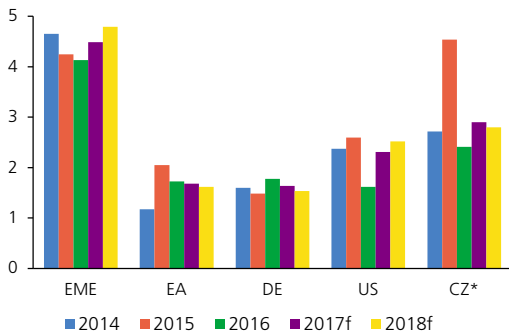


GRAF II.1

Hospodářský růst ve vybraných zemích (meziroční růst v %)



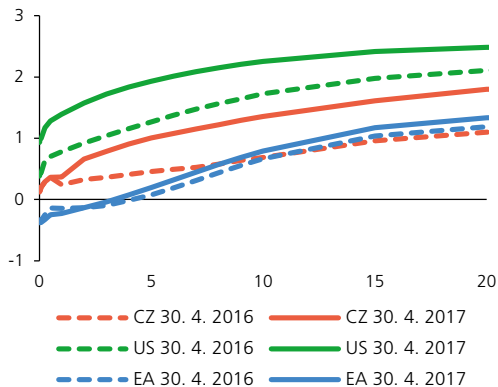
Pramen: MMF (World Economic Outlook, April 2017), ČNB

Pozn.: f: předpověď, * předpověď pro ČR vychází z prognózy ČNB zveřejněné ve Zprávě o inflaci II/2017.

GRAF II.2

Pohyb swapových výnosových křivek ve vybraných ekonomikách

(osa x: splatnost v letech; osa y: výnos v %)



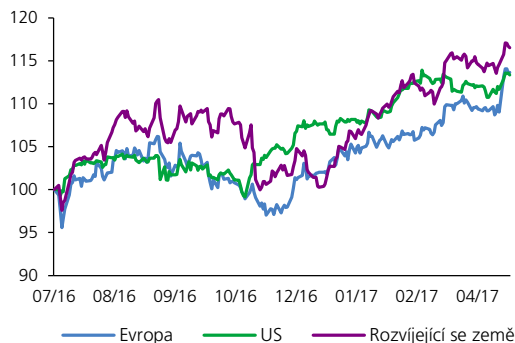
Pramen: Bloomberg

Pozn.: Výnosové křivky jsou odvozeny z mezibankovních sazeb se splatností do 6 měsíců a dále ze swapových sazeb denominovaných v měně příslušné oblasti.

GRAF II.3

Vývoj na světových akciových trzích

(index, 1. 7. 2016 = 100)



Pramen: Thomson Reuters, výpočty ČNB

Pozn.: Pro US byl použit index S&P500, pro Evropu MSCI EUROPE, pro rozvíjející se země MSCI EM.

2 REÁLNÁ EKONOMIKA A FINANČNÍ TRHY

2.1 MAKROEKONOMICKÉ A FINANČNÍ PROSTŘEDÍ

Světová ekonomika pokračuje v růstu a optimisticky vyznívají i výhledy na další dva roky. To se projevuje v postupném nárůstu tržních sazeb zejména delších splatností. Vedlejším efektem zvýšeného optimismu v prostředí nadále nízkých úrokových sazeb může být přijímání nadměrných rizik při investicích do finančních aktiv a nemovitostí, jejichž ceny se zvyšují. Solidním tempem rostla také ekonomika eurozóny, napříč jednotlivými členskými zeměmi však přetrvávaly značné rozdíly. V některých zemích eurozóny by mohl nízký růst nominálního HDP v kombinaci s výraznějším zvýšením úrokových sazeb vyvolat finanční napětí. Země s vysokým zadlužením soukromého a vládního sektoru jsou tak nadále vystaveny riziku návratu do recese. Měnová politika ECB i z toho důvodu zůstává vysoce uvolněná.

Česká ekonomika v roce 2016 zpomalila svůj reálný růst na 2,3 %, v letošním a příštím roce by však mělo tempo růstu zrychlit na necelá 3 %. Vzhledem k udržitelnému plnění inflačního cíle ukončila ČNB na počátku dubna 2017 svůj kurzový závazek. Výnosová křivka úrokových swapů i českých státních dluhopisů se posunula směrem vzhůru. Z hlediska dlouhodobé finanční stability jde o pohyb žádoucím směrem. S blížícím se koncem kurzového závazku docházelo zejména na počátku letošního roku k budování masivních korunových pozic zahraničních investorů. To se projevilo ve výrazném nárůstu devizových rezerv a vkladů bank u ČNB. Rychlost uzavírání těchto pozic může na krátkodobém horizontu podstatně ovlivnit volatilitu kurzu koruny a výnosů českých státních dluhopisů. Dílčí riziko ve smyslu náhlého přecenění dluhopisů v bilancích domácích finančních institucí vytváří významný nárůst podílu nerezidentů na držbě českého státního dluhu.

2.1.1 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

Světová ekonomika prochází ekonomickým oživením...

Růst světové ekonomiky by po zpomalení v roce 2016 měl v letošním a příštím roce zrychlit (Graf II.1). Lepší výhledy dokládají nejen kladné revidované odhady růstu HDP, ale i různé předstihové ukazatele a indikátory důvěry.¹ Ekonomika eurozóny rostla v roce 2016 solidním tempem (meziroční růst 1,8 %) a současné výhledy růstu vyznívají rovněž optimisticky. Napříč jejími zeměmi však přetrvávaly v hospodářském vývoji rozdíly. Ani v případě její největší ekonomiky – Německa (růst HDP mírně nad 1,5 %) – by však nemělo tempo růstu dosáhnout výkonu americké ekonomiky (lehce pod 2,5 %) nebo rozvíjejících se zemí (nad 4,5 %).

1 Indikátory důvěry a průzkumy nákupních manažerů vyznívají už několik měsíců po sobě poměrně optimisticky. Například indikátor PMI pro světovou ekonomiku roste od července 2016 a pohybuje se poblíž šestiletých maxim. Dle publikace MMF World Economic Outlook z dubna 2017 by měl světový hospodářský růst dosáhnout na konci roku 2017 úroveň 3,5 %.

... což se částečně odráží ve vývoji globálních měnových podmínek

Na nárůst inflačních tlaků a další zlepšení na americkém trhu práce reagoval americký Fed v prosinci 2016 a následně v březnu 2017 zvýšením měnověpolitických sazeb.² Finanční trhy očekávají v letošním roce ještě dvě další zvýšení o 0,25 p.b. a blíží se ukončení reinvestování splatných dluhopisů nakoupených Fedem v rámci kvantitativního uvolňování.³ Měnové podmínky v eurozóně zůstávají uvolněné, neboť inflace v eurozóně se stále nachází pod úrovní inflačního cíle ECB. ECB znovu zdůraznila, že základní měnověpolitické sazby setrvávají na stávajících nízkých úrovních po delší dobu – minimálně za horizont ukončení programu nákupu aktiv.⁴ V politice ECB však došlo k několika změnám. V březnu 2017 proběhla poslední aukce cílených dlouhodobějších refinančních operací, v rámci níž banky požádaly o čtyřleté půjčky v objemu 233 mld. EUR. Od dubna 2017 došlo ke snížení měsíčních čistých nákupů aktiv o 20 mld. na 60 mld. EUR. Uvedené změny se odrazily v nárůstu tržních sazeb (Graf II.2). V případě dolarové výnosové křivky se ve sledovaném období jednalo o téměř paralelní posun. Eurová křivka mírně zvýšila svůj sklon, úrokové sazby z nových bankovních úvěrů v eurozóně se však stále drží na velmi nízkých úrovních. U nových úvěrů na bydlení byla průměrná sazba v dubnu 2017 na úrovni 1,8 % a u podnikových úvěrů 1,6 %.

Vysoké ceny finančních aktiv mohou být zdrojem tržních rizik

Od prosince 2016 došlo k růstu amerických akcií při rozkolísaném vývoji výnosů amerických státních dluhopisů. Rostoucí optimismus je patrný z vývoje akcií i na ostatních trzích (Graf II.3) a také z výnosových rozpětí u rizikových podnikových dluhopisů (Graf II.4). Ta se napříč světem vrátila zpět na velmi nízké úrovně. Změnu tržního sentimentu podpořily především zlepšené výhledy ekonomické aktivity. Nejistotou zůstávají zamýšlená opatření nové administrativy Spojených států týkající se zejména fiskální expanze a politiky mezinárodního obchodu. Fiskální opatření mohou na jednu stranu zvýšit důvěru podnikatelů, posílit investice a zlepšit finanční výsledky nefinančních podniků. Na druhou stranu mohou vést ke zvýšenému přijímání rizik již vysoce zadluženého podnikového sektoru a k nadměrnému nárůstu finanční páky.⁵ Vysoké ceny na trzích akcií či podnikových dluhopisů v kombinaci s potenciálně nedostatečně oceněnými finančními riziky tak zůstávají z globálního hlediska i nadále možnými zdroji systémového rizika.

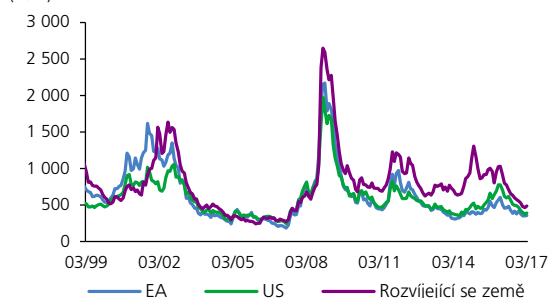
Rizika spojená se zadlužením některých zemí eurozóny oddalují návrat ke konvenční měnové politice

Celkový tržní sentiment v eurozóně a částečně i obnovení obav o dluhovou udržitelnost některých jejích členských zemí ovlivnily vývoj a volatilitu

- Fed zvýšil měnověpolitickou sazbu poprvé od finanční krize o 0,25 p.b. v prosinci 2015, další zvýšení o 0,25 p.b. následovalo až o rok později, což odráží předchozí komunikaci Fedu o pozvolném zpřísnění měnové politiky.
- Záměr zahájit snižování bilance Fedu nepřímo vyplývá ze zápisu z březnového zasedání FOMC. Federal Open Market Committee: Federal Reserve issues FOMC statement, březen 2017: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20170315a.htm>.
- Čistě nákupů aktiv by měly pokračovat do konce prosince 2017 nebo podle potřeby i delší dobu. Nákupy jsou podmíněny tím, že nebude zaznamenána udržitelná korekce vývoje inflace, která je v souladu s inflačním cílem ECB.
- Například daňové úlevy v 80. letech 20. století či tzv. daňové prázdniny v roce 2004 vedly v konečném důsledku spíše ke zvýšenému přijímání rizik podnikového sektoru a následně k obrátu ve finančním cyklu a recesi.

GRAF II.4

Rozpětí výnosů rizikových dluhopisů soukromého sektoru (v b.b.)

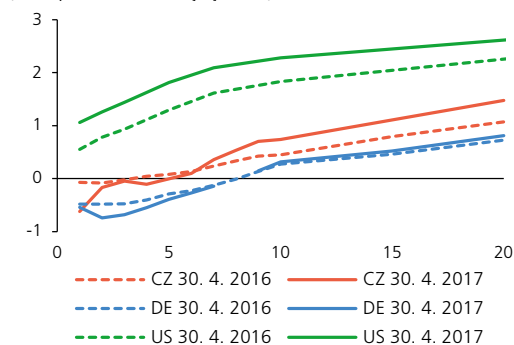


Pramen: Bank of America Merrill Lynch, výpočty ČNB
Pozn.: Rozpětím výnosů se rozumí rozpětí výnosů oproti výnosům vládních dluhopisů upravené o opci (option-adjusted spread); rizikový dluhopis je dluhopis s ratingem ve spekulativním pásmu (BB+ a nižší).

GRAF II.5

Pohyb výnosových křivek státních dluhopisů ve vybraných ekonomikách

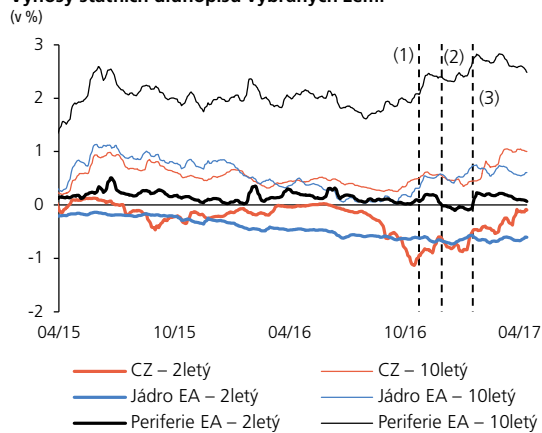
(osa x: splatnost v letech; osa y: výnos v %)



Pramen: Bloomberg
Pozn.: Výnosové křivky jsou odvozeny z výnosů generických státních dluhopisů.

GRAF II.6

Výnosy státních dluhopisů vybraných zemí (v %)

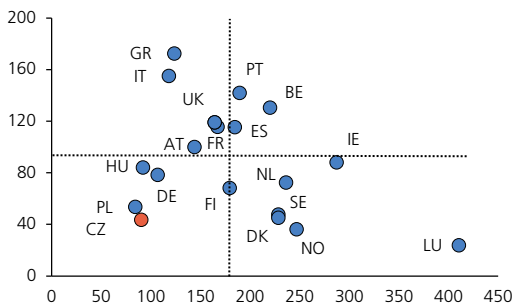


Pramen: Thomson Reuters, výpočty ČNB
Pozn.: Jádro EA tvoří AT, BE, DE, FR, NL. Periferii tvoří ES, IT a PT. Údaj pro skupinu zemí je prostým průměrem výnosů. Řady jsou vyhlazeny pětidenním klouzavým průměrem. (1) označuje zvolení D. Trumpa prezidentem US v listopadu 2016. (2) označuje zvýšení sazeb Fedu v prosinci 2016. (3) Obnovení obav o dluhovou udržitelnost ve vysoce zadlužených zemích eurozóny na počátku února 2017.

GRAF II.7

Zadluženost soukromého sektoru a vlády ve vybraných evropských zemích v roce 2016

(v % HDP; osa x: soukromý sektor; osa y: vláda)



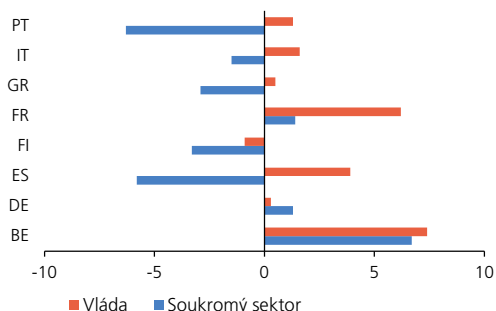
Pramen: BIS

Pozn.: Údaje za třetí čtvrtletí 2016. Dluh je součtem veškerých úvěrů poskytnutých domácími bankami, nebankovními institucemi a nerezidenty. Soukromý sektor zahrnuje nefinanční podniky, domácnosti a NISD. Metodika BIS pro výpočet zadluženosti se může lišit od metodiky jiných institucí. Přerušované čáry vyznačují průměrnou hodnotu v daném roce.

GRAF II.8

Změna v zadluženosti soukromého sektoru a vlády ve vybraných zemích eurozóny

(změna mezi Q4 2015 a Q3 2016, v % HDP)



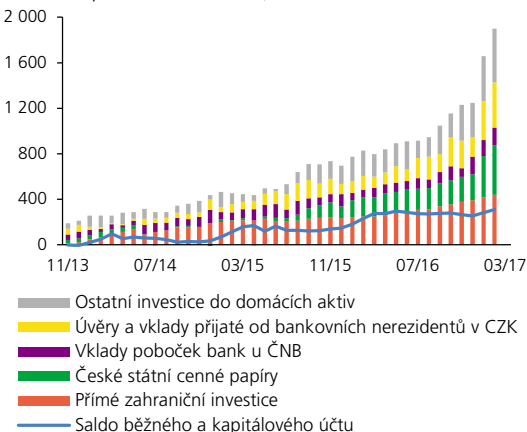
Pramen: BIS, výpočty ČNB

Pozn.: Metodika BIS pro výpočet zadluženosti se může lišit od metodiky jiných institucí.

GRAF II.9

Investice zahraničních investorů do domácích aktiv

(kumulativně od počátku intervencí v mld. Kč)



Pramen: ČNB

Pozn.: Ostatní investice do domácích aktiv zahrnují zejména nákupy jiných cenných papírů, než jsou české státní cenné papíry, a dále nerezidentské klientské korunové vklady, evrové vklady v domácích bankách a mezipodnikové financování.

výnosů na evropských trzích státních dluhopisů (Grafy II.5 a II.6). Výnosy státních dluhopisů eurozóny jsou od konce roku 2016 rozkolísanější. V delších splatnostech je patrný jejich nárůst, neboť se zde více projevují fundamentální faktory jako např. úvěrové riziko srchovaného emitenta či inflační očekávání.⁶ Na kratších splatnostech jsou však vládní výnosy stále pod silným vlivem odkupů aktiv ze strany ECB. V případě jádrových zemí eurozóny se výnosy nadále drží v záporných hodnotách, v případě vysoce zadlužených zemí na kladných, avšak velmi nízkých úrovních (Graf II.6). Nárůst výnosů promítající se do vyšších nákladů na obsluhu dluhu představuje obzvláště pro země s vysoce zadluženým veřejným i soukromým sektorem potenciální riziko vzniku nových úvěrových ztrát. Ačkoli mimořádně nízké úrokové sazby v posledních letech umožnily snížit relativní zadluženost, v některých zemích zůstává úroveň zadlužení značná (Graf II.7). Úvěrová dynamika se v některých zemích obnovuje, v jiných dochází k částečnému oddlužení (Graf II.8).⁷ Některé země stále nedokončily proces stabilizace bilancí bank. V rámci diskuzí mezi evropskými autoritami je tak zdůrazňována potřeba přijmout rozhodná opatření ke snížení stávajícího vysokého podílu nesplácených úvěrů a zároveň se připravit na jejich případný nový nárůst.⁸

2.1.2 DOMÁCÍ PROSTŘEDÍ**V ČR pokračuje hospodářské oživení, určitým rizikem je vývoj vnějšího prostředí**

Česká ekonomika v roce 2016 zpomalila svůj reálný růst na 2,3 %. Podle prognózy ČNB ze Zprávy o inflaci II/2017 by mělo tempo růstu v letošním a příštím roce zrychlit na necelá 3 %.⁹ Příznivý vývoj české ekonomiky odráží růst domácí a zahraniční poptávky. Zvyšování domácí ekonomické aktivity bude taženo především robustní dynamikou spotřeby domácností, která odráží optimismus spotřebitelů v prostředí pokračujícího růstu zaměstnanosti a mezd. Z hlediska nadcházejících dvou let by pro českou ekonomiku mohlo být zdrojem rizika potenciální zhoršení ekonomické aktivity v zahraničí, především v eurozóně. Za nejistoty lze považovat výsledky voleb ve významných zemích eurozóny či vyjednávání ohledně vystoupení Velké Británie z EU.

Měnová politika ČNB vykročila směrem k neutrálnímu nastavení

Vzhledem k udržitelnosti plnění inflačního cíle ukončila ČNB na počátku dubna 2017 používání měnového kurzu jako dalšího nástroje měnové politiky.¹⁰ Ukončení závazku představuje vykročení měnové politiky k jejímu neutrálnímu nastavení a používání standardního nástroje, kterým jsou úrokové sazby. Na svém květnovém měnověpolitickém zasedání po-

6 Březnová makroekonomická prognóza ECB zvýšila odhad inflace EA pro letošní rok z 1,3 % na 1,7 % a pro rok 2018 z 1,5 % na 1,6 %.

7 Meziroční tempa růstu stavu úvěrů nefinančním podnikům se pohybovala k lednu 2017 v rozmezí od -7 % v PT do 7 % v BE či v SK. U úvěrů domácnostem bylo rozpětí ještě větší od -4 % v IE (-7 % GR) do 7 % v LV či 13 % na SK.

8 Například přednáška viceprezidenta ECB Vítor Constância: Resolving Europe's NPL burden: challenges and benefits, únor 2017: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/sp170203.en.html>.

9 ČNB: Zpráva o inflaci II/2017, květen 2017.

10 Informace k ukončení kurzového závazku ČNB lze nalézt na webové stránce: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/ukoncení_zavazku/index.html.

nechala bankovní rada úrokové sazby na úrovni tzv. technické nuly.¹¹ S prognózou ČNB ze Zprávy o inflaci II/2017 je konzistentní nárůst tržních úrokových sazeb ve třetím čtvrtletí 2017 a poté i v průběhu příštího roku. Zvyšování tržních sazeb však bude zhruba do poloviny příštího roku výrazně brzděno pokračujícím kvantitativním uvolňováním ECB.

Přiliv zahraničního kapitálu vedl k nárůstu volné likvidity bankovního sektoru

S blížícím se koncem kurzového závazku docházelo od druhé poloviny roku 2016 do konce března 2017 ke zvýšenému přílivu zahraničního kapitálu (Graf II.9) a nárůstu objemu devizových intervencí ČNB (Graf II.10). Nerezidenti, zejména velké mezinárodní banky, případně jejich české pobočky, ukládali koruny do českých státních cenných papírů (od listopadu 2013 do února 2017 nárůst objemu o 437 mld. Kč), krátkodobých vkladů u domácích bank (nárůst o 397 mld. Kč za stejné období) nebo u ČNB (nárůst o 156 mld. Kč za stejné období). Z důvodu postupného odchodu domácích bank z trhu českých státních dluhopisů a navýšení krátkodobých závazků vůči nerezidentům vzrostla domácím bankám volná likvidita u ČNB (viz část 4.2). Ta v dubnu 2017 přesáhla objem 2,1 bil. Kč (Graf II.10).

Podíl nerezidentů na držbě českých státních cenných papírů opět vzrostl...

Podíl nerezidentů na držbě českých státních cenných papírů k březnu 2017 vzrostl na 47 % (Graf II.11). Vzhledem ke spekulativním motivům měli nerezidenti zájem především o krátkodobé splatnosti. Ke konci roku 2016 drželi 55 % objemu cenných papírů se splatností do 1 roku (5 % v roce 2012). Zvýšená poptávka zahraničních investorů se odrazila v nárůstu významu portfoliové složky výnosu, čímž poklesl výnos českých státních cenných papírů až do záporných hodnot.¹² U jednoleté splatnosti tato složka výnosu poprvé převýšila všechny ostatní složky v roce 2015 (Graf II.12). Nejvyšších hodnot dosáhla ke konci ledna 2017. Přibližně měsíc a půl před ukončením kurzového závazku začal vliv portfoliové složky na této splatnosti slábnout. Krátkodobé výnosy se začaly zvedat od svých historických minim. Od počátku roku se zvýšily výnosy i na delších splatnostech, kde se již začalo odrážet očekávání trhu ohledně budoucího zvyšování úrokových sazeb (Graf II.13, viz nárůst rizikově neutrálního výnosu a termínové prémie).

... riziko jejich náhlého přecenění tak zůstává aktuální

S přítomností nerezidentů a jejich relativně vysokým podílem na držbě českých státních dluhopisů narůstá riziko přelévání externích šoků do domácího finančního systému. Trh českých státních dluhopisů není

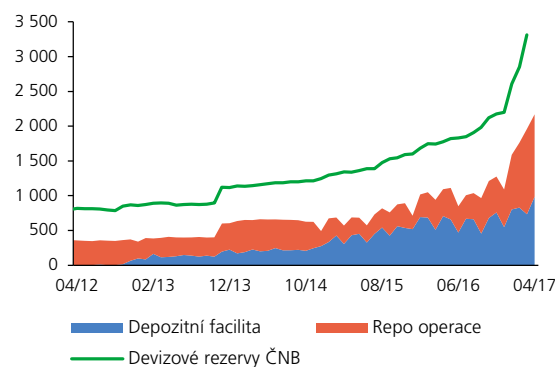
11 S účinností od 1.11.2012 je limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace i diskontní sazba nastavena na úrovni 0,05 % a lombardní sazby na 0,25 %.

12 Metodika rozkladu výnosu českého státního dluhopisu je podrobně popsána v článku: Rozklad výnosové křivky českých státních dluhopisů v této Zprávě. Výnos je rozložen na čtyři složky. (1) Rizikově neutrální výnos („risk-neutral expectations of yields“) odráží očekávání o budoucí měnové politice a ekonomickém vývoji. (2) Termínová prémie se vztahuje k délce splatnosti a je odměnou za úrokové riziko. (3) Kreditní prémie odráží riziko nesplacení kupónů a jistiny včas a/nebo v plné výši. (4) Portfoliová složka je reziduum (výnos po odečtení tří předchozích komponent) a odráží především vývoj poptávky po dluhopisu jako specifickém investičním aktivu.

GRAF II.10

Prostředky bank u ČNB a devizové rezervy

(v mld. Kč)



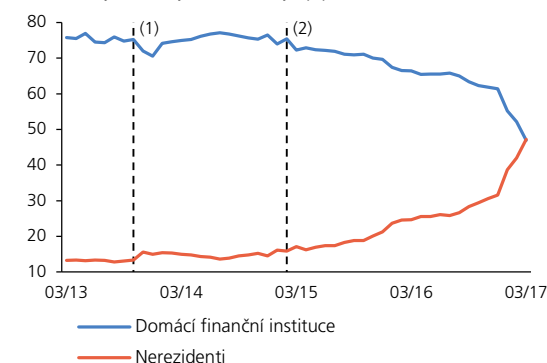
Pramen: ČNB

Pozn.: Repo operace představují objem prostředků uložený u ČNB v rámci stahovacích repo operací snížený o objem prostředků dodaný ČNB bankovní soustavě v rámci dodávacích repo operací.

GRAF II.11

Držitelé českých státních cenných papírů

(v % stavu českých korunových státních cenných papírů)



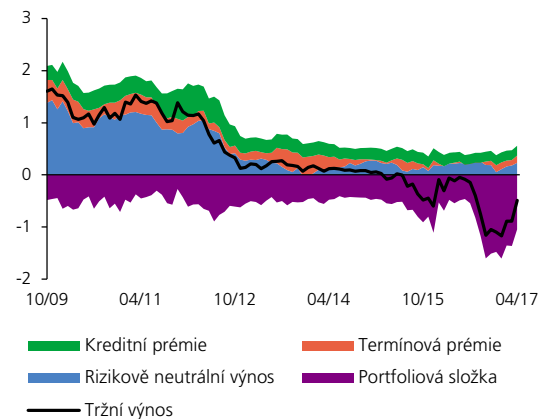
Pramen: MFČR, výpočty ČNB

Pozn.: Svislé čáry označují poslední měsíční pozorování před (1) oznámením kurzového závazku ČNB 7. 11. 2013, (2) spuštěním QE ECB 9. 3. 2015.

GRAF II.12

Rozložení výnosu jednoletého českého státního dluhopisu

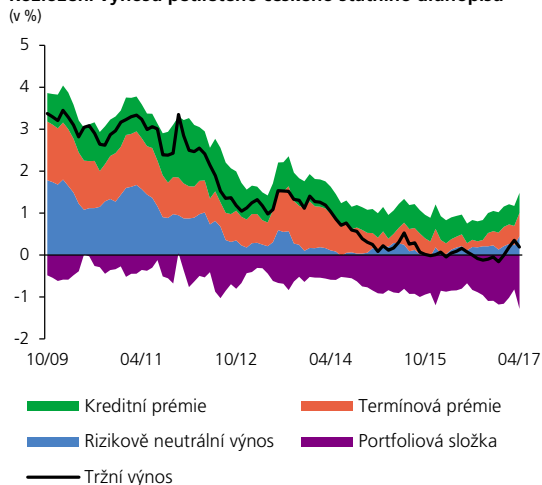
(v %)



Pramen: ČNB

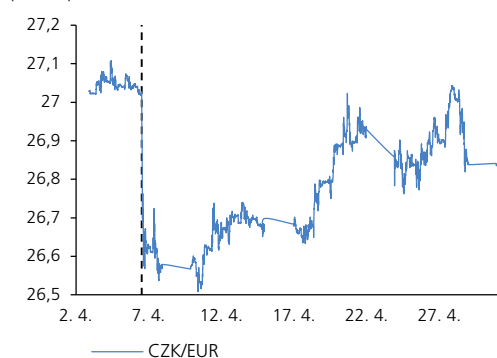
GRAF II.13

Rozložení výnosu pětiletého českého státního dluhopisu



Pramen: ČNB

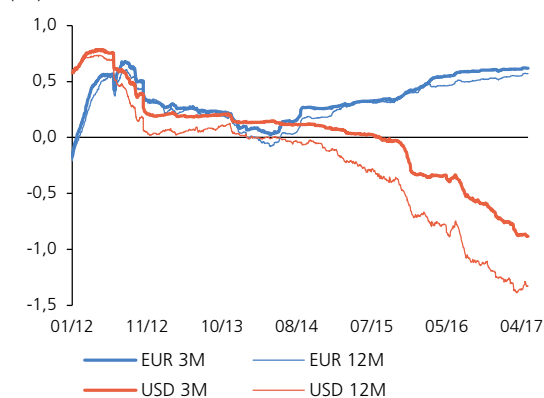
GRAF II.14

Spotový kurz koruny vůči euru
(rok 2017)

Pramen: Bloomberg

Pozn.: Desetiminutová data. Svislá čára představuje poslední pozorování před oznámením opuštění kurzového závazku.

GRAF II.15

Úrokové diferenciály koruny vůči euru a americkému dolaru
(v %)

Pramen: Bloomberg, výpočty ČNB

příliš likvidní a i malý objem výprodejů může podstatně ovlivnit jejich cenu. Ačkoli objemy obchodů s těmito dluhopisy nesignalizovaly od ukončení kurzového závazku zvýšenou aktivitu¹³, zůstává riziko jejich náhlého přecenění aktuální. Klesající zájem ze strany nerezidentů o české státní cenné papíry lze očekávat spíše u krátkodobých splatností na primárním trhu. Poptávka nerezidentů po cenných papírech s delší splatností narostla od zavedení nekonvenční politiky ECB a od té doby se příliš nemění (Graf II.13, portfoliová složka). Český státní dluhopis zůstává v rámci EU relativně výnosnou a vysoce kvalitní investicí. Lze tedy předpokládat, že nerezidenti budou snižovat jejich držbu spíše pozvolna, a to v souvislosti s přeskupením svých portfolií.

Zvýšenou nejistotou může být volatilita kurzu koruny...

Po ukončení kurzového závazku se kurz koruny po prvotním posílení k hranici 26,5 CZK/EUR začal postupně navracet k úrovni před jeho ukončením (Graf II.14). Výraznějšímu a trvalejšímu posílení kurzu koruny v současnosti brání tzv. překoupenost trhu s korunou související především se spekulativním chováním zahraničních investorů a zajištěním domácích vývozců v době před ukončením kurzového závazku. Naopak mezi faktory působící ve směru posílení koruny patří dlouhodobě výrazně uvolněná měnová politika ECB, jejímž výsledkem je kladný krátkodobý úrokový diferenciel koruny vůči euru (Graf II.15). Působení těchto protichůdných tlaků představuje zejména na krátkodobém horizontu zvýšenou nejistotu ohledně rozsahu volatility kurzu. Výraznější výkyvy kurzu koruny by se mohly prostřednictvím vlivu na ekonomickou aktivitu a zaměstnanost promítnout nepříznivě do kvality úvěrových portfolií bank a ukazatelů jejich solventnosti.

... význam měnového rizika v bilancích domácího bankovního sektoru je však nízký

Domácí bankovní sektor měl před zavedením kurzového závazku ČNB v listopadu 2013 kladnou čistou devizovou pozici (Graf II.16). Později se tato pozice začala s nárůstem cizoměnových krátkodobých úvěrů poskytovaných domácím bankám zejména jejich zahraničními mateřskými společnostmi uzavírat. V prvním čtvrtletí roku 2017 klesla do záporných hodnot (agregátně -3,4 % celkových aktiv). Význam měnového rizika však zůstává v porovnání s úvěrovými riziky nízký. Kapitálový požadavek k měnovému riziku dlouhodobě představuje méně než 0,5 % objemu agregátního kapitálového požadavku Píliře 1 domácího bankovního sektoru (viz Tab. III.1 v části 3.1).

¹³ První čtvrtletí roku 2017 bylo charakteristické nadprůměrnou obchodní aktivitou s českými státními dluhopisy. Průměrný denní objem 4,7 mld. Kč byl dvakrát vyšší než průměr za rok 2016 (2,3 mld. Kč). V lednu 2017 byl objem obchodů nejvyšší od prosince 2007. Naopak objemy obchodů po opuštění kurzového závazku ČNB byly spíše menšího rozsahu. Průměrný denní objem ve dni opuštění závazku 6. 4. 2017 (1 162 mil. Kč) nepřevýšil průměr za rok 2016. Ani objem obchodů v následujících dnech nebyl nadstandardně vysoký – průměrný denní objem obchodů za 7 dní po ukončení závazku činil 1 970 mil. Kč.

Finanční instituce jsou na tržní rizika pravidelně zátěžově testovány

Případná značná volatilita měnového kurzu či náhlé přecenění aktiv s fixním výnosem se mohou nepříznivě promítat do finančních výsledků domácích finančních institucí. ČNB proto jednou ročně provádí zátěžové testy zkoumající jejich citlivost na tržní rizika (viz část 4.1).¹⁴ Objem státních dluhopisů v bilancích finančních institucí relativně i absolutně poklesl (Graf II.17), dluhopisy však stále představují významnou část portfolií. V roce 2016 došlo s blížícím se dnem opuštění kurzového závazku k zastavení růstu objemu cizoměnových investic v bilancích finančních institucí (Graf II.18). Systémový význam cizoměnových aktiv v domácím finančním sektoru se tak nezvyšuje. V případě bank poklesly v roce 2016 cizoměnové investice o 8,2 mld. Kč. V případě pojišťoven jejich podíl na celkovém finančním umístění poklesl meziročně o 1,3 p.b. na 23,7 % v roce 2016. Klesající trend je patrný i v případě investičních fondů, u kterých představovaly ke konci roku 2015 cizoměnové investice 59,2 % finančního umístění, zatímco k 28. 2. 2017 to bylo 57,5 %.

Zkracování průměrné zbytkové splatnosti českého státního dluhu může implikovat střednědobá rizika

Nízké až záporné výnosy a zájem nerezidentů umožňovaly vládě financování za výjimečně výhodných podmínek. V prvním čtvrtletí 2017 byly emitovány české státní cenné papíry v hodnotě 182 mld. Kč, což bylo více než trojnásobek čtvrtletní emise v roce 2016 (56 mld. Kč). Přitom 46 % emisí mělo splatnost do jednoho roku (Graf II.19). To vedlo k dalšímu poklesu průměrné splatnosti státního dluhu, která se k březnu 2017 pohybovala pod hranicí pěti let (Graf II.20). Přestože tento vývoj prozatím nepředstavuje zdroj bezprostředního rizika, z hlediska finanční stability by bylo prospěšné, kdyby se průměrná zbytková splatnost obdobně jako v jiných zemích prodlužovala. Struktura věřitelů a průměrná splatnost ovlivňují refinanční riziko českého státního dluhu, a tím i vnímání svrchovaného rizika českého státu. Vzhledem k tomu, že významnými věřiteli českého státního dluhu jsou stále domácí finanční instituce, je vývoj obou uvedených ukazatelů pro účely finanční stability pravidelně monitorován (viz část 4.4).

2.1.3 ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘE VÝVOJE EKONOMIKY

Základní scénář předpokládá růst ekonomické aktivity...

Pro zátěžové testy obsažené v této Zprávě byl zpracován *Základní scénář*, který vychází z makroekonomické prognózy ČNB ze Zprávy o inflaci I/2017.¹⁵ Tato prognóza předpokládala, že růst HDP se v letošním roce zvýší na 2,8 % a v příštích dvou letech setrvá na obdobných úrovních. Ekonomiku bude podporovat pokračující růst zahraniční poptávky a ob-

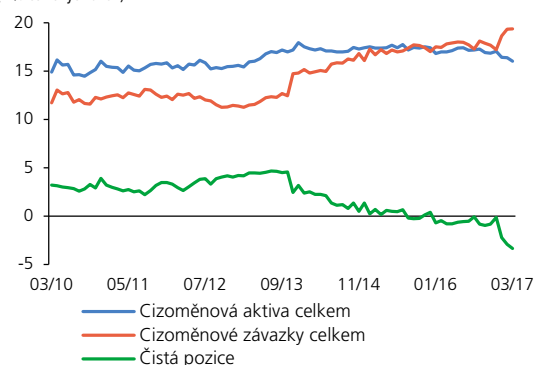
¹⁴ Výsledky letošních společných zátěžových testů domácích pojišťoven a ČNB nejsou součástí této Zprávy. Jejich publikace se předpokládá v druhé polovině letošního roku na webových stránkách ČNB, záložka Finanční stabilita: Zátěžové testy.

¹⁵ Makroekonomická prognóza ČNB ze Zprávy o inflaci I/2017 je v této Zprávě použita výhradně pro účely *Základního scénáře zátěžových testů* a z něj vycházejících trajektorií příslušných proměnných. V analytických pasážích Zprávy jsou využity informace dostupné na počátku května 2017 včetně makroekonomické prognózy ČNB ze Zprávy o inflaci II/2017.

GRAF II.16

Cizoměnová aktiva a závazky v bilanci českého bankovního sektoru

(v % celkových aktiv)



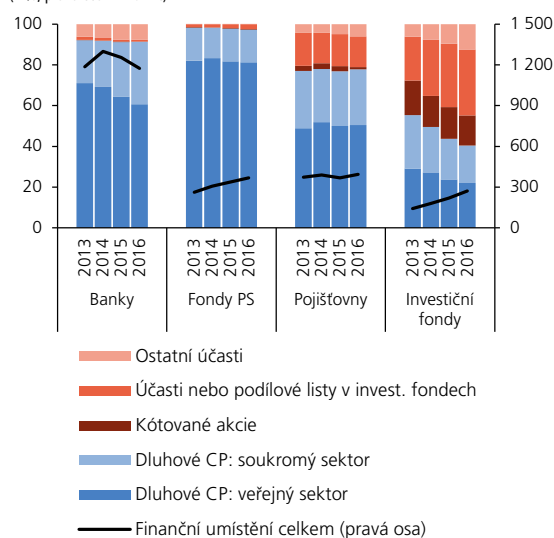
Pramen: ČNB

Pozn.: Nezahrnuje účetní hodnotu derivátů.

GRAF II.17

Finanční umístění podle typu investičního nástroje

(v %; pravá osa v mld. Kč)



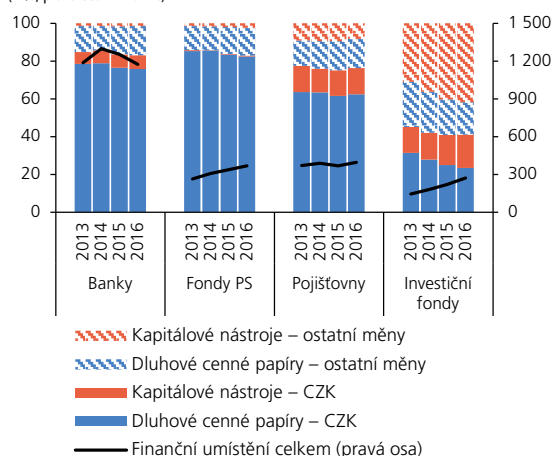
Pramen: ČNB

Pozn.: Dluhové CP emitované veřejným sektorem zahrnují státní a komunální dluhopisy a dluhopisy emitované Evropskou investiční bankou. Dluhové CP emitované soukromým sektorem zahrnují i hypoteční zástavní listy. Údaje ke konci roku.

GRAF II.18

Finanční umístění podle měny

(v %; pravá osa v mld. Kč)



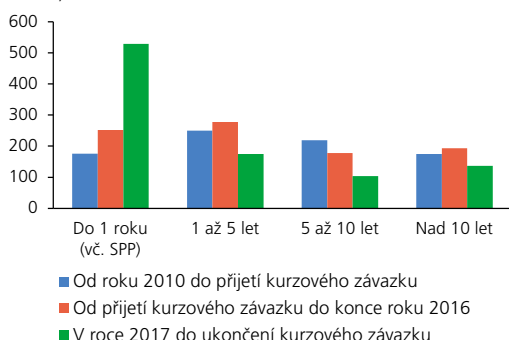
Pramen: ČNB

Pozn.: Údaje ke konci roku.

GRAF II.19

Převís poptávky v aukcích českých státních dluhových cenných papírů

(osa x: splatnost emise; osa y: poptávka primárních dealerů vzhledem k původní nabídce MF ČR v %)



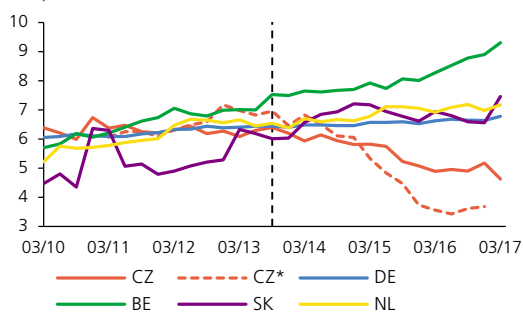
Pramen: ČNB

Pozn.: Váženo objemem původní nabídky MF ČR. Původní nabídka představuje střed indikativního pásma velikosti emise, kterou do aukce nabízí MF ČR.

GRAF II.20

Průměrná zbytková splatnost vládního dluhu ve vybraných zemích

(v letech)



Pramen: Bloomberg, ČNB, výpočty ČNB

Pozn.: CZ* představuje průměrnou zbytkovou splatnost státních dluhových cenných papírů emitovaných v CZK drženy nerezidenty. Svislá čára značí poslední čtvrtletní pozorování před vyhlášením kurzového závazku ČNB.

novování růstu investic spolufinancovaných z evropských fondů. Současně s pokračujícím růstem ekonomiky zrychlí dynamika mezd. Obecná nezaměstnanost se na horizontu scénáře sníží již jen mírně. Celková inflace se zvýší nad 2% inflační cíl, ke kterému se vrátí na konci roku 2017. S prognózou ze Zprávy o inflaci I/2017 je konzistentní stabilita tržních úrokových sazeb na stávající velmi nízké úrovni do poloviny roku 2017 a jejich nárůst od druhé poloviny roku 2017.

... zatímco **Nepříznivý scénář předpokládá návrat české ekonomiky do recese ve tvaru „V“**

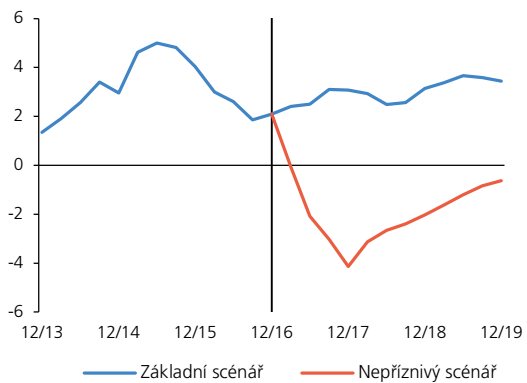
Nepříznivý scénář vychází z předpokladu výrazného poklesu ekonomické aktivity v Evropě. Z důvodu poklesu zahraniční poptávky se česká ekonomika dostane opět do recese, což povede k nárůstu pesimistických očekávání soukromého sektoru ohledně budoucího ekonomického vývoje a odkládání spotřeby domácností a investic podniků. Kombinace útlumu zahraniční a posléze i domácí poptávky zapříčiní citelný propad ekonomické aktivity v ČR a způsobí recesi ve tvaru „V“. Zároveň se naplní scénář dluhové deflace, přičemž z důvodu poklesu ekonomické aktivity, nárůstu nezaměstnanosti a poklesu mezd dochází vlivem deflačních tlaků k reálnému nárůstu dluhu soukromého sektoru. Nepříznivá ekonomická situace povede k postupnému vyčerpání finančních zdrojů domácností i nefinančních podniků, což v kombinaci s růstem reálného zadlužení zapříčiní výrazné zhoršení jejich schopnosti splácet dříve přijaté závazky. Potíže v reálné ekonomice se následně promítnou také do kondice finančního sektoru, který zaznamená značné úvěrové ztráty doprovázené citelným poklesem zisků. Měnová politika zůstane uvolněná, tříměsíční sazba PRIBOR setrvá na velmi nízké úrovni na celém horizontu testů. Měnový kurz oslabí. Dlouhodobé výnosy z dluhopisů naopak skokově vzrostou v důsledku nárůstu globální averze vůči riziku a přehodnocení kvality některých aktiv. Banky současně zpřísní vnímání úvěrového rizika a zvýší rizikové přírázky k úrokovým sazbám na nové úvěry. Ty i vlivem nárůstu dlouhodobých úrokových sazeb přejdou na výrazně vyšší úroveň. Růst dluhové služby spojený s tímto vývojem a dalšími dopady recese zvýší míru defaultu u úvěrů domácnostem i nefinančním podnikům.

Vývoj hlavních makroekonomických ukazatelů *Základního scénáře* i zátěžového *Nepříznivého scénáře* zachycují Grafy II.21A–D. Zvolený zátěžový scénář má charakter velmi tvrdého, avšak stále možného nepříznivého vývoje. Jeho nastavení vychází z potřeby zvýšené přesnosti scénářů v období hospodářského oživení doprovázeného rychlým růstem úvěrů a zvyšováním cen aktiv, na jehož pozadí se skrytě formují zdroje systémových rizik (viz Box 2 v části 4.1). To platí zejména pro předpoklady o vývoji cen nemovitostí, u nichž je identifikováno riziko zvyšujícího se nadhodnocení (viz část 5.3).

GRAF II.21A

Alternativní scénáře: vývoj růstu reálného HDP

(meziročně v %)

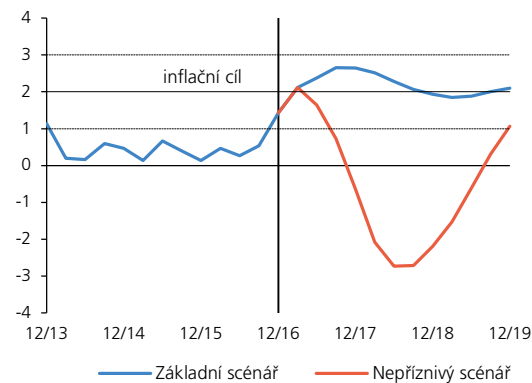


Pramen: ČNB

GRAF II.21B

Alternativní scénáře: vývoj inflace

(meziročně v %)

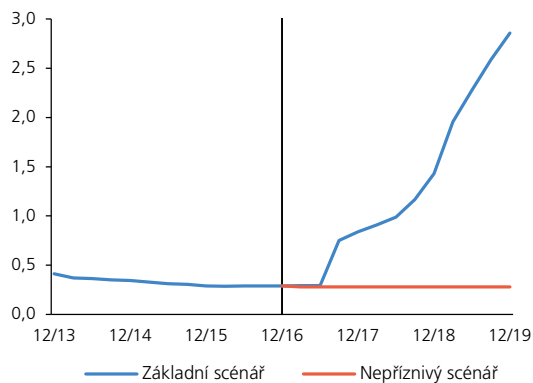


Pramen: ČNB

GRAF II.21C

Alternativní scénáře: vývoj 3M PRIBOR

(v %)

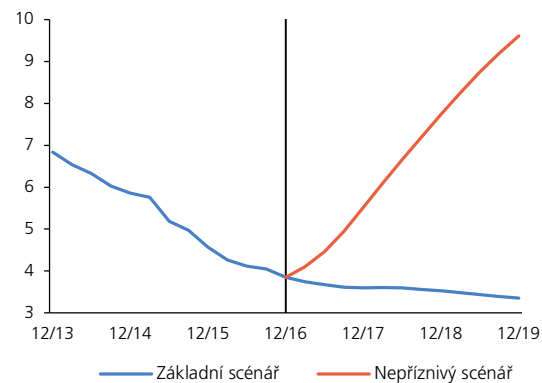


Pramen: ČNB

GRAF II.21D

Alternativní scénáře: vývoj nezaměstnanosti

(v %)

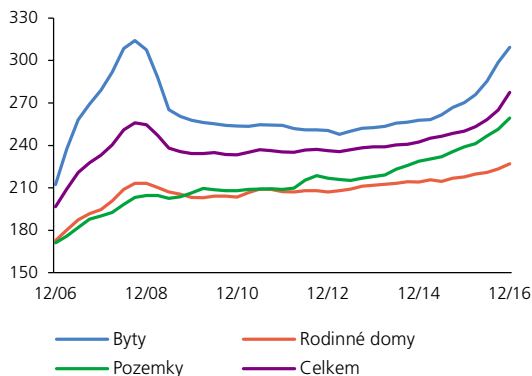


Pramen: ČNB

GRAF II.22

Ceny rezidenčních nemovitostí – realizované

(Q1 1999 = 100)



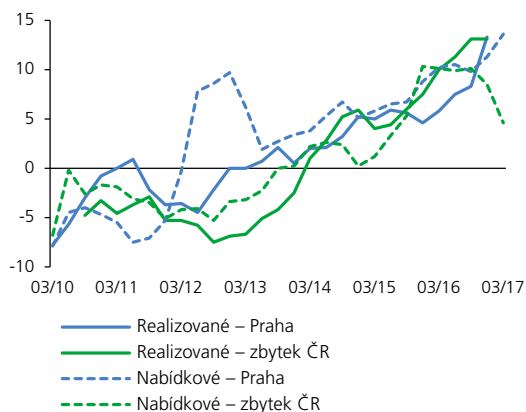
Pramen: ČSÚ, HB index, výpočty ČNB

Pozn.: Údaje za 2016 dopočteny z alternativních zdrojů dat o realizovaných cenách (realizované ceny bytů z výběrového šetření ČSÚ, HB index, index cen bytových nemovitostí ČSÚ).

GRAF II.23

Ceny bytů – realizované a nabídkové

(meziroční změny v %)



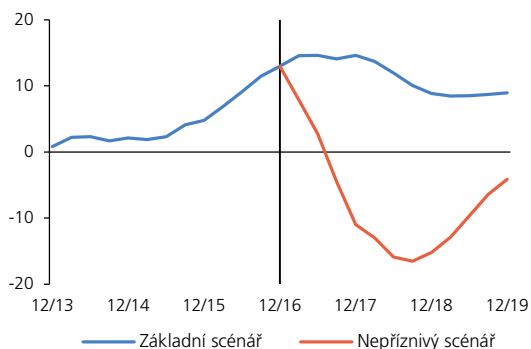
Pramen: ČSÚ, výpočty ČNB

Pozn.: Realizované ceny z daňových přiznání podle ČSÚ. Pro rok 2016 dopočteny z mezičtvrtletních změn realizovaných cen ČSÚ z výběrového šetření.

GRAF II.24

Meziroční tempo růstu cen nemovitostí

(v %)



Pramen: ČNB

2.2 TRH NEMOVITOSTÍ

Růst cen rezidenčních nemovitostí v roce 2016 a na počátku letošního roku zrychloval. Tempo růstu cen bytů výrazně převýšilo tempo růstu mezd, a jejich příjmová dostupnost se tak zhoršovala. Očekávání ohledně dalšího růstu cen mohou přispívat k pokračování roztáčení cenové spirály mezi cenami nemovitostí a úvěry na jejich pořízení. U komerčních nemovitostí došlo k dalšímu růstu objemu transakcí a poklesu výnosů požadovaných investory.

Růst cen rezidenčních nemovitostí zrychlil...

Ceny rezidenčních nemovitostí rostly v roce 2016 v řadě evropských zemí. V České republice v loňském roce růst cen rezidenčních nemovitostí dále zrychloval. Meziroční růst cen bydlení¹⁶ dosáhl ve čtvrtém čtvrtletí 11 % a byl jedním z nejvyšších v EU. Realizované ceny se ve většině kategorií s výjimkou bytů mimo Prahu dostaly k úrovni svých předchozích cyklických maxim z roku 2008 nebo dokonce nad ni (Graf II.22). Na zrychlení cenového růstu se podílel zejména vývoj cen bytů, výrazně se však zvýšilo i tempo růstu cen stavebních pozemků. Tempa růstu realizovaných i nabídkových cen bytů byla po většinu roku 2016 obdobná v Praze a ve zbytku ČR (Graf II.23). Ke konci 2016 a především v prvním čtvrtletí 2017 došlo ke zrychlení růstu těchto cen v Praze, zatímco ve zbytku ČR se tempo jejich růstu snížilo.

... v dalších letech by se měla tempa růstu snížit

Pokud by se ekonomika vyvíjela podle *Základního scénáře*, ceny bytů by se při zachování historických vazeb mezi cenami nemovitostí a jejich makroekonomickými fundamenty dále zvyšovaly (Graf II.24). Tempa růstu cen by se však vlivem makrobezpečnostních opatření ČNB a předpokládaného zprůsnění úvěrových podmínek měla snížit.

Příjmová dostupnost bydlení se zhoršila

Ukazatele dostupnosti bydlení ukazují na její zhoršování, zůstávají však výrazně pod předchozími maximy z roku 2008 (Graf II.25). Ceny bytů ve srovnání s průměrnými příjmy (ukazatel *price-to-income*, PTI) narostly do konce roku 2016 od svých minimálních hodnot ze začátku roku 2013 o 13,2 %. Poměr dluhové služby spojené s pořízením bytu na úvěr a průměrných příjmů (ukazatel *debt service-to-income*, DSTI) se zvýšil od předchozího minima z roku 2014 jen mírně, k čemuž však v rozhodující míře přispěly mimořádně nízké úrokové sazby. Ty většinou dlužníků snížily pravidelné splátky, zároveň však mohou vytvářet iluzi snadného splácení úvěrů v budoucnosti. To v kombinaci s očekáváním ohledně dalšího růstu cen může přispívat k pokračování roztáčení cenové spirály mezi cenami nemovitostí a úvěry na jejich pořízení (viz část 5.3). Výnos z pronájmu

¹⁶ Jedná se o údaj o realizovaných cenách bytů a rodinných domů včetně souvisejících pozemků podle údajů ČSÚ vycházejících z metodiky Eurostatu. ČNB sleduje různé indexy vývoje cen, neboť každý vypovídá o specifickém aspektu tržního vývoje. Z hlediska dlouhodobého hodnocení jsou klíčové realizované ceny bytů, nicméně o krátkodobé a střednědobé dynamice hodně vypovídají i ceny nabídkové.

bytu se v roce 2016 mírně zvýšil navzdory poklesu výnosů vládních dluhopisů jako alternativní investice (Graf II.25).

Rozdíly v příjmové dostupnosti bydlení napříč kraji se promítají do výše čerpaného úvěru jen z části

Údaje ze šetření nově poskytnutých úvěrů zajištěných rezidenční nemovitostí (dále jen „Šetření“) prováděného ČNB umožňují regionální analýzu dostupnosti bydlení. Získané hodnoty PTI a DSTI potvrzují rozdíly v příjmové dostupnosti bydlení v Praze a ve zbytku ČR (Graf II.26). S růstem cen nemovitostí napříč kraji roste celková výše úvěrů sloužících k jejich pořízení, nicméně tento nárůst není proporcionalní. Domácnosti v krajích s horší příjmovou dostupností bydlení ve srovnání s ostatními kraji hradí při koupi větší část kupní ceny z vlastních prostředků.

Omezení na straně nabídky může tlačit na rychlý růst cen i chránit trh před nadměrnou výstavbou

Jedním z faktorů stojících za růstem cen rezidenčních nemovitostí může být jejich omezená nabídka. To se týká zejména Prahy, která měřeno počtem nově poskytnutých úvěrů zajištěných rezidenční nemovitostí představuje zhruba 15 % trhu rezidenčních nemovitostí v ČR. Počet zahájených bytů v Praze v roce 2016 byl zhruba poloviční proti roku 2015, poprvé byl výrazně nižší než přírůstek počtu domácností a dosáhl srovnatelné úrovně s kraji s podstatně nižším přírůstkem obyvatel. V Praze byl zároveň počet zahájených jednotek výrazně nižší než počet jednotek dokončených, zatímco v ostatních krajích byly oba počty obdobné (Graf II.27). Kumulativní počet dokončených bytů od roku 2010 však zde nadále převyšuje kumulativní nárůst počtu domácností¹⁷ (ke konci roku 2016 o 35 %, Graf II.28). Existující bariéry pro novou výstavbu vyplývající z rigidity stavebních předpisů v Praze mohou zvyšovat tlak na další nárůst cen. Na druhou stranu však mohou v delším výhledu ochránit trh před nadměrnou výstavbou reagující na investiční nebo čistě spekulativní poptávku. Ta v minulosti v některých zemích EU (např. v Irsku nebo ve Španělsku) tlačila na výstavbu nad úroveň odpovídající demografickému vývoji a vedla k rychlému růstu objemu hypotečních úvěrů a celkové zadluženosti domácností.¹⁸ V následující recesi převis nabídky bydlení nad poptávkou prohloubil propad cen rezidenčních nemovitostí a ztráty z úvěrů na jejich financování.

Rok 2016 byl rokem rekordní poptávky po komerčních nemovitostech...

V průběhu roku 2016 dále poklesly požadované výnosy z komerčních nemovitostí v prémiovém segmentu, což při stabilní výši nájemného zna-

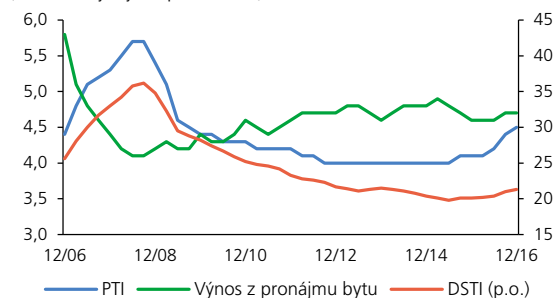
17 Přírůstek počtu domácností odhadnut jako podíl přírůstku obyvatel a průměrné velikosti domácnosti v ČR v příslušném roce podle Eurostatu. Průměrná velikost domácnosti v krajích není dostupná. Pokud by ale platilo, že průměrný počet osob v domácnosti v Praze je nižší než v ČR, byl by skutečný nárůst počtu domácností v Praze v letech 2010–2016 vyšší.

18 Maza, L. A., a Juan, M. (2011): The residential investment adjustment in Spain: The current situation. Economic Bulletin. Banco de España, leden, 2011. Kennedy, G., a Stuart, R. (2016): Housing supply after the crisis. No. 12/EL/16. Central Bank of Ireland, listopad 2016. European Systemic Risk Board: Vulnerabilities in the EU residential real estate sector, listopad 2016.

GRAF II.25

Ukazatele dostupnosti koupě bydlení

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



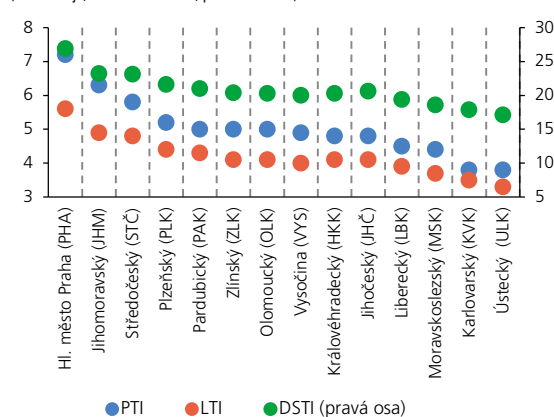
Pramen: ČSÚ, výpočty ČNB

Pozn.: Ukazatele PTI a DSTI získány jako podíl ceny bytu o velikosti 68 m², resp. měsíční splátky úvěru na jeho koupi a klouzavý průměr roční, resp. měsíční mzdy. Pro výpočet DSTI uvažována hypotéka s fixními parametry LTV 77 % a splatnosti 20 let.

GRAF II.26

Ukazatele dostupnosti koupě bydlení v krajích

(osa x: kraje; levá osa: v letech; pravá osa: v %)



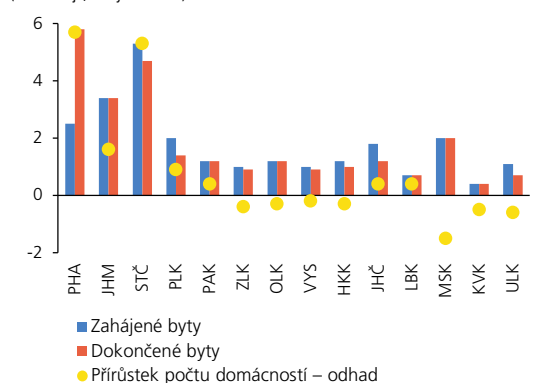
Pramen: ČNB

Pozn.: PTI a LTI získány z individuálních údajů o nových úvěrech zajištěných rezidenční nemovitostí v 2H 2016. Údaje spočítány na vzorku těchto úvěrů, pro které byly dostupné potřebné údaje (největší omezení představovaly údaje o kupní ceně). Tento vzorek představoval asi třetinu nových úvěrů, které byly ve 2H 2016 poskytnuty.

GRAF II.27

Bytová výstavba a přírůstek obyvatelstva v krajích

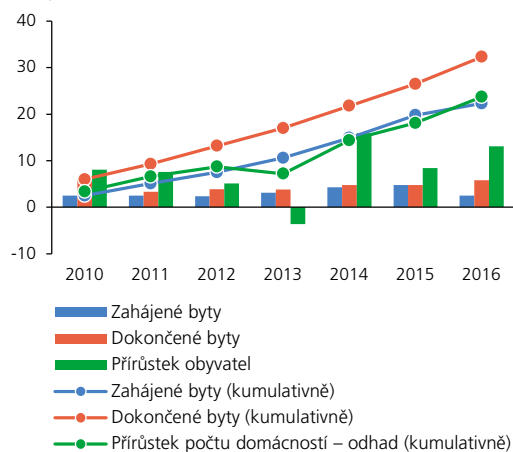
(osa x: kraje; osa y: v tisících)



Pramen: ČSÚ, Eurostat, výpočty ČNB

Pozn.: Přírůstek počtu domácností odhadnut jako podíl přírůstku obyvatel a průměrné velikosti domácnosti v ČR v příslušném roce podle Eurostatu.

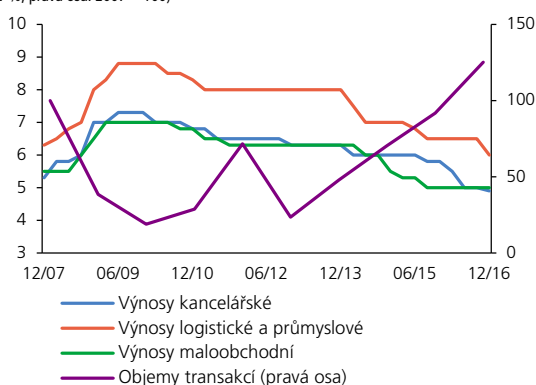
GRAF II.28

Bytová výstavba a přírůstek obyvatelstva v Praze
(v tisících)

Pramen: ČSÚ, Eurostat, výpočty ČNB

Pozn.: Přírůstek počtu domácností odhadnut jako podíl přírůstku obyvatel a průměrné velikosti domácnosti v ČR v příslušném roce podle Eurostatu. U kumulativních hodnot součet od roku 2010.

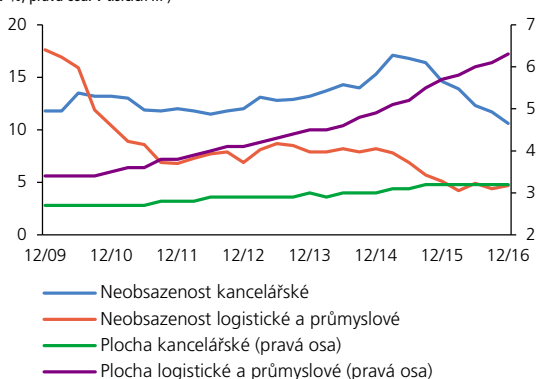
GRAF II.29

Výnosy a objemy transakcí s komerčními nemovitostmi
(v %; pravá osa: 2007 = 100)

Pramen: Jones Lang LaSalle

Pozn.: Jedná se o výnos požadovaný investory v prime segmentu. Data za objemy transakcí s komerčními nemovitostmi jsou v roční frekvenci.

GRAF II.30

Plochy a míry neobsazenosti komerčních nemovitostí
(v %; pravá osa: v tisících m²)

Pramen: Jones Lang LaSalle

mená nárůst cen těchto nemovitostí (Graf II.29). U všech sledovaných kategorií se požadované výnosy nacházely na historicky nejnižších úrovních od roku 2000. Nejvýraznější pokles zaznamenaly výnosy z kancelářských nemovitostí, které tak v rámci sledovaných kategorií mají aktuálně nejnižší výnos. Ten je však i nadále výrazně výše, než jsou výnosy alternativních aktiv či výnosy komerčních nemovitostí v Německu. Zároveň byl rok 2016 rekordní z pohledu objemu provedených transakcí a o čtvrtinu překonal doposud nejvyšší objem transakcí z roku 2007 (Graf II.29). Na objemu transakcí se ze tří čtvrtin podílely zahraniční a z jedné čtvrtiny domácí subjekty.¹⁹ K poptávce po komerčních nemovitostech v ČR z části mohla přispět i politická nejistota v jiných zemích, na které se investoři orientovali v minulosti (např. ve Velké Británii nebo USA).

... nabídka nových ploch však byla omezena rigiditou stavebních předpisů

Navzdory rekordní investiční poptávce pro většinu typů komerčních nemovitostí objem nově dokončených ploch v roce 2016 klesal, respektive přetrvával na nízkých úrovních. Především u kancelářských nemovitostí se zde negativně projevila rigidita stavebních předpisů, přičemž byl objem nově dokončených ploch v roce 2016 historicky nejnižší a v porovnání s dlouhodobými průměry zhruba pětinnový. Vzhledem k tomu, že poptávka po nových pronájmech kanceláří byla naopak vysoká (tzv. net take-up v roce 2016 narostl o 15 % oproti roku 2015 a byl historicky druhým nejvyšším), výrazně klesala míra jejich neobsazenosti (Graf II.30). V následujícím roce by měla nová výstavba kancelářských ploch oživit zhruba na úroveň svých historických průměrů, míra neobsazenosti by měla dále mírně poklesnout.

19 Jones Lang LaSalle: Prague Office Market Pulse, Q4/2016, 2016.

2.3 NEFINANČNÍ PODNIKY

Sektor nefinančních podniků vykázal v důsledku přibrzdění růstu české ekonomiky mírný pokles ziskovosti. Rizikovitost úvěrů poskytovaných nefinančním podnikům se zvýšila, zůstává však hluboko pod úrovní pozorovanou v krizových letech. Na zvýšených úrovních přetrvává podíl úvěrů se selháním zejména ve stavebnictví a energetice. Dynamika bankovních úvěrů nefinančním podnikům zůstává navzdory mírnému zvolnění silná a v celoevropském měřítku se řadí mezi nejvyšší. Výrazně se zvýšil objem bankovních úvěrů v cizích měnách a jejich podíl se v březnu 2017 dostal na historické maximum 30,5 %. K největším nárůstům došlo u podniků z oblasti nemovitostí a zpracovatelského průmyslu. Tento vývoj souvisí zejména s přirozeným zajišťováním podniků proti kurzovému riziku, a nepředstavuje tak zdroj systémového rizika.

Mírné zpomalení hospodářského růstu se promítlo do celkové kondice sektoru

Celková výkonnost sektoru nefinančních podniků v roce 2016 spíše stagnovala v důsledku odeznění jednorázových vlivů pozorovaných v české ekonomice v průběhu roku 2015. Souhrnná ziskovost sektoru se snížila (Graf II.31), mj. v důsledku růstu osobních nákladů firem. Mírný pokles ziskovosti byl zaznamenán napříč všemi velikostmi podniků s výjimkou těch nejmenších, u nichž však byla ziskovost v minulých letech velmi nízká (Graf II.32). Zpomalení růstu ekonomiky se projevilo také v rostoucím počtu podniků ve ztrátě – poprvé od obnovení hospodářského růstu. Přestože ziskovost v roce 2016 poklesla napříč všemi odvětvími, zpracovatelský (a v jeho rámci především automobilový) průmysl si ve srovnání se zbytkem sektoru nadále udržuje vysokou návratnost kapitálu (Graf II.33). Obnovený růst cen ropy a dalších energetických komodit zastavil propad cen průmyslových výrobců v odvětví energetiky a měl pozitivní dopad na jeho ziskovost, která klesala od roku 2013.

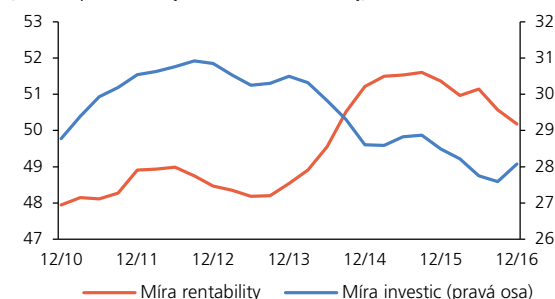
Souběžně s poklesem ziskovosti sektoru se v roce 2016 snížila i míra investic. Hlavním důvodem je jen pozvolný náběh investičních projektů spolufinancovaných za pomoci fondů EU z nového programového období. Pokles vládních investic ovlivnil především odvětví stavebnictví, jehož produkce poklesla v roce 2016 meziročně o 7,6 %, a tento trend pokračoval i na začátku roku 2017. Z výsledků šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy za první čtvrtletí 2017 vyplývá, že nefinanční podniky očekávají v následujících čtvrtletích jen mírný nárůst investičních výdajů. Klíčovým faktorem je v tomto ohledu vývoj zahraniční poptávky, který ovlivňuje tvorbu hrubého fixního kapitálu nefinančních podniků nejvýrazněji.²⁰ Vzhledem k finančním přebytkům vytvářeným v předchozích letech by však ani mírně vyšší nárůst investic neměl představovat závažné riziko pro vývoj zadluženosti sektoru.

20 ČNB: Zpráva o inflaci I/2017, Box 2, leden 2017.

GRAF II.31

Míra rentability a míra investic

(v % hrubé přidané hodnoty sektoru; roční klouzavé úhrny)



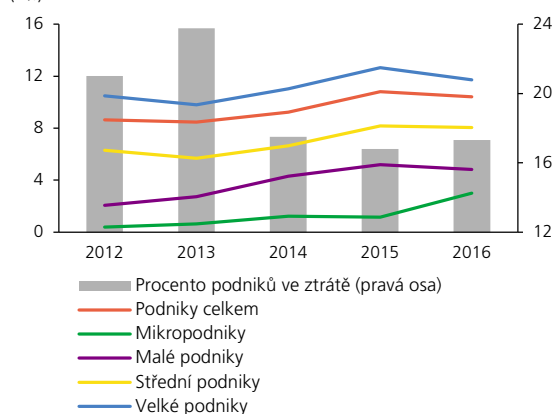
Pramen: ČSÚ

Pozn.: Míra rentability = hrubý provozní přebytek k hrubé přidané hodnotě sektoru.
Míra investic = tvorba hrubého fixního kapitálu k hrubé přidané hodnotě sektoru.

GRAF II.32

Vývoj RoE po zdanění podle velikosti podniku a procento nefinančních podniků ve ztrátě

(v %)



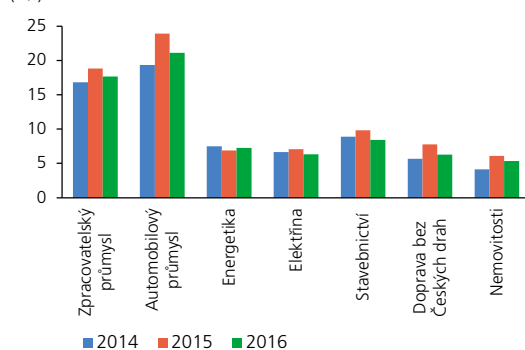
Pramen: ČSÚ, výpočty ČNB

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

GRAF II.33

Vývoj RoE po zdanění ve vybraných odvětvích

(v %)

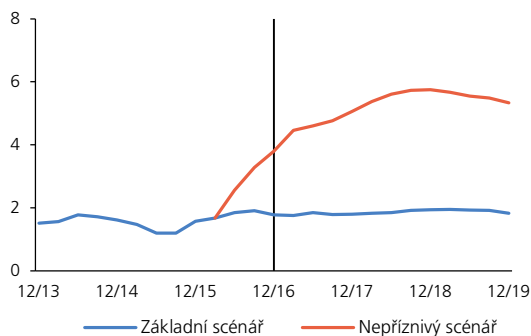


Pramen: ČSÚ, výpočty ČNB

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

GRAF II.34

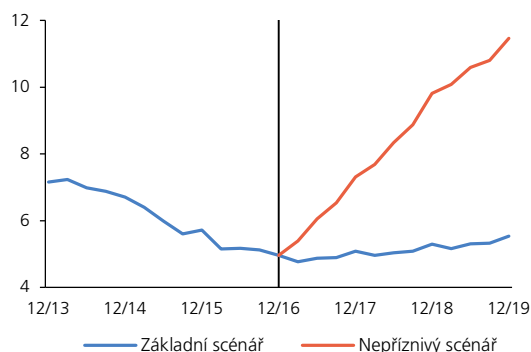
Vývoj 12M míry defaultu bankovních úvěrů nefinančních podniků
(v %)



Pramen: ČNB

GRAF II.35

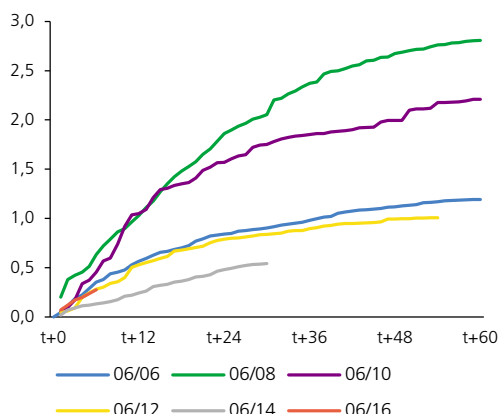
Podíl bankovních úvěrů se selháním v sektoru nefinančních podniků
(v %)



Pramen: ČNB

GRAF II.36

Rizikost úvěrů nefinančním podnikům podle data poskytnutí
(kumulativní míra defaultu v %)



Pramen: ČNB

Pozn.: Počáteční sklon křivky poskytuje relativně dobrý signál o dalším vývoji rizikovosti úvěrů poskytnutých v daném období.

Nepříznivý vývoj ve vnějším prostředí představuje hlavní zdroj rizik sektoru, k nejistotám může přispívat i vývoj kurzu koruny po ukončení závazku ČNB

Vzhledem k silné závislosti výkonnosti sektoru na proexportně orientovaných odvětvích je hlavním rizikovým scénářem pro sektor nefinančních podniků nepříznivý vývoj ve vnějším prostředí. Pravděpodobnost materializace tohoto scénáře mírně vzrostla v souvislosti s výrazným zpomalením meziročního růstu vývozu zboží a služeb ve druhé polovině 2016.²¹ Data zahraničního obchodu z ledna 2017 však poukazují na návrat dynamiky vývozu na úroveň z prvního pololetí 2016 a pozorované zpomalení lze označit spíše za jednorázový výpadek než za počátek obratu v trendu.

Určitou míru nejistoty implikuje také dubnové ukončení kurzového závazku ze strany ČNB. Nefinanční podniky, jejichž hospodaření je citlivé na vývoj měnového kurzu, se však proti kurzovému riziku částečně zajistily, což dokumentuje výrazný nárůst čerpání úvěrů v cizích měnách (viz další části textu). Ve směru snižování rizik působí rovněž mírné zvýšení krytí vývozu dovozy ve druhé polovině 2016.

Úvěrové riziko se mírně zvýšilo, podle Základního scénáře už dosáhlo svého dna

Úvěrové riziko měřené 12měsíční mírou defaultu zaznamenalo v roce 2016 mírný nárůst (Graf II.34), v případě vzadhledícího ukazatele podílu úvěrů se selháním naopak meziročně dále mírně pokleslo (Graf II.35). Se *Základním scénářem* je konzistentní stagnace podílu úvěrů se selháním v prvním roce a jeho mírné zvýšení v dalších letech. O dosažení dna a možném obratu v úvěrovém riziku svědčí mírně vyšší rizikovost úvěrů poskytnutých nefinančním podnikům v roce 2016 oproti předchozím letům (Graf II.36). V porovnání s rizikovostí úvěrů poskytnutých v krizových letech však stále zůstává na výrazně nižších úrovních. Při naplnění podmínky *Nepříznivého scénáře* a návratu do recese by úvěrové riziko sektoru nefinančních podniků zaznamenalo strmý nárůst v případě obou sledovaných ukazatelů (Grafy II.34 a II.35).

Úvěrové riziko u podniků ve stavebnictví a energetice přetrvává na zvýšených úrovních

Diferencovaný vývoj výkonnosti a ziskovosti jednotlivých odvětví se odráží ve vývoji jejich úvěrového rizika (Graf II.37). Zvýšený podíl úvěrů se selháním vykazuje dlouhodobě stavebnictví, u kterého přetrvává negativní výhled i pro další období.²² Nepříznivý trend ve vývoji úvěrového rizika v posledních třech letech vykazují také subjekty z odvětví energetiky. Úvěrové riziko sice v tomto odvětví ve druhé polovině 2016 mírně pokleslo, v prvním čtvrtletí 2017 však znovu vzrostlo, a zůstává tak výrazně nad

21 Toto zpomalení je důsledkem vývoje v automobilovém průmyslu, zejména utlumenou poptávkou po nových automobilech v západní Evropě. ČNB: Zpráva o inflaci 1/2017, Box 3, leden 2017.

22 Za tímto výhledem stojí zejména nízká investiční aktivita v roce 2016 či vývoj hodnoty nových zakázek, které se v roce 2016 meziročně snížily v průměru o 3 %. Podobná informace vyplývá i z konjunkturálního průzkumu ČSÚ z března 2017. Indikátor důvěry ve stavebnictví se po roce 2015 a prvním čtvrtletí 2016, kdy bylo dosahováno nejvyšších hodnot od krize, vrátil na hodnotu z prosince 2014.

úrovni pozorovanou pro zbytek sektoru. Výhled odvětví zůstává spíše negativní v souvislosti s nejistotou vývoje cen ropy a dalších energetických komodit.²³ Rizikový profil ostatních odvětví se příliš nezměnil. V důsledku zlepšené ziskovosti se snížilo úvěrové riziko u nejmenších podniků, zatímco u těch největších došlo k mírnému zvýšení.

Ke značnému nárůstu úvěrového rizika došlo u skupiny 1000 největších exportérů. Tento vývoj je však v rozhodující míře způsoben situací několika strojírenských podniků.²⁴ Podíl úvěrů se selháním se v období od května 2016 do ledna 2017 více než ztrojnásobil a v březnu 2017 představoval 5,6 %.

Dynamika bankovních úvěrů mírně zeslábla, zůstává však silná

Meziroční tempo růstu bankovních úvěrů nefinančním podnikům v průběhu roku 2016 mírně zpomalilo a v březnu 2017 představovalo 4,7 %. Z pohledu historických dat i v mezinárodním kontextu jde o poměrně silnou dynamiku (viz část 5.2). Nejrychleji rostou úvěry podnikům v oblastech nemovitostí a zpracovatelského průmyslu. Podle *Základního scénáře* aktuálního kola zátěžových testů by se měla dynamika bankovních úvěrů v příštích čtvrtletích zvyšovat a na tříletém horizontu testu by meziroční tempo růstu úvěrů mělo dosahovat výše kolem 10 % (Graf II.38). V případě naplnění podmínek *Nepříznivého scénáře* by naopak tempo růstu úvěrů vykazovalo kladné přírůstky pouze v prvním roce a v dalších letech by došlo k výrazné úvěrové kontrakci.

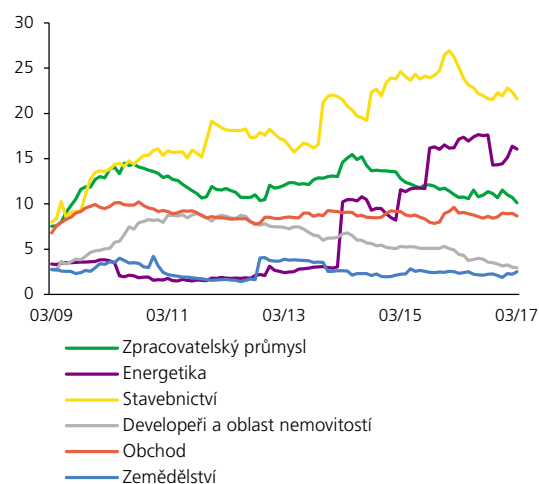
V rámci dalších zdrojů financování klesá od třetího čtvrtletí 2015 dynamika emise dluhových cenných papírů, podíl tohoto typu financování ve čtvrtém čtvrtletí 2016 představoval 11,9 % celkových cizích zdrojů. Zbytek tvoří půjčky od nebankovních finančních institucí a mezipodnikové půjčky, jejichž dynamika je srovnatelná s dynamikou bankovních úvěrů.

Pokles objemu nových úvěrů se na konci roku 2016 a začátku 2017 zmírnil

Objem nových korunových úvěrů celému sektoru nefinančních podniků meziročně klesal od třetího čtvrtletí 2015, na konci roku 2016 a začátku 2017 se však pokles zmírnil. Podobně se vyvíjely i skutečně nové úvěry. Opačným směrem se vyvíjí poskytování úvěrů podnikům z oblasti nemovitostí, u nichž se tempo růstu nových úvěrů dle údajů CRÚ naopak významně zrychluje. Podíl skutečně nových úvěrů těmto podnikům předsta-

GRAF II.37

Podíl bankovních úvěrů se selháním ve vybraných odvětvích
(v % z celkového stavu úvěrů v daném odvětví)

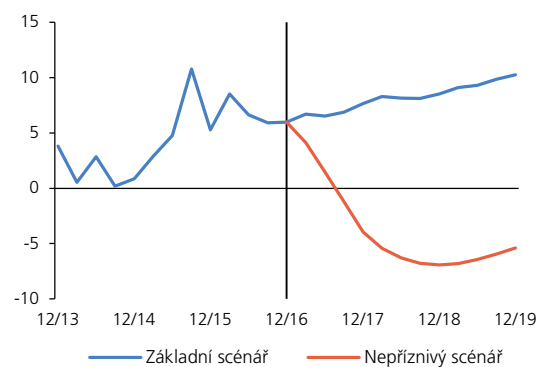


Pramen: ČNB

Pozn.: Skupina developerů je tvořena kódy NACE 411 (Developerská činnost) a 68 (Činnost v oblasti nemovitostí).

GRAF II.38

Meziroční tempo růstu bankovních úvěrů nefinančním podnikům
(v %)



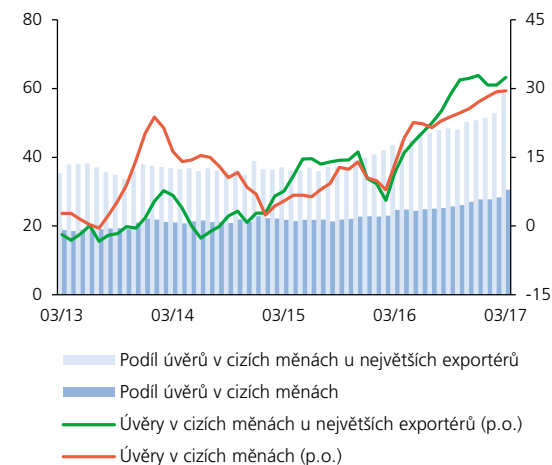
Pramen: ČNB

23 Přestože došlo v listopadu 2016 k dohodě kartelu OPEC o omezení těžby ropy, na což reagovala cena ropy Brent největším růstem od začátku roku 2009, omezení se zatím vztahuje pouze na první polovinu roku 2017. K růstu cen ropy v prvním čtvrtletí 2017 přispěly výpadky těžby v Libyi a signály, že by OPEC mohl dohodu o omezení produkce prodloužit i do druhé poloviny roku. Při větším růstu ceny nad současnou úroveň se však očekává zrychlení růstu vrtné aktivity a následně brádicové těžby v USA. Zprávy z trhu současně naznačují, že ropy je výrazný přebytek.

24 K březnu 2017 se ocitly v úpadku již čtyři dceřiné společnosti koncernu Vítkovice Machinery Group – Vítkovice Power Engineering, Vítkovice Gearworks, Vítkovice Envi a Vítkovice Revmont. Materializace rizika u úvěrů poskytnutým těmto společnostem se dotýká i českého bankovního sektoru. Zpráva insolvenčního správce o stavu insolvenčního řízení Vítkovice Power Engineering ze dne 9. listopadu 2016.

GRAF II.39

Meziroční tempo růstu úvěrů v cizích měnách a jejich podíl na celkových bankovních úvěrech sektoru
(v %)

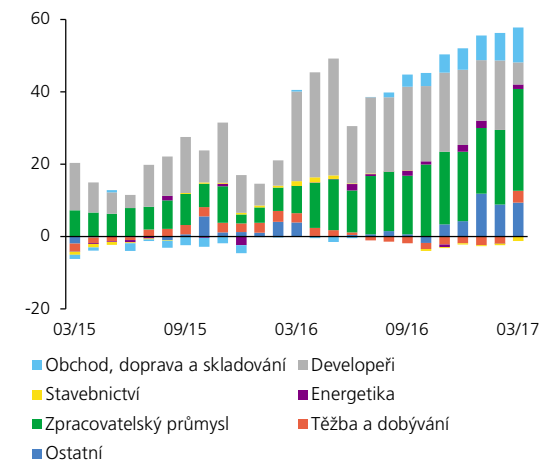


Pramen: ČNB

Pozn.: Úvěry v cizích měnách jsou vyhlazeny 3měsíčním klouzavým průměrem. Skupina největších exportérů zahrnuje 1000 největších exportérů v ČR v roce 2016.

GRAF II.40

Absolutní meziroční změny cizoměnových úvěrů ve vybraných odvětvích
(v mld. Kč)



Pramen: ČNB

vuje v průměru více než čtvrtinu nově poskytnutých úvěrů sektoru.²⁵ Vedle silného růstu úvěrů domácnostem na bydlení (viz část 2.4) tak významně roste koncentrace úvěrů poskytnutých do sektoru nemovitostí, což zvyšuje zranitelnost českého bankovního sektoru vůči nepříznivému vývoji na tomto trhu. Z hlediska účelu poskytnutí úvěru se meziročně zvýšilo čerpání finančních a investičních úvěrů, zatímco objem krátkodobějších provozních úvěrů se meziročně snížil (Graf V.15 v části 5.2).

Výrazně se zvýšil objem bankovních úvěrů v cizích měnách

Během roku 2016 se výrazně zvýšilo meziroční tempo růstu úvěrů v cizích měnách, které v březnu 2017 činilo 29,6 % (Graf II.39). Podíl cizoměnových úvěrů na celkových bankovních úvěrech sektoru se od ledna 2016 do března 2017 zvýšil o 7,8 p.b. na úroveň historického maxima 30,5 %. Ještě výraznější změna měnového složení úvěrů je patrná u skupiny největších exportérů, u kterých cizoměnové úvěry představují více než polovinu všech čerpaných úvěrů. Exportující podniky používají úvěry v cizích měnách tradičně jako prostředek zajištění proti kurzovému riziku. Analýza ČNB na základě vzorku skupiny největších exportérů ukazuje, že vývozní podniky jsou v tomto ohledu poměrně dobře zajištěny. Z hlediska odvětví došlo k největším nárůstům především ve zpracovatelském průmyslu a u činnosti v oblasti nemovitostí (Graf II.40). Pozorovaný nárůst čerpání úvěrů v cizích měnách tak souvisel zejména s přirozeným zajišťováním podniků proti kurzovému riziku před očekávaným ukončením kurzového závazku ČNB.²⁶

25 Obdobný podíl je pozorován také u stavu úvěrů. V únoru 2017 činil podíl úvěrů podnikům z oblasti nemovitostí zhruba 29 % celkových úvěrů nefinančním podnikům.

26 Vzhledem k tomu, že developeřské společnosti vykazují většinu cen v EUR, se při čerpání úvěrů v cizích měnách v tomto segmentu také může jednat o přirozené zajišťování tržeb.

2.4 DOMÁCNOSTI

Příjmová situace domácností se zlepšila, a to i u nízkopříjmových domácností. Pozitivní vnímání vývoje příjmů a příznivý ekonomický výhled povzbuzuje růst spotřeby i investic a vede k růstu zadluženosti sektoru. Akcelerující dynamiku vykazují zejména bankovní úvěry na bydlení, po letech stagnace výrazně rostou také spotřebitelské úvěry. Náklady na obsluhu dluhu zůstávají díky prostředí nízkých sazeb i příznivému vývoji příjmů na udržitelné úrovni. Očekávaný růst úrokových sazeb však může vést k vyšší citlivosti domácností na příjmové šoky a k nárůstu problémů se splácením. Úvěrové riziko mírně pokleslo napříč všemi kategoriemi úvěrů, v příštím období je očekáván jeho mírný nárůst.

Zlepšení situace na trhu práce se promítlo do rychlejšího růstu příjmů...

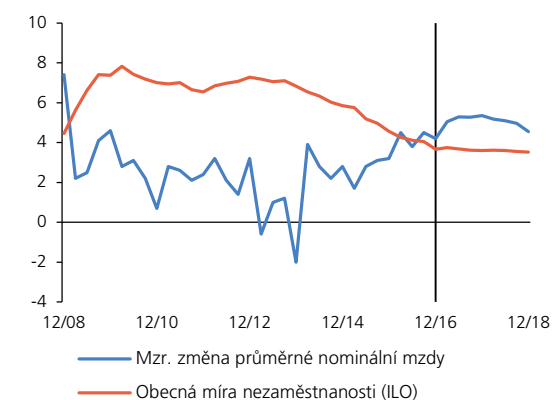
Hospodářský růst v roce 2016 a na začátku roku 2017 přispěl k dalšímu zlepšení celkové situace na trhu práce. Obecná míra nezaměstnanosti klesla ke konci února 2017 na hodnotu 3,5 % a je nejnižší v rámci zemí EU. Rostoucí poptávka po pracovní síle vedla k nárůstu počtu volných pracovních míst a promítla se pozitivně do mzdového růstu (Graf II.41). Předstih tempa růstu mediánové mzdy před průměrnou mzdou naznačuje posun k vyšším mzdám zejména u domácností s nižšími příjmy. Makroekonomická prognóza ČNB ze Zprávy o inflaci II/2017 ukazuje, že trh práce se již přiblížil situaci z vrcholu hospodářského cyklu v roce 2009, a pro příští období proto lze očekávat již jen nepatrný pokles nezaměstnanosti. Vzhledem k pozorovanému převisu poptávky po práci nad její nabídkou v mnoha odvětvích však prognóza předpokládá zachování svižné příjmové dynamiky.

... pozitivní vnímání hospodářského vývoje vede k růstu zadluženosti

Nárůst spotřebitelské důvěry a optimistický výhled v oblasti příjmů vedly k opětovnému zrychlení tempa růstu dluhu, které během roku 2016 značně předčilo růst disponibilních příjmů (Graf II.42). Tento vývoj se odrazil v dalším nárůstu míry zadluženosti. V mezinárodním srovnání však zůstává celková zadluženost českých domácností stále relativně nízká. Rovněž tempo jejího růstu nebylo ve srovnání se zeměmi, které neprošly v posledních letech procesem oddlužení (*deleveraging*), nijak dramatické (Graf II.43). V určitých segmentech, zejména u bankovních úvěrů, však zůstává tempo růstu úvěrů v rámci EU nadprůměrné. Nejrychlejší dynamiku vykazovaly úvěry na bydlení. Skutečně nových úvěrů na bydlení včetně navýšení bylo v meziročním srovnání poskytnuto v roce 2016 zhruba o 15 % více a začátkem roku 2017 toto tempo dále akcelerovalo (viz také Graf V.15 v části 5.2). U nových úvěrů na bydlení se podíl skutečně nových úvěrů pohybuje stabilně kolem 60 %, obdobně stabilní byl také podíl bankami refinancovaných úvěrů (mírně nad 10 %) a úvěrů s novou fixací sazby (necelých 30 %). Podle *Základního scénáře* by se tempo růstu bankovních úvěrů obyvatelstvu mělo nadále pohybovat poblíž úrovně 8 % (Graf II.44). Proti zrychlování úvěrové dynamiky bude působit zejména přísnější nastavení ukazatele LTV v Doporučení k řízení rizik spojených s poskytováním retailových úvěrů zajištěných rezidenční nemovitostí od dubna 2017. Pokud by se naplnily makroekonomické podmínky pro

GRAF II.41

Vývoj ukazatelů trhu práce (v %)

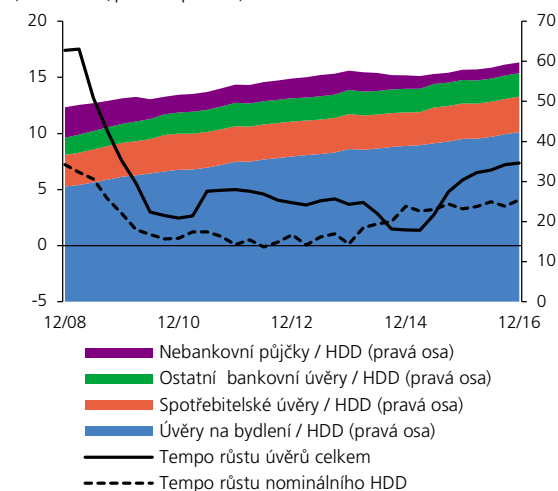


Pramen: ČNB

Pozn.: Obecná míra nezaměstnanosti je sezonně očištěna. Svislá čára odděluje pozorované hodnoty od oficiální predikce ČNB ze Zprávy o inflaci II/2017.

GRAF II.42

Ukazatele zadluženosti a příjmů domácnosti (meziročně v %; pravá osa: podíl v %)

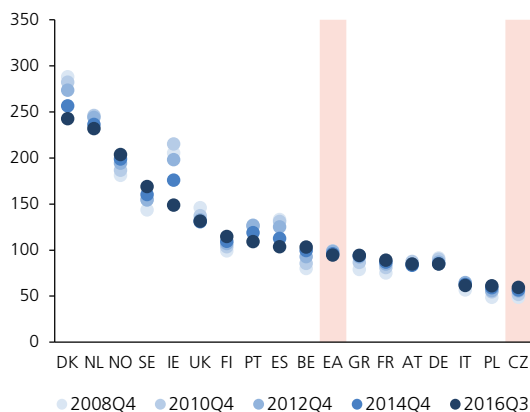


Pramen: ČNB

Pozn.: Nebankovní půjčky představují úvěry poskytnuté ostatními finančními institucemi.

GRAF II.43

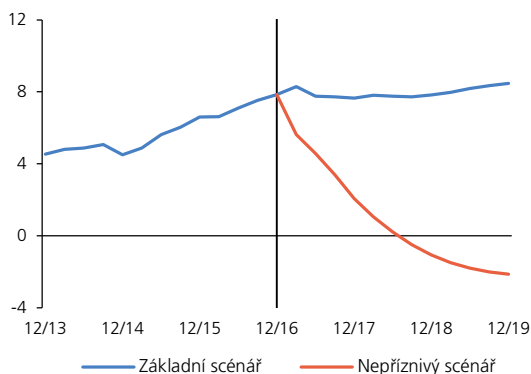
Zadluženost domácností v poměru k hrubému disponibilnímu důchodu v mezinárodním srovnání (v %)



Pramen: ČNB

GRAF II.44

Meziroční tempo růstu bankovních úvěrů obyvatelstvu (v %)



Pramen: ČNB

Nepříznivý scénář, úvěrová dynamika by naopak začala významně klesat a na tříletém horizontu scénáře by se pohybovala v záporných hodnotách.

Nízké úrokové sazby a rostoucí příjmy působí příznivě na obsluhu dluhu

Poměr čistých úrokových nákladů k disponibilním příjmům se i přes rostoucí výši celkového dluhu domácností nadále pohyboval těsně pod hranicí 2 % (Graf II.45). K tomu přispěly rostoucí příjmy i výrazně nízké úrokové sazby – ty však již pravděpodobně dosáhly koncem roku 2016 svého dna (Graf II.46). Dopady obratu ve vývoji úrokových sazeb může částečně tlumit rostoucí délka jejich fixace (Graf II.45). Nárůst nákladů na obsluhu dluhu se proto nejprve dotkne končících fixací²⁷ a spotřebitelských úvěrů s krátkou dobou splatnosti. Po zvýšení nákladů úvěrového financování bude vývoj obsluhy dluhu více citlivý na změny v příjmové situaci domácností (viz část 4.3). Údaje ze statistiky rodinných účtů však ukazují, že úvěry byly poskytovány především domácnostem s vyššími příjmy, a tedy nižší citlivostí na nárůst sazeb a výpadek příjmů (Graf II.47, levý panel). Náklady na obsluhu dluhu by proto v případě naplnění méně příznivého scénáře měly pro většinu domácností i nadále zůstat na udržitelné úrovni. Část domácností s nižšími příjmy nicméně může být v případě významného nárůstu sazeb vystavena zvýšenému riziku. Půjčky poskytované domácnostem v nejnižším příjmovém kvartilu sice mají na celkových půjčkách poměrně malý podíl, ale jsou tvořeny hlavně spotřebitelskými úvěry s vyšším úvěrovým rizikem. Tomu nasvědčuje vyšší rozsah problémů se splácením úvěrů v pravidelných termínech a zvýšené riziko jejich výskytu v obdobích náchylných na výpadky příjmů (Graf II.47, pravý panel).

Úvěrové riziko domácností se snížilo

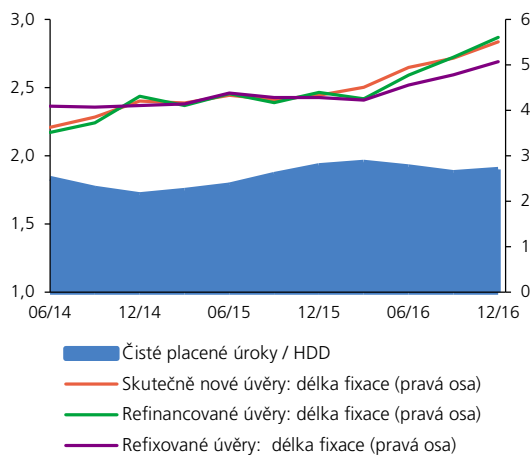
Díky pozorovanému makroekonomickému vývoji se hodnoty ukazatelů úvěrového rizika v průběhu roku 2016 snižovaly napříč všemi kategoriemi poskytovaných úvěrů. U bankovních úvěrů obyvatelstvu poklesla 12měsíční míra defaultu na hodnotu 2,2 % (Graf II.48), přičemž sestupná tendence byla zaznamenána jak u úvěrů na bydlení (1,6 %), tak u spotřebitelských úvěrů (4,7 %). Na vyšších, ale mírně klesajících úrovních se pohybovala rovněž 12měsíční míra defaultu u nebankovních půjček. S příznivým vývojem úvěrového rizika koresponduje rovněž klesající podíl bankovních úvěrů se selháním k celkovým úvěrům, který v únoru 2017 dosáhl výše 3,1 % (úvěry na bydlení 1,9 %, spotřebitelské úvěry 8,8 %). Podle *Základního scénáře* by mělo úvěrové riziko obyvatelstva během roku 2017 mírně vzrůst, k čemuž přispěje především dílčí zhoršení portfolia spotřebitelských úvěrů. Při naplnění podmínek *Nepříznivého scénáře* by 12měsíční míra defaultu úvěrů obyvatelstvu začala rychle růst a na konci tříletého horizontu by se dostala k úrovni 6 %, značící více než dvojnásobek očekávané výše.

27 U některých úvěrů s delšími fixacemi, které budou refixovány v nejbližších letech, však bude pravděpodobně nadále docházet k poklesu úrokových sazeb oproti situaci, kdy byly sazby u těchto úvěrů fixovány naposled.

GRAF II.45

Náklady na obsluhu dluhu a průměrná doba fixace úvěrů

(v %; pravá osa: průměrná doba fixace v letech)



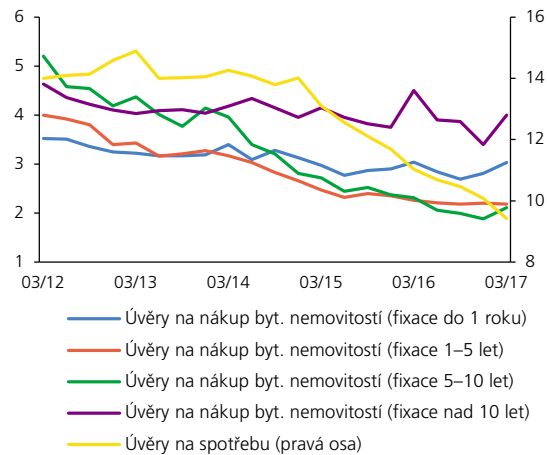
Pramen: ČNB

Pozn.: Čisté placené úroky představují rozdíl mezi úrokovými náklady domácností z bankovních úvěrů a úrokovými výnosy z vkladů u bank. HDD je zkratka pro hrubé disponibilní příjmy domácností.

GRAF II.46

Úrokové sazby nových korunových úvěrů domácnostem

(v %)

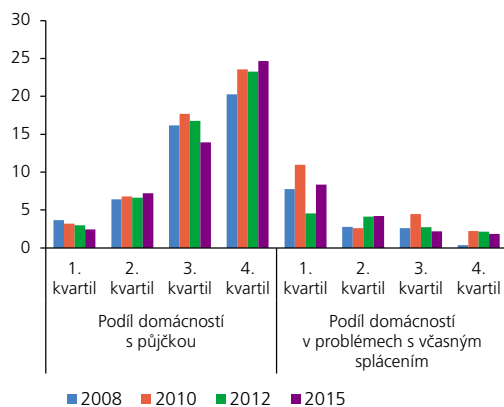


Pramen: ČNB

GRAF II.47

Vybrané charakteristiky v členění podle příjmových kvartilů

(v %)



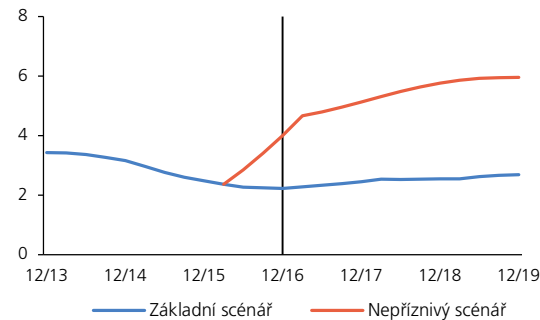
Pramen: ČSÚ, výpočty ČNB

Pozn.: Příjmové kvartily jsou stanoveny podle celkových čistých příjmů domácností za rok.

GRAF II.48

Vývoj 12M míry defaultu bankovních úvěrů obyvatelstvu

(v %)



Pramen: ČNB