

**Česká národní banka  
Samostatný odbor ekonomického výzkumu**

**V Praze dne 1. listopadu 2016  
Č. j.: 2016/124271/CNB/140  
(OMEZENÝ PŘÍSTUP po dobu 6 let)  
Celkový počet stran: 9 z toho  
Vlastní materiál: 9**

**Materiál k informaci bankovní rady České národní banky**

**STANOVISKO K 7. SITUAČNÍ ZPRÁVĚ**

**Vypracoval: Michal Hlaváček**



## STANOVISKO K 7. SZ 2016

**1. Doporučení**

Sedmá situační zpráva přichází v okamžiku blížícího se třetího výročí zavedení kurzového závazku, který v minulosti přispěl mj. k růstu HDP, zlepšení na trhu práce a obnově úvěrové dynamiky, na druhou stranu však zatím nedokázal přetlačit dopady pozitivního nabídkového šoku z nižších cen komodit do inflace, která se setrvale pohybuje poměrně hluboko pod svým cílem. Posun prognózy obsažené v sedmé situační zprávě je oproti předchozí prognóze poměrně nevýznamný, když se její vyznění v zásadě nemění. Ve srovnání s minulou prognózou se její předpoklady v zásadě naplnily, když byla oproti minulé prognóze vykázána mírně vyšší inflace, jejíž predikce se ale naopak mírně snižuje, vyšší růst HDP, u kterého pozitivně překvapil růst čistého vývozu, domácí poptávka byla naopak oproti předpokladům prognózy slabší, a nižší růst mezd.

V kontrastu k relativně poklidnému obrázku, který vyplývá z prognózy, vnímám určitá její rizika související s oblastmi, které v prognóze obsaženy nejsou, a která souvisejí s nekonvenční měnovou politikou prováděnou jak ECB, tak ČNB. V prognóze například není obsažen vliv nárůstu bilance ČNB na domácí úvěrové podmínky a zprostředkovaně na růst úvěrů, Box 3 na str. 47-48 přitom ukazuje, že podíl aktiv ČNB k HDP významným způsobem narostl a že je výrazně vyšší, než je podobný podíl pro ECB. V této souvislosti vnímám jako určitou nekonzistenci, že ačkoli prognóza pracuje pro zahraničí se stínovými úrokovými sazbami<sup>2</sup>, pro vyhodnocení domácích reálných měnových podmínek se používá „běžná“ mezibankovní úroková sazba, která je již dlouhou dobu ovlivněna nulovou spodní hranicí měnověpolitických sazeb a jejíž vývoj je tak v zásadě nezajímavý. Toto vede jednak k tomu, že index domácích měnových podmínek neodráží rozsah intervencí ČNB na trhu (vzhledem k zakotvení kurzu blízko kurzového závazku a úrokových sazeb na spodní hranici by index měnových podmínek vypadal stejně v situaci, kdy by ČNB intervence neprováděla), jednak podle mě významně ovlivňuje úrokový diferenciál, který se po opuštění kurzového závazku projevuje v modelu v apreciaci kurzu koruny. Tomu napomáhá i podle mého názoru nerealistický růst úrokových sazeb po opuštění závazku.

Určitému „odtržení“ prognózy od dopadů nekonvenčních nástrojů měnové politiky v ČR napomáhá také její poměrně úzké vnímání měnových podmínek, které ve své úrokové složce obsahují pouze mezibankovní sazbu 3M PRIBOR a neuvažují jejich uvolňování prostřednictvím úrokových sazeb z úvěrů, které v poslední době poměrně výrazně klesají (v tomto stanovisku se v části 4 podrobněji věnuji sazbám spotřebitelských úvěrů). Možnost dalšího poklesu úrokových sazeb z úvěrů a tedy i možnost dalšího uvolnění šířeji vnímaných měnových podmínek lze ilustrovat i výrazným poklesem výnosů krátkodobých státních dluhopisů ČR, které jsou v současnosti jedny z nejnižších na světě.

S uvolněností měnových podmínek nicméně není příliš v souladu zpomalení růstu HDP. Toto zpomalení je v situační zprávě vysvětlováno především zpomalením investic, kde se projevuje

---

<sup>1</sup> Chtěl bych poděkovat J. Brůhovi za diskuzi a pomoc s analýzou dopadů růstu cen nemovitostí do spotřebního chování domácností (část 3 tohoto stanoviska), Hance Hejlové za pomoc při analýze nadhodnocení cen nemovitostí (část 2 stanoviska), Michalovi Frantovi a Tomáši Havránkovi za diskuzi ohledně stínových a rovnovážných sazeb ČNB.

<sup>2</sup> Odhad stínových úrokových sazeb ECB použitý v prognóze je nicméně relativně konzervativní- zatímco v prognóze se předpokládají pro 3. čtvrtletí 2016 stínové sazby ECB ve výši -1,5 %, nejcitovanější odhad dle Wu and Xia (2016) předpokládá pro stejné období sazby ve výši -4,9 %. Tento rozdíl je zřejmě dán odlišnou metodologií výpočtu stínových sazeb.

vliv nerovnoměrného čerpání spolufinancování z evropských fondů. Situační zpráva přitom v rámci pěkného boxu 2 (str. 33 až 34) přináší poměrně přesvědčivou argumentaci, že se tento efekt poněkud překvapivě projevil i na soukromých investicích. Ke zpomalení domácí poptávky přispělo také zvolnění růstu spotřeby domácností, která roste překvapivě pomaleji, než disponibilní důchod, a to i v situaci, kdy se indikátory spotřebitelské důvěry pohybují blízko svých historických maxim. Vysvětlení situační zprávy, že se jednalo „převážně o důsledek výjimečně silných kalendářních vlivů“ (str. 32) doplňuji v tomto stanovisku o diskuzi dopadů růstu cen nemovitostí do průměrného sklonu ke spotřebě (část 3 stanoviska), kde mj. argumentuji negativním vlivem úvěrově financovaného růstu cen nemovitostí na sklon ke spotřebě (domácnosti s úvěrem se snaží úvěr co nejdříve splatit) a možným efektem „frontloadingu“ úvěrů před platností přísnějších makroobezřetnostních regulací na úvěry na bydlení.

Celkově vnímám kombinaci obecného protiinflačního rizika souvisejícího s dlouhodobějším celosvětovým nízkoinflačním prostředím a proinflačního rizika vyplývající ze silnějšího uvolnění měnových podmínek než předpokládá prognóza, které by se mohlo propagovat například prostřednictvím vlivu na dynamiku úvěrů, růst nemovitostí a zprostředkovaně do růstu spotřeby domácností. Tato rizika však nejsou dostatečně silná, aby na ně nebylo možné reagovat jinými nástroji (např. makroobezřetnostní politika) a aby ospravedlňovala změnu v nastavení měnové politiky ani v její komunikaci. **Doporučuji tedy ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni a nadále používat kurzový závazek jako nástroj uvolňování měnových podmínek a udržovat jeho hladinu poblíž úrovně 27 CZK/EUR nejméně do druhého čtvrtletí roku 2017.**

## 2. Vyhodnocení rovnovážnosti cen nemovitostí<sup>3</sup>

Jak již bylo uvedeno výše, uvolňování úrokové složky měnových podmínek se projevuje mj. v růstu úvěrů na bydlení a růstu cen nemovitostí, které se pro některé typy cen a některé regiony (nabídkové ceny bytů ČSÚ v Praze) dokonce dostaly již nad své doposud rekordní úrovně zpřed propuknutí finanční krize v roce 2008. Cenám nemovitostí se v situační zprávě věnuje relativně krátká kapitola III.5.7 (str. 49-50), která ilustruje jejich poměrně významný nárůst v posledním období, a nezveřejňovaný graf III.1.1 (str. 28) ohledně experimentálních výpočtů inflace zahrnující ceny nemovitostí. Tento graf nicméně používá House Price Index (HPI) ČSÚ, jehož dynamika je v porovnání s ostatními zdroji dat o cenách nemovitostí poměrně konzervativní.<sup>4</sup> Vyhodnocování cen nemovitostí je rovněž pravidelně prováděno v rámci Zpráv o finanční stabilitě (červen) a jejich aktualizace (prosinec). Vzhledem k poměrně vysokému počtu existujících indexů cen nemovitostí, které často dávají rozporuplné signály, a vzhledem k heterogenitě trhu nemovitostí napříč regiony (především vývoj v Praze oproti zbytku ČR, kde Praha hraje roli „cenového vůdce“), jsem níže provedl propočet nadhodnocení cen pro různé kombinace regionů (ČR, Praha a ČR bez Prahy), typů cen (realizované ceny z daňových přiznání a z výběrových šetření, nabídkové ceny dle ČSÚ a dle Institutu regionálních informací) a způsobů výpočtu nadhodnocení (jednoduchý model poptávky a nabídky, VECM model, statistické přístupy založené na interpretaci indikátorů price-to-rent a price-to-income). S provedenými odhady je spojena samozřejmě poměrně řada

<sup>3</sup> Metodologie pro výpočet různých alternativ použitá v tomto článku viz Hejlová, Hlaváček (2015), nebo též Hejlová, Hlaváček (2016).

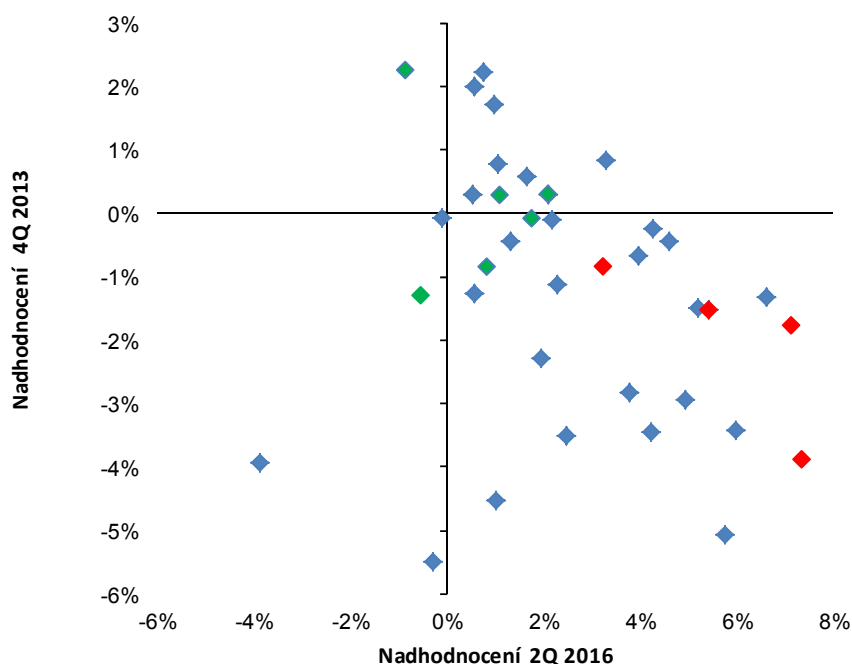
<sup>4</sup> Toto je dáno především tím, že tento index kombinuje jednak poměrně volatilní ceny bytů s více stabilními cenami rodinných domů. V analýzách ČNB je z různých důvodů přitom většinou analyzován růst cen bytů.

## OMEZENÝ PŘÍSTUP

nejistot<sup>5</sup>, na druhou stranu poměrně dobře ilustrují, jak se zde projevují uvolněné měnové podmínky a mohou ilustrovat míru nejistoty kolem oficiálně publikovaných odhadů nadhodnocení v rámci Zpráv o finanční stabilitě.

Z grafu níže je zřejmé, že zatímco bezprostředně po zavedení kurzového závazku byly ceny nemovitostí dle většiny odhadů většinou podhodnocené, v současnosti většina odhadů implikuje spíše jejich nadhodnocení až o 8%.<sup>6</sup> Uvolnění měnových podmínek prostřednictvím kurzového závazku tak nadhodnocení cen zřejmě přispělo významným způsobem (působení měnové politiky na ceny nemovitostí prostřednictvím jejího vlivu na růst HDP, mezd a ostatních veličin by přitom mělo být již z odhadů nadhodnocení cen odfiltrováno). Z grafu je také zřejmé, že v porovnání s oficiálními odhady nadhodnocení používanými ve Zprávách o finanční stabilitě, které používají data o realizovaných cenách pro ČR jako celek (červené body v grafu), jsou sice odhady nadhodnocení založené na nabídkových cenách v některých případech o něco vyšší, resp. je v nich výraznější obrat od podhodnocení cen ke konci roku 2013 a jejich současného nadhodnocení, celkově však alternativní odhady naznačují správnost oficiálně používaného přístupu. Zároveň je zřejmé, že celkový rozsah nadhodnocení je nadále poměrně výrazně pod úrovněmi z konce roku 2008, přičemž je na něj možné reagovat nástroji makrobezpečnostní politiky. Rekce měnové politiky na ceny nemovitostí tak podle mého názoru v tuto chvíli není nutná a připadala by v úvahu pouze pokud by selhaly nástroje politiky makrobezpečnostní.

**Nadhodnocení cen nemovitostí podle různých metod, regionů a typů cen (2Q 2016)**



<sup>5</sup> Vedle tradičního problému s krátkými časovými řadami, u kterých je navíc nutně předpokládat strukturální zlomy vyplývajícími z institucionálních změn (např. deregulace nájemného) a efekt konvergence, jsou různé typy cen v odhadech dostupné v různé periodicitě, u některých veličin nebyly dostupné vysvětlující proměnné v členění podle regionů apod. Zároveň se odlišuje kvalita jednotlivých typů indexů cen nemovitostí, kdy bývá obvykle kvalita indexů nabídkových cen o něco nižší, než u cen realizačních.

<sup>6</sup> U některých bodů v grafu (označené zeleně) se odhad jejich nadhodnocení vztahuje ke konci roku 2015, neboť novější data nejsou dostupná (realizované ceny nemovitostí z daňových přiznání). Pro tyto body je tak současná míra nadhodnocení nižší. Zároveň graf nezahrnuje informaci o vývoji nabídkových cen v 3Q 2016, které rovněž rostly.

### 3. Dopady cen nemovitostí do spotřeby domácností<sup>7</sup>

Výše uvedené úvahy o možném nadhodnocení cen nemovitostí, kdy je poměrně rychlý růst cen nemovitostí kombinovaný s růstem úvěrů na bydlení a uvolňováním úrokové složky úvěrových podmínek, otevírá vedle úvah o vhodnosti aplikace makrobezpečnostních nástrojů také otázky ohledně toho, zda se toto nadhodnocení nemůže projevit ve spotřebě domácností a zprostředkovaně v inflačních tlacích. V zahraniční literatuře bývá v této souvislosti diskutován především úvěrový mechanismus popsáný například v práci Iacoviello and Neri (2010), kdy růst cen nemovitostí coby kolaterálu umožňuje domácnostem zvýšit jejich úvěrovou angažovanost a projevuje se tak v nárůstu jejich spotřeby a poklesu míry úspor. Obdobně působí i „standardní důchodový efekt“, kdy nárůst cen nemovitostí navýší hodnotu majetku domácností a zvýší tak jejich mezní sklon ke spotřebě. V naší studii Brůha, Hlaváček, Komárek (2013) jsme na základě dat z databáze rodinných účtů pro poslední epizodu cenového nárůstu z roku 2008 s použitím metody Propensity Score Matching prokázali, že se pro případ ČR tento mechanismus nefungoval, když byla spotřeba u domácností vlastnicích nemovitosti nižší než u domácností bydlících v nájmu a zároveň domácnosti vlastníci nemovitost vykazovaly vyšší čisté úspory než domácnosti bydlící v nájmu. Otázkou ale je, zda charakter stávajícího oživení cen nemovitostí, který je daleko více provázán s růstem úvěrů, nemůže tento závěr nahlodat.

Dalším typem úvěrového mechanismu, který v literatuře není tak často diskutován, je mechanismus, kdy vlastnictví nemovitosti financované dluhově naopak vede k poklesu sklonu ke spotřebě, když se domácnosti snaží úvěr co nejdříve splatit. Nárůst cen nemovitostí v tomto případě může na agregátu vést k vyšší zadluženosti domácností a k vyššímu negativnímu vlivu na jejich sklon ke spotřebě. Alternativním typem úvěrového efektu s podobným vlivem na sklon ke spotřebě úspor může být také vliv na domácnosti žijící v pronájmu, které dluhově financovaný nákup vlastní nemovitosti plánují. Při daném omezení LTV pro tyto domácnosti znamená růst cen nemovitostí vyšší požadavek na vlastní zdroje při sjednávání hypotéky a může tak vést opět k nárůstu míry úspor. Tento efekt přitom může posilovat i „frontloading“ předpokládaných makrobezpečnostních i jiných opatření (LTV, zákon o spotřebitelském úvěru...), kdy se dotčené domácnosti budou snažit dosáhnout na úvěr ještě za „měkčích“ podmínek.

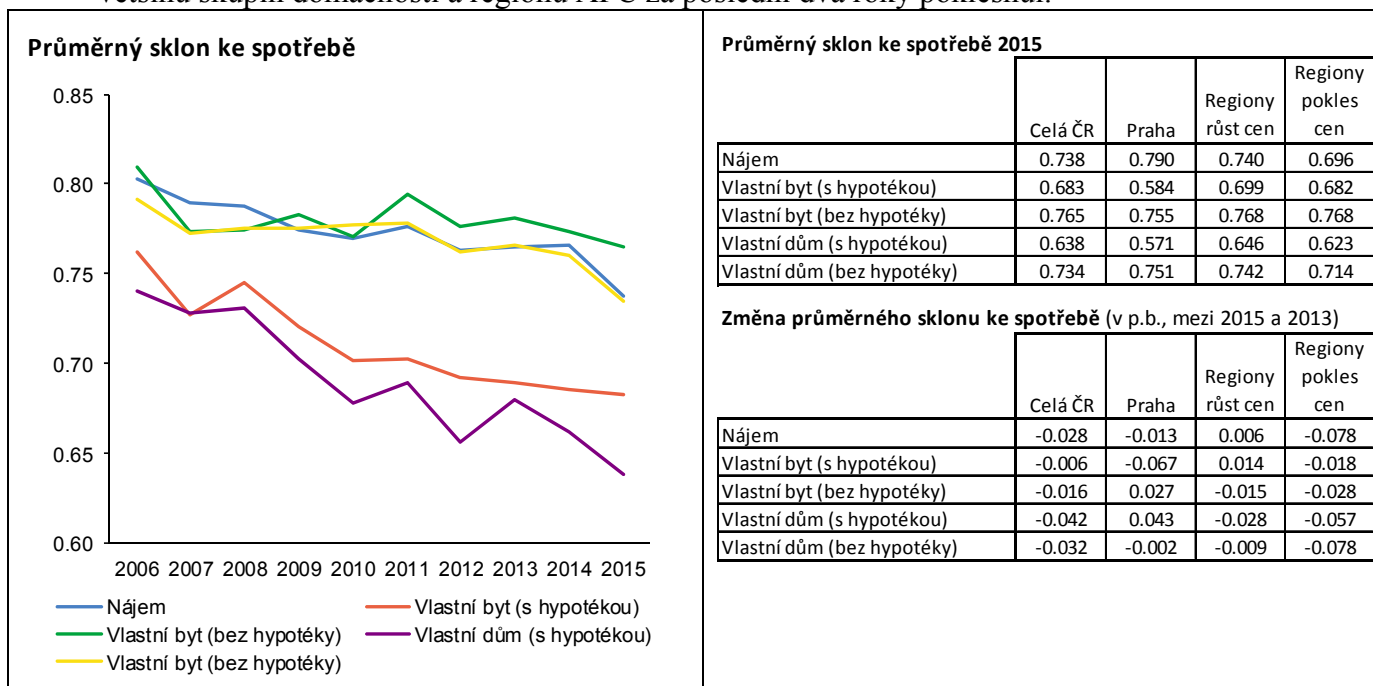
Níže uvádím propočty průměrného sklonu ke spotřebě (APC) z nejnověji dostupných dat rodinných účtů (tedy roku 2015), které jsme propojili s daty za ceny bytů a rodinných domů v regionech ČR. Propočet APC je proveden pro různé skupiny domácností podle typu jejich vlastnictví nemovitosti- tedy zda se jedná o nájemní bydlení, nebo zda domácnost bydlí ve vlastním bytě/ domě, zároveň jsme odlišili domácnosti bez a s hypotečním úvěrem.<sup>8</sup> Z grafu je zřejmý pokles APC napříč všemi kategoriemi, zároveň je APC poměrně výrazně nižší pro domácnosti financující nákup nemovitosti hypotečním úvěrem. Potvrzuje se tak spíše hypotéza negativního úvěrového efektu pro domácnosti s hypotékou. Propočty jsme přitom provedli i pro jednotlivé regiony (Praha, regiony s nadprůměrným růstem cen, regiony s poklesem cen), pro které platí obdobné závěry jako pro celou ČR. Základní odlišnosti jsou patrné v tabulkách vpravo, ze kterých je patrný například významně vyšší sklon ke spotřebě u domácností v Praze žijících v nájmu, který je ale převážen silnějším negativním úvěrovým

<sup>7</sup> Tato část reflektuje předběžné výsledky výzkumného projektu D1/15 „Determinants of Private Consumption and Household Balance Sheets: An Empirical Investigation“ (Luboš Komárek, Jan Brůha, Michal Hlaváček).

<sup>8</sup> Propočty jsme prováděli také pro skupinu domácností v nájmu, u kterých se dá předpokládat jejich „touha“ po vlastním bydlení, kterou jsme poněkud arbitrárně definovali podle jejich socioekonomických charakteristik. Výsledky pro tuto skupinu však nebyly významněji odlišné od celé skupiny domácností v nájemním bydlení.

## OMEZENÝ PŘÍSTUP

efektem u domácností s hypotečním úvěrem, který je (zřejmě v reakci na vyšší úroveň cen v Praze) oproti ČR jako celku významněji silnější. Rozdělení APC napříč typy domácností bylo pro regiony s růstem cen a s jejich poklesem v zásadě obdobné, u regionů s růstem cen lze vysledovat mírně vyšší APC oproti regionům s poklesem cen, tento fakt ale bude zřejmě spíše odrazem lepší obecné ekonomické situace v těchto regionech. Hypotézu o negativním úvěrovém efektu růstu cen nemovitostí v zásadě potvrzuje i spodní tabulka, dle které pro většinu skupin domácností a regionů APC za poslední dva roky poklesnul.



Celkově lze konstatovat, že standardní úvěrový mechanismus v ČR nefunguje, a že spíše převažuje negativní úvěrový efekt z růstu cen nemovitostí. Vedle tohoto efektu se zde může projevat také „efekt kompozice“ kdy by i při stabilním APC v jednotlivých kategoriích celkový APC klesal při zvýšení podílu domácností s hypotečním úvěrem (což se v současnosti děje). Výše provedená analýza podle mě přitom zároveň přináší určité alternativní vysvětlení, proč růst soukromé spotřeby „znatelně zvolnil“ a proč poněkud zaostává za růstem disponibilního důchodu. Výše uvedené nadhodnocení cen nemovitostí tak přitom nemusí mít z hlediska dopadů do hospodářského cyklu výrazné negativní dopady, když v rámci sektoru domácností fungují spíše mechanismy, které tlumí sekundární efekty růstu cen nemovitostí do hospodářského cyklu. Výsledky naší analýzy tak opět ukazují, že reakce měnové politiky na růst cen nemovitostí není zatím nutná.

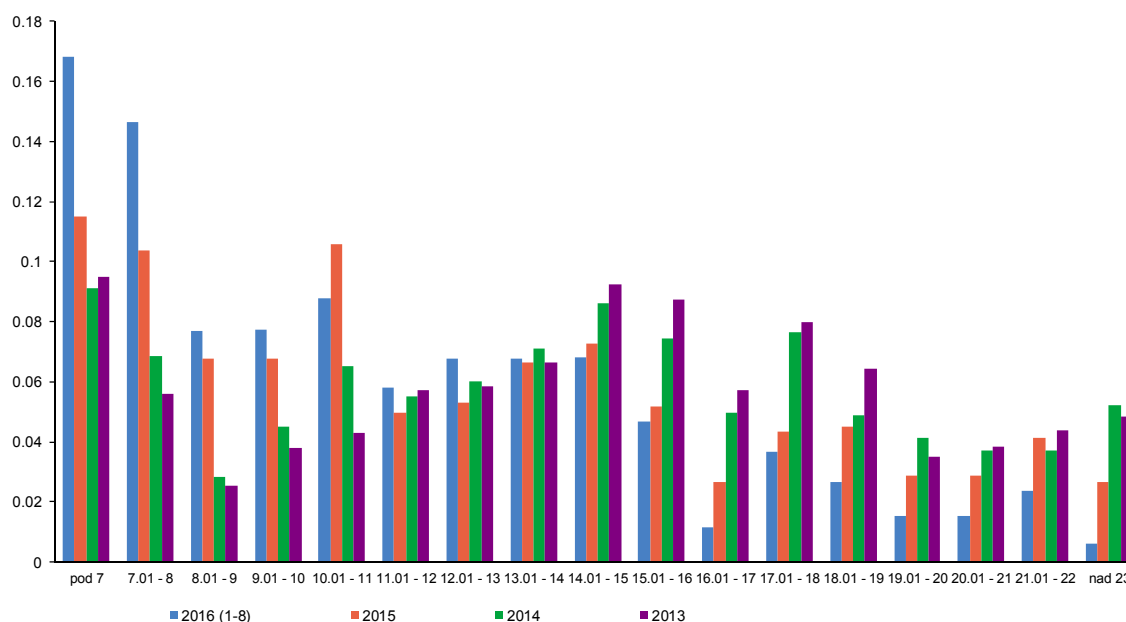
#### 4. Uvolňování úrokových podmínek u spotřebitelských úvěrů

Vedle výše diskutovaného vlivu uvolněných měnových podmínek na dynamiku úvěrů na bydlení a na vývoj cen nemovitostí se v poslední době začíná projevovat rovněž poměrně silný vliv na spotřebitelské úvěry. Úrokové sazby těchto úvěrů se meziročně snížily o 2 p.b., od zavedení kurzového závazku pak o 3,8 p.b. (viz graf III.5.12 na str. 45), meziroční růst stavu těchto úvěrů je kolem 6 %, u nových spotřebitelských úvěrů pak výrazných 31 %. Tento vývoj není příliš v souladu s výše diskutovaným zpomalením růstu spotřeby domácností, zároveň však znamená proinflační riziko do budoucna.

Zkoumání vývoje úrokových sazeb spotřebitelských úvěrů je obecně komplikováno tím, že distribuce těchto úvěrů má vícevrcholový charakter, takže vypočtená průměrná úroková sazba

není zcela ilustrativní a její změny mohou být dány buď posunem celé distribuce, nebo změnou relativních vah jejích vrcholů. Z tohoto důvodu níže ilustruji strukturu nových spotřebitelských úvěrů podle úrokových sazeb. Z obrázku je zřejmý přesun relativní váhy dvou vrcholů distribuce spotřebitelských úvěrů- zatímco v roce 2013 distribuci dominoval vrchol s úrokovými sazbami mezi 14-16 %, v reakci na uvolnění měnových podmínek se jednak tento vrchol distribuce posouval mírně doleva, jednak se ale snižovala jeho relativní váha vzhledem k druhému vrcholu distribuce s poměrně nízkými úrokovými sazbami, který v současnosti dominuje. Tyto posuny v rámci distribuce spotřebitelských úvěrů naznačují, že se v poslední době poměrně výrazným způsobem změnil charakter tohoto segmentu úvěrového trhu, což může ovlivnit i transmissi měnové politiky do spotřeby domácností.

Distribuce spotřebitelských úvěrů podle úrokových sazeb



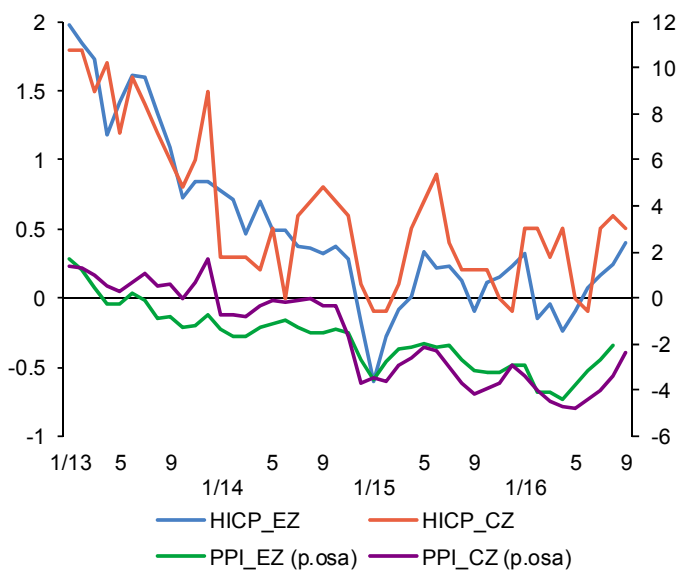
## 5. Další poznámky k SZ

- Situační zpráva obsahuje naši komunikační mantru, že by návrat do standardního režimu měnové politiky „neměl vést ke skokovému posílení kurzu na mírně nadhodnocenou úroveň před zahájením intervencí ČNB mimo jiné proto, že v mezidobí dochází k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin“ (str. 3, obdobně na str. 11). Otázkou je, zda je tento předpoklad pravdivý, když růst spotřebitelské inflace je v ČR pouze marginálně vyšší než v eurozóně a pokles cen výrobců byl v ČR oproti Eurozóně dokonce v posledních dvou letech hlubší (viz graf níže, který pouze kombinuje informace dostupné v SZ na různých místech; dle propočtu rozdíl cenové hladin CPI od listopadu 2013 v ČR a v eurozóně pak 0,7 %, u PPI byl dokonce záporný -1,7 %). Dávám ke zvážení, zda by nebylo vhodnější tento kanál uvádět v budoucím čase (tedy „v mezidobí dojde...“). Zároveň by možná stálo za komentář, proč je pokles zahraničního PPI mělčí oproti domácímu, když disinflační šok přichází ze zahraničí (vyšší podíl energetických komodit v domácím PPI?).



**Srovnání domácího a zahraničního cenového růstu**

(meziroční růst v %)



- Pozitivně kvituji diskuzi ohledně odhadu reálné úrokové míry, resp. to, že se zde objevuje reakce na časté připomínky<sup>9</sup> ohledně nejistot ohledně tohoto pro model klíčového parametru. Domnívám se ale, že množství nejistot spojených s tímto odhadem a poměrně výrazné dopady do měnověpolitických doporučení, vyžadují před publikací tohoto odhadu navenek významnější diskuzi uvnitř ČNB. Osobně se domnívám, že hlavní výsledek boxu, dle kterého „odhad naznačuje, že aktuální nastavení jádrového predikčního modelu g3 odpovídá stávající situaci“ (str. 10) je hodně poplatný učiněným předpokladům, především ohledně kalibrace domácí reálné úrokové sazby na 1 %. Jde zde podle mě trochu o argumentaci „v kruhu“, kdy je filtrací založené na kalibraci rovnovážných parametrů modelu G3 dokazována správnost těchto předpokladů. Domnívám se, že by diskuze měla být vedena spíše tím způsobem, že by měly být nejprve odhadnuty rovnovážné sazby s pomocí alternativních metod, následně by pak měla být provedena citlivostní analýza toho, jak tyto alternativní odhady ovlivní výstupy G3, resp. zda by si G3 nezasloužil rekalibraci dlouhodobých nerovnováh. Rovněž si nejsem jistý, zda by v odhadu měly být použity úrokové sazby 3M PRIBOR, které jsou omezeny nulovou spodní mezí, a které nereflktují efekty uvolňování měnové politiky prostřednictvím nestandardních nástrojů a intervencí, a zda by tedy neměly být použity spíše stínové úrokové sazby. S ohledem na externího čtenáře nevnímám jako zcela optimální ani úvodní motivaci boxu vystoupením J. C. Williamse na srpnovém Jackson Hole: jednak mnozí čtenáři Zprávy o inflaci podle mě nevědí, co to Jackson Hole je (v textu to přitom není vysvětleno), jednak tato motivace naznačuje, že diskuze problematiky poklesu reálných úrokových sazeb je něco zcela nového, což není pravda. Celkově tedy vnímám BOX1 jako poměrně dobrý „výkop“ pro interní diskuzi, domnívám se ale, že by v této formě a v tuto chvíli neměl být publikován navenek.
- Jako velmi přínosný se mi jevil box 2 na str. 33-34 věnující se vlivu čerpání prostředků z fondů EU na vývoj investic nefinančních podniků, který vysvětluje určité rozložení vztahu mezi soukromými investicemi a zahraniční poptávkou. Alespoň pro interní potřeby by mě ale zajímaly další podobnosti této ne zcela tradiční analýzy.

<sup>9</sup> Viz například stanovisko M. Franty k 1.SZ 2016, či stanovisko B. Vašíčka k 3.SZ 2014 a mnohé další.

## OMEZENÝ PŘÍSTUP

Například, které typy podniků v roce 2015 dominantně čerpaly evropské příspěvky na investice (státem vlastněné podniky nebo soukromé podniky pod domácí či zahraniční kontrolou, velké či malé podniky?), zda se jednalo primárně o investice do budov a staveb, nebo o investice do strojů, či struktura investic podle NACE příjemce, kterou by bylo možné vztáhnout s obdobnou strukturou vykazovaných investic.

V rámci rozdělení investic podle sektorů (graf III.3.5 na str. 33) mě vedle v situační zprávě rozsáhle diskutovaného poklesu investic vlády a nefinančních podniků zaujal poměrně nezvykle významný příspěvek investic finančních institucí v posledním čtvrtletí. Otázkou je, co se za tímto příspěvkem skrývá. Nemůže se zde jednat o to, že část z poklesu investic nefinančních podniků je vysvětlitelný rozdílným způsobem jejich financování, kdy investici provede finanční instituce a nefinančnímu podniku ji následně prodá nebo pronajme (třeba formou leasingu)? Nebo je nárůst investic finančních institucí dán jejich zvýšenou aktivitou v rámci developmentu ať již komerčních, tak rezidenčních nemovitostí, kde mohou z části vytlačovat tradiční hráče na trhu?

### 6. Literatura

Jan Brůha, Michal Hlaváček, Luboš Komárek (2013): „Dopady vývoje cen nemovitostí do finanční situace domácností“, ZFS 2012/2013, ČNB, pp. 121-128.

Hana Hejlová, Michal Hlaváček (2015): „Metoda komplexního vyhodnocování udržitelnosti cen nemovitostí“, ZFS 2014/2015, ČNB, pp. 119-128.

Hana Hejlová, Michal Hlaváček (2016): „A Comprehensive Method for House Price Sustainability Assessment in the Czech Republic“, Prague Economic Papers, in print

Iacoviello and Neri (2010): (2010): „Housing Market Spillovers: Evidence from an Estimated DSGE Model“, American Economic Journal: Macroeconomics 2 (2010), s. 125–164.

Jing Cynthia Wu and Fan Dora Xia "Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound", Journal of Money, Credit, and Banking, 2016, 48(2-3), 253-291.