandemických opatření, návrat produkce domácích podniků na předkrizové hodnoty však nebude okamžitý. Základní scénář předpokládá prudký pokles HDP v druhém čtvrtletí 2020 a pozvolné ožívování ekonomické aktivity v druhé polovině roku 2020 (Graf II.23A). Na propadu HDP se podílejí všechny komponenty kromě spotřeby vládních institucí, přičemž nejvyšší propady vykazují vývoz, dovoz a investice (Zpráva o inflaci II/2020). To se dle zátěžového testu nefinančních podniků negativně promítá zejména do odvětví citlivých na tyto složky HDP. Výrazný propad hrubé přidané hodnoty a celkové produkce v Základním scénáři zaznamenává zpracovatelský průmysl, stavebnictví, doprava (Graf II.31) a především odvětví jako ubytování a pohostinství a doprava. Čistá míra zisku se na agregátní úrovni na vrcholu koronavirové krize sníží asi o 5 p. b., přičemž variabilita mezi jednotlivými odvětvími je velmi vysoká (Graf II.32). Od čtvrtého čtvrtletí 2020 by se agregátní míra ziskovosti měla začít postupně navracet k původním hodnotám. V souladu s vývojem v Základním scénáři rovněž poklesne úvěrová dynamika. Ta vlivem výrazného snížení investičních úvěrů klesá až do negativních hodnot i přes vyšší čerpání provozních úvěrů na doplnění likvidity (Graf II.33).

<sup>34</sup> Odhad konkrétních likviditních požadavků podléhá značné nejistotě a průměr těchto odhadů se pohybuje kolem 150 mld. Kč.

Graf II.32

Míra zisku u největších odvětví v *Základním scénáři*

(v %)



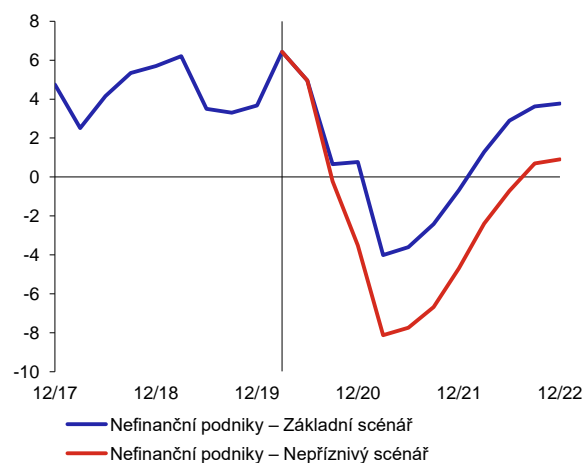
Zdroj: ČNB, ČSÚ

Poznámka: Roky 2019, 2020, 2021 a 2022 jsou odhady. Míra zisku představuje poměr hrubého provozního přebytku a hrubé přidané hodnoty.

Graf II.33

Tempo růstu úvěrů nefinančním podnikům v *Základním a Nepříznivém scénáři*

(v %)



Zdroj: ČNB

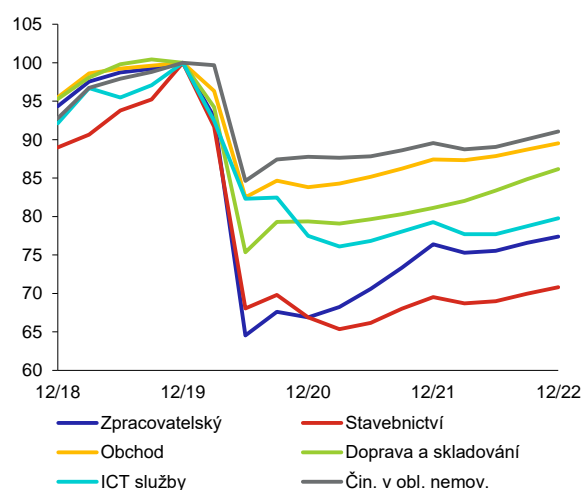
**... v *Nepříznivém scénáři* by byl problém pro většinu ekonomiky rozsáhlejší**

Velmi pozvolné opadnutí první a zejména nástup druhé vlny s opětovným zavedením karanténních opatření předpokládá *Nepříznivý scénář*. Naplněním tohoto scénáře by se prodloužilo období nejistoty, které by se postupně projevilo ve vyšším útlumu zahraničního obchodu a přeshraničního pohybu osob a kapitálu. Nastal by déletrvajícím propadem celkové produkce a snížením čisté míry zisku. Ta by agregátně poklesla o 12 p. b., přičemž by nedošlo na horizontu scénáře k jejímu návratu na předkrizové hodnoty (Graf II.34 a Graf II.35). V jednotlivých odvětvích by se utlumení zahraničního obchodu a cestování nejhůře podepsalo na zpracovatelském průmyslu a odvětví dopravy. Nedostatek investic a propad cen nemovitostí by rovněž tvrdě dopadl na odvětví stavebnictví a činnost v oblasti nemovitostí. Slabé investice by vedly k výraznému propadu úvěrové dynamiky, která by zůstala záporná až do poloviny roku 2022 (Graf II.33).

Graf II.34

Produkce u největších odvětví v *Nepříznivém scénáři*

(index; čtvrté čtvrtletí 2019 = 100)



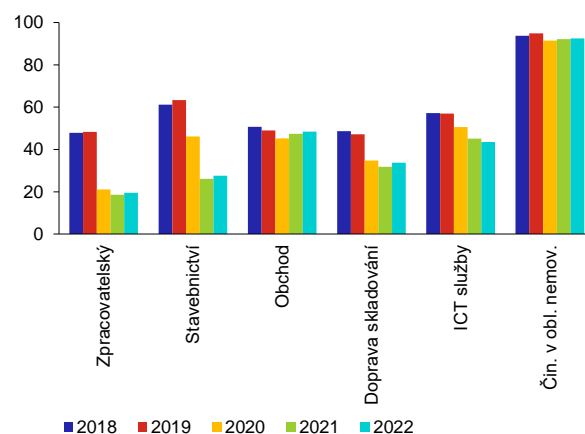
Zdroj: ČNB, ČSÚ

Poznámka: Uvedená produkce je ve stálých cenách.

Graf II.35

Míra zisku u největších odvětví v *Nepříznivém scénáři*

(v %)



Zdroj: ČNB, ČSÚ

Poznámka: Roky 2020, 2021 a 2022 jsou odhady. Míra zisku představuje poměr hrubého provozního přebytku a hrubé přidané hodnoty.



### V případě naplnění *Nepříznivého scénáře* by byly nefinanční podniky vystaveny obdobnému šoku jako v první polovině roku 2020

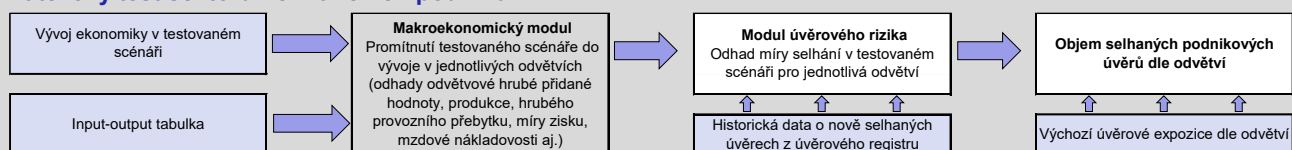
Do potenciální druhé vlny pandemie by podniky vstupovaly ve výrazně horší finanční kondici a s mnohem nižšími finančními rezervami. Pro udržení zaměstnanosti by byla pravděpodobně nutná ještě masivnější podpora ze strany vlády. V opačném případě by v ekonomice mohlo dojít k výraznému nárůstu úvěrového rizika, které by dolehlo na banky a jejich nižší ochotu úvěrovat i životaschopné podniky. Hrozil by tak vznik spirály, kdy vysoká míra selhání nefinančních podniků vede k nižší ochotě bank poskytovat likviditu a její nedostatek vede k dalším selháním. Rizikem pro budoucí vývoj zůstává rovněž vývoj v zahraničí. V případě pomalého globálního ožívání ekonomické aktivity a utlumených investic budou exportně orientované podniky vystaveny dlouhodobé zátěži. To by postihlo zejména odvětví zpracovatelského průmyslu a v rámci něj segment výroby motorových vozidel, který je výrazným čistým exportérem.

## BOX 2 Zátěžové testování v sektoru nefinančních podniků

ČNB vytvořila nový model pro zátěžové testování sektoru nefinančních podniků. Základní makroekonomický modul tohoto modelu byl představen ve *Zprávě o finanční stabilitě 2018/2019*. Modul vychází ze systému národního účetnictví, základních národohospodářských identit a tzv. input-output tabulek. S jeho pomocí je možné simulovat vývoj v jednotlivých odvětvích při naplnění podmínek testovaného scénáře, a to s ohledem na existující dodavatelsko-odběratelské vztahy mezi odvětvími. Tyto vztahy představují klíčový kanál pro přenos šoku mezi odvětvími, přičemž s rostoucí provázaností se zvyšuje síla šoku. Na základě simulace vývoje v jednotlivých odvětvích jsou získány ukazatele výkonnosti a ziskovosti pro každé z nich. Výhodou tohoto přístupu je možnost nastavit rozdílnou míru zátěže v jednotlivých odvětvích (vždy však s ohledem na výchozí scénář). Tím se zvyšuje prostor pro testování různých ekonomických scénářů s totožným finálním dopadem na základní makroekonomické agregáty.

### Schéma 1 (BOX)

#### Zátěžový test sektoru nefinančních podniků



Zdroj: ČNB

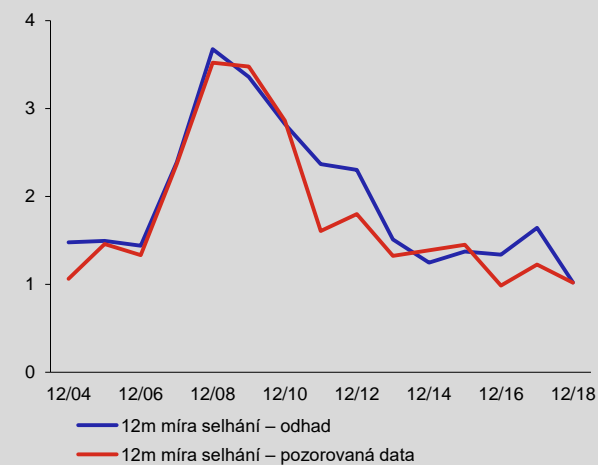
Pro hodnocení dopadů výchozího scénáře na stabilitu finančního, resp. bankovního sektoru je vedle sledování samotného vývoje odvětvových národohospodářských ukazatelů důležité zejména jejich promítnutí do úvěruschopnosti jednotlivých odvětví a následný odhad celkového objemu selhaných bankovních úvěrů nefinančním podnikům. Vztahy mezi úvěrovým rizikem jednotlivých odvětví, výstupy z makroekonomického modulu a dalšími relevantními makroekonomickými proměnnými ilustruje *Schéma 1*.

Ukazatel úvěrového rizika jednotlivých odvětví je v modelu reprezentován 12měsíční mírou jejich selhání. Ta je definována jako podíl nově selhaných úvěrů v jednotlivých odvětvích během následujících 12 měsíců na jejich celkovém objemu výkonných úvěrů.<sup>35</sup> Na základě historicky pozorovaného vývoje velkého množství ukazatelů odvětvové výkonnosti, ziskovosti, nákladovosti a zadluženosti, jejichž budoucí vývoj je zároveň možné modelovat v rámci makroekonomického modulu, případně v jiných modelech ČNB, jsou pro každé odvětví algoritmem vybrány ty ukazatele, s jejichž pomocí lze získat optimální predikce 12měsíční míry selhání (*Graf 1*). Se znalostí míry selhání jednotlivých odvětví, celkové velikosti jejich úvěrů (*Graf 2*) a odhadované dynamiky těchto úvěrů jsou následně odhadnuty celkové ztráty portfolia úvěrů poskytnutých nefinančním podnikům v testovaném scénáři.

35 12měsíční míra defaultu představuje realizaci roční pravděpodobnosti selhání (1Y PD), která vystupuje ve vztahu pro celkovou očekávanou ztrátu bankovního sektoru:  $EL = PD * LGD * EAD$ .

**Graf 1 (BOX)****Skutečná a odhadovaná agregátní 12M míra selhání**

(v %)

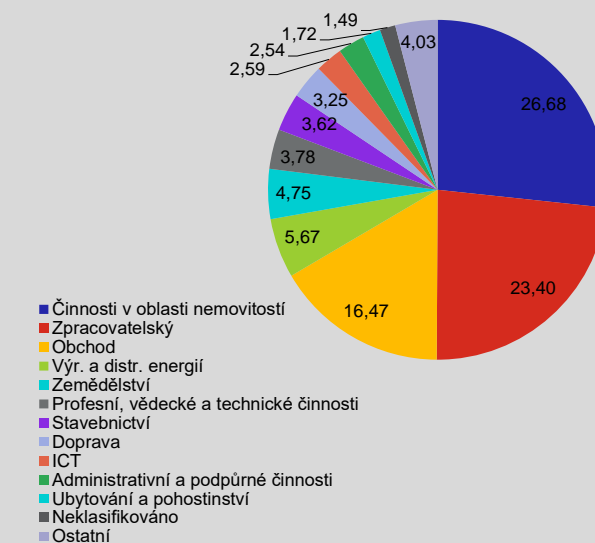


Zdroj: ČNB

Poznámka: Odhad agregátní míry selhání byl sestaven jako vážený průměr odhadů míry selhání dle velikosti expozic jednotlivých odvětví.

**Graf 2 (BOX)****Rozdělení úvěrů po odvětvích v počátečním roce zátěžové simulace**

(v % celkového stavu úvěrů nefinančním podnikům)



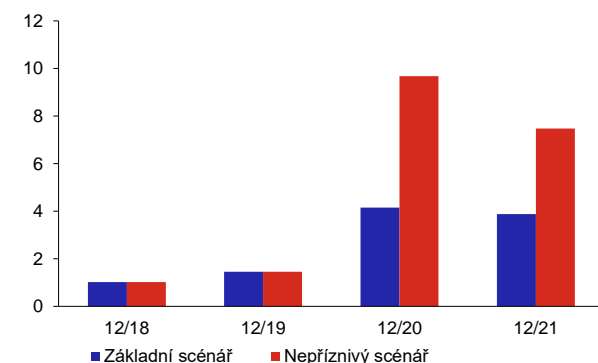
Zdroj: ČNB

**V Základním i Nepříznivém scénáři míra selhání výrazně roste**

Současná koronavirová krize se díky snížené ziskovosti podniků a slabé celkové ekonomické výkonnosti promítne do výrazného zhoršení úvěrové kvality v obou sledovaných scénářích. Podle *Základního scénáře* objem selhávajících úvěrů v roce 2020 poroste a kulminuje v polovině roku 2021. V souladu se zlepšující se ekonomickou situací se míra selhání stabilizuje a postupně se začne snižovat, přesto i na horizontu scénáře zůstává na zvýšených úrovních (*Graf II.36*). Kumulativní objem selhaných úvěrů v *Základním scénáři* zátěžového testu podniků dosahuje přibližně 9,5 % celkového stavu výkonných úvěrů. V případě naplnění *Nepříznivého scénáře* by byl nárůst selhávajících úvěrů ještě silnější. 12měsíční míra selhání by kontinuálně rostla a objem selhaných úvěrů v letech 2021 i 2022 by přesáhl 7 %. Celkový objem selhaných úvěrů by se blížil k 19 % z celkového stavu výkonných úvěrů.

**Graf II.36****Agregátní míra selhání v Základním a Nepříznivém scénáři**

(v %)



Zdroj: ČNB, ČSÚ

Poznámka: Pro rok 2018 jsou uvedena pozorovaná data.

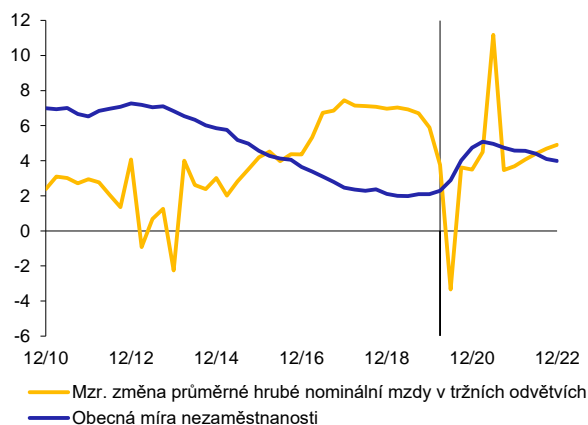
## II.2.3 Domácnosti

**Rok 2019 byl pro domácnosti příznivý...**

V roce 2019 setrvávala míra nezaměstnanosti v ČR na rekordně nízkých hodnotách a krátkodobě poklesla i pod 2% hranici. Nadále pokračoval robustní růst mezd, který ve srovnání s dřívější silnou dynamikou zvolnil jen nepatrně (Graf II.37). Příznivý vývoj na trhu práce z pohledu domácností dále povzbuzoval optimistická očekávání a přispěl k udržení svižného tempa růstu spotřeby (Graf II.38). Ta patřila mezi klíčové faktory ekonomického růstu (část II.1 a [Zpráva o inflaci II/2020](#)).

**Graf II.37****Vývoj ukazatelů trhu práce**

(v %)

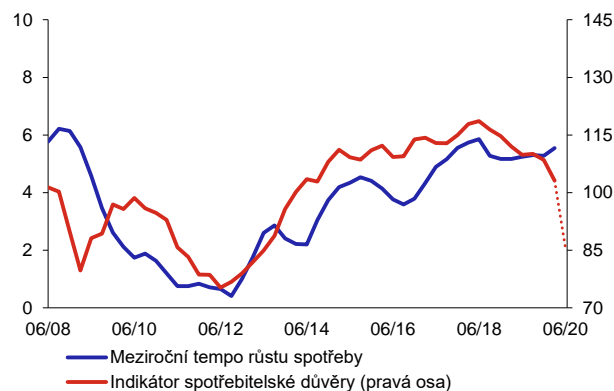


Zdroj: ČNB, ČSÚ

Poznámka: Obecná míra nezaměstnanosti je sezonně očištěna. Svíslá čára odděluje pozorované hodnoty od oficiální makroekonomické prognózy publikované ve [Zprávě o inflaci II/2020](#).

**Graf II.38****Spotřeba a spotřebitelská důvěra domácností**

(v %; pravá osa: bazický index k dlouhodobému průměru: 2003–2019)



Zdroj: ČSÚ

Poznámka: Tempa růstu jsou vyhlazena centrováním průměrem za 3 období. Hodnoty indikátoru spotřebitelské důvěry jsou dány průměrem hodnot jednotlivých měsíců v daném čtvrtletí. Hodnota indikátoru ve druhém čtvrtletí roku 2020 je dána průměrem hodnot za duben a květen (zvýrazněno tečkovanou čarou).

**... s nástupem koronavirové krize přišla změna**

Pandemie a návazná protipandemická opatření platná od března 2020 dopadla i na sektor domácností. Došlo k uzavření celé řady provozoven a k výraznému omezení služeb. To se negativně projevilo zejména u OSVČ. S vyhlášením nouzového stavu se také uzavřely školy, což ztížilo podmínky rodinám s dětmi, u kterých člen domácnosti pečující o dítě nemohl nadále docházet do zaměstnání.

**Pokles příjmů domácností se snažila kompenzovat vláda**

V reakci na výpadek příjmů domácností zavedla česká vláda řadu stabilizačních a podpůrných opatření (část II.1, Tab. II.1). Mezi ně patří program na udržení zaměstnanosti (Antivirus), výplata zvýšeného ošetřovného po dobu uzavření škol či odklad platby nájemného pro domácnosti ve finanční tísní. Výpadek příjmů u domácností se samostatně výdělečně činnou osobou se vláda snažila kompenzovat prostřednictvím přímé podpory ve výši 500 Kč na den. Uvedená podpora mohla být navíc kombinována s ošetřovným, které bylo u OSVČ stanoveno na 424 Kč na den a od dubna se zvýšilo na 500 Kč na den. Další pomoc pro OSVČ nabídl stát i prostřednictvím půlročního odpuštění minimální povinné platby na důchodové a zdravotní pojištění. Vládní podporu pro OSVČ představuje i program COVID II a III, skrze který mohou získat úvěry se zárukou ČMZRB a s finančním příspěvkem na úhradu úroků až do 1 mil. Kč. Usnadnit tíživou situaci by měl i možný odklad nájemného u provozoven za období od vyhlášení nouzového stavu až do konce června a dotační program COVID – nájemné.

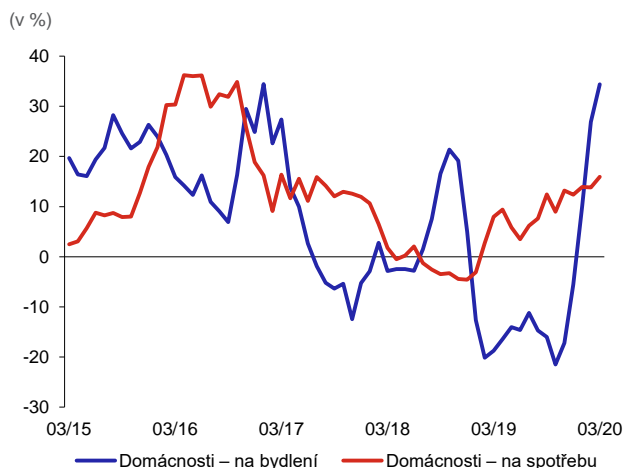
**Oslabená poptávka domácností bude podle prognózy ČNB přetrvávat až do konce roku 2020**

Přes všechna přijatá opatření spotřebitelská nálada prudce poklesla (Graf II.38). Úřady práce začaly v dubnu 2020 registrovat zvýšený počet uchazečů o zaměstnání (Graf II.20 CB), což se projevilo v mírném zvýšení míry nezaměstnanosti. Uzavření provozoven, částečný výpadek příjmů a změna struktury spotřeby domácností vedla k výraznému poklesu agregátní spotřeby, jejíž oživení se podle prognózy ČNB očekává až v následujícím roce ([Zpráva o inflaci II/2020](#)). Oslabená poptávka bude přispívat k postupnému propouštění ze strany podniků a dalšímu navyšování míry nezaměstnanosti. Ta by měla podle květnové makroekonomické prognózy ČNB dosáhnout nejvyšších hodnot na počátku následujícího roku (část II.1.3, Graf II.23D). Nejohroženější skupinou budou nízkopříjmové domácnosti, které se v případě existujícího zadlužení či vysokých nájmu mohou po ukončení podpůrných opatření ocitnout ve vážných finančních potížích. Důležitým faktorem pro opětovné oživení ekonomiky bude podpora agregátní poptávky, která bude stimulovat zaměstnanost.

### Vlivem koronavirové krize se očekává pokles úvěrové dynamiky

Úvěrová aktivita u úvěrů na bydlení v roce 2019 zpomalila, což po několikaletém růstu přispělo k ustálení míry zadluženosti českých domácností těsně pod hranicí 60 % hrubého disponibilního důchodu (Graf II.21 CB). Na počátku roku 2020 se však zájem o hypoteční úvěry zvýšil a v porovnání s předchozím rokem byl zaznamenán nárůst objemu nových úvěrů na bydlení o více než 30 % (Graf II.39). Současně pokračoval i rostoucí zájem o spotřebitelské úvěry. Po nástupu koronavirové krize se však očekává zpomalení úvěrové aktivity. Podle *Základního scénáře* poklesne tempo růstu nových úvěrů na bydlení o 5 p. b. a u úvěrů na spotřebu o 9 p. b. (Graf II.40). Mnohem výraznější pokles by nastal v případě naplnění *Nepříznivého scénáře*.

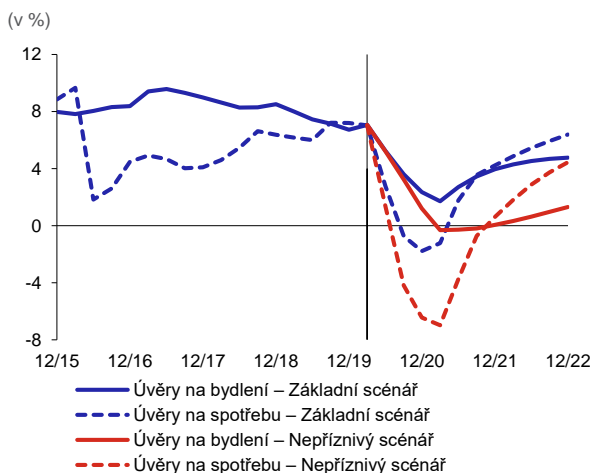
**Graf II.39**  
Meziroční tempa růstu nových korunových úvěrů domácnostem



Zdroj: ČNB

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

**Graf II.40**  
Meziroční tempa růstu bankovních úvěrů domácnostem



Zdroj: ČNB

### Do finančních problémů se mohou dostat především zadlužené domácnosti...

Vzhledem k vysoké míře nejistoty ohledně budoucího ekonomického vývoje (část II.1 a [Zpráva o inflaci II/2020](#)) by v části domácností mohla koronavirová krize způsobit výraznější potíže se splácením úvěrů. Ohroženější jsou zejména OSVČ, u nichž v porovnání s fyzickými osobami v zaměstnaneckém poměru převládá vyšší podíl hypotečních úvěrů s LSTI nad 40 %.<sup>36</sup> Potíže se splácením závazků krátkodobě řeší vyhlášené moratorium na splátky úvěrů v délce až šesti měsíců (Tab. II.1). Z informací z bankovního sektoru vyplývá, že celkový počet schválených žádostí o odklad splátek je u spotřebitelských úvěrů více než dvojnásobný v porovnání s hypotečními úvěry (204 tis. ku 83 tis. žádostí). Z pohledu objemu je rozdíl mezi žádostmi u spotřebitelských a hypotečních úvěrů mírně nižší. Celkový objem úvěrů se schváleným odkladem splátek představuje u spotřebitelských úvěrů 23 % objemu úvěrů (necelých 54 mld. Kč) a u hypotečních úvěrů 13 % objemu úvěrů (160 mld. Kč).<sup>37</sup>

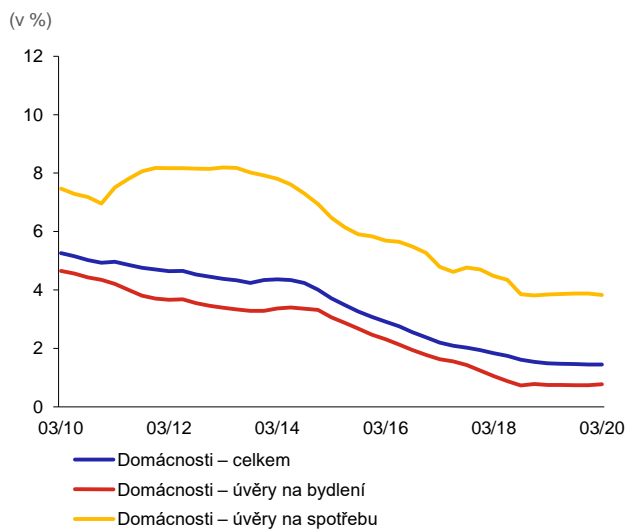
### ... problémy se splácením úvěrů se mohou naplno projevit po skončení moratoria

U domácností, které se dostanou do dlouhodobých platebních potíží, představuje odklad splátek jen dočasné řešení a po dlouhém období postupného snižování míry selhání u úvěrů domácností (Graf 41) se na přelomu roku 2020 očekává její nárůst, a to jak u úvěrů na spotřebu, tak u úvěrů na bydlení. Nejvyšších hodnot by měla míra selhání dosáhnout v polovině roku 2021. V *Základním scénáři* se zvýší míra selhání na 2% úroveň a u úvěru na spotřebu na 5% úroveň (Graf 42). V případě naplnění *Nepříznivého scénáře* by se míra selhání ve stejném období zvýšila skokově, což by silně zasáhlo především nízkopříjmové dlužníky a dlužníky s vysokou dluhovou službou (část IV.3).

<sup>36</sup> Zjištění podle dostupných dat ze šetření o nově poskytnutých úvěrech zajištěných rezidenční nemovitostí prováděného ČNB za období od roku 2016 do konce roku 2019.

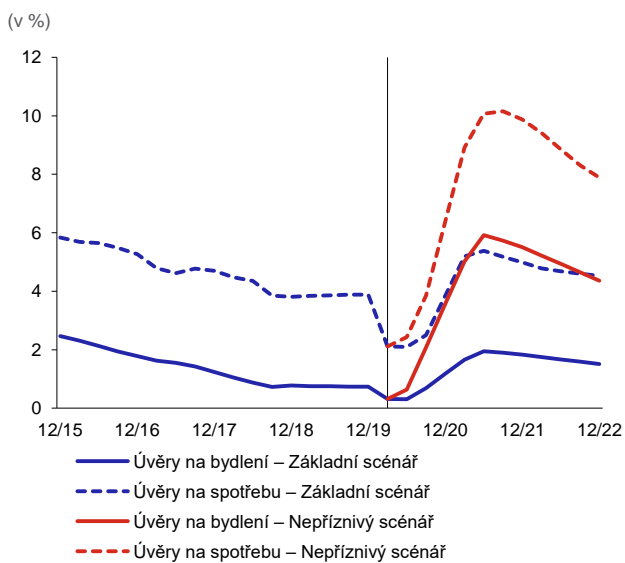
<sup>37</sup> Jednotlivé hodnoty odpovídají počtu a objemu úvěrů se schválenou žádostí o odklad splátek podle zákonného Moratoria a podle ostatních odkladů poskytnutých bankami v souvislosti s pandemií COVID-19. Data jsou platná k 12. 6. 2020, viz <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/souhrne-informace-fin-trhy/statistika-odkladu-splatek-a-uveru-v-programech-covid/>.

**Graf II.41**  
**12M míra selhání u úvěrů domácností**



Zdroj: BRKI, ČNB

**Graf II.42**  
**Vývoj 12M míry selhání u úvěrů domácností podle scénářů**



Zdroj: BRKI, ČNB