

Univerzita Karlova v Praze
Fakulta sociálních věd
Institut ekonomických studií

Bakalářská práce

2009

Jakub Chleboun

UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE

FAKULTA SOCIÁLNÍCH VĚD

Institut ekonomických studií

Jakub Chleboun

**Úvěrová krize?
Analýza vývoje podnikových úvěrů v ČR**

Bakalářská práce

Praha 2009

Autor: **Jakub Chleboun**

Konzultant: **PhDr. Filip Hájek**

Akademický rok: **2008/2009**

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem předkládanou práci zpracoval/a samostatně a použil/a jen uvedené prameny a literaturu.

V Praze dne 20. května 2009

Jakub Chleboun

Poděkování

Na tomto místě bych rád poděkoval svému konzultantovi PhDr. Filipu Hájkovi za rady a připomínky k této práci. Dále bych rád poděkoval svému otci Ing. Ivanu Chlebounovi za konstruktivní kritiku a své matce Mgr. Miladě Chlebounové za jazykovou korekturu textu.

Abstrakt

Tato práce předkládá aktuální analýzu současného poklesu bankovních úvěrů nefinančním podnikům v ČR. Nefinanční podniky v ČR se obecně tolik nezadlužují v porovnání s podniky ze zemí eurozóny. Jejich nevýhodou je značná závislost na jednom nástroji financování – bankovních úvěrech. Bankovní sektor díky své tradiční orientaci na konzervativní obchodní model nebyl přímo zasažen světovou finanční krizí a i nadále zůstává dobře kapitalizovaný a s dostatkem likvidity. Bankovní krize nenastala, poruchy nabídky úvěrů credit crunch a savings squeeze byly vyloučeny. Nicméně nabídka podnikových úvěrů od listopadu 2008 významně poklesla a to pravděpodobně více než poklesla poptávka po nich, proto existuje převis poptávky. Je sporné, zda se v bankovním sektoru nevyskytuje dysfunkce, protože neposkytuje dostatek úvěrů pro překlenutí nesouladu mezi časovou strukturou finančních zdrojů a potřeb pro fundamentálně zdravé podniky. Český bankovní sektor je reálně vystaven riziku výrazného zhoršení svých úvěrových portfolií v důsledku insolvence podniků během stagnace hospodářského růstu.

Abstract

This study analyzes the recent decline in bank credits to nonfinancial corporations in the Czech Republic. Nonfinancial corporations in the Czech Republic do not take as much debt as their counterparts in the euro area. They are extensively dependent on one financial instrument – a bank credit. The banking sector was not directly affected by the global financial crisis thanks to its traditional orientation on the conservative business model. The banking sector remains good capitalized, with enough liquidity. The banking crisis has not occurred, hypotheses about credit crunch and savings squeeze were rejected. However, since November 2008 the credit supply has been declining substantially and probably more than the credit demand did – there is an excess of demand. It is disputable, whether there is not a dysfunction in the banking sector because it does not provide enough credit to fundamentally healthy nonfinancial corporations to get over the mismatch in the time structure between financial sources and needs. The Czech banking sector is in danger of significant worsening of its credit portfolios as a consequence of insolvency of corporations during the economic stagnancy.

OBSAH

1. Úvod.....	2
2. Úloha a postavení bank v české ekonomice.....	3
2.1. Český finanční systém.....	3
2.2. Financování českých podniků.....	5
2.2.1. Kapitálová struktura českých podniků.....	5
2.2.2. Způsob financování českých podniků.....	6
3. Teoretické koncepty úvěrového trhu.....	7
3.1. Úvěrové cykly.....	8
3.1.1. Kiyotakiho a Mooreova teorie úvěrových cyklů.....	9
3.1.2. Teorie kolísání úvěrových politik.....	11
3.1.3. Hypotéza institucionální paměti.....	12
3.2. Credit crunch.....	13
3.2.1. Přidělování úvěrů na trhu s nedokonalými informacemi.....	14
3.2.2. Credit crunch vs. přidělování úvěrů.....	16
3.2.3. Holmström-Tirolův model finančního zprostředkování.....	16
3.2.4. Credit crunch a příbuzné jevy.....	18
3.3. Modelování nabídky a poptávky po úvěrech.....	19
4. Pokles úvěrů konce 90. let.....	21
4.1. Bankovní sektor v transformačním období.....	21
4.2. Pokles úvěrů konce 90. let.....	21
4.2.1. Příčiny poklesu úvěrů.....	22
5. Analýza současných úvěrových problémů.....	24
5.1. Vývoj stavu úvěrů.....	24
5.2. Období před úvěrovými problémy.....	28
5.2.1. Co předcházelo současným úvěrovým problémům.....	28
5.2.1.1. Odpovídající teoretické koncepty.....	29
5.3. Nefinanční podniky (poptávková strana).....	30
5.4. Bankovní sektor (nabídková strana).....	33
5.4.1. Strategie bank.....	33
5.4.1.1. Nabídka úvěrů nefinančním podnikům.....	33
5.4.1.2. Přidělování úvěrů.....	34
5.4.1.3. Nastavení úrokové míry.....	35
5.4.1.4. Úvěrové standardy.....	36
5.4.1.5. Alternativy úvěrů nefinančním podnikům.....	36
5.4.2. Krize bankovního sektoru?.....	37
5.4.2.1. Likvidita, mezibankovní trh.....	38
5.4.2.2. Credit crunch, collateral squeeze, savings squeeze.....	39
5.4.2.3. Možná budoucí rizika pro bankovní sektor.....	40
5.5. Porovnání úvěrové krize konce 90. let se současnými úvěrovými problémy.....	41
6. Omezení a nedostatky analýzy.....	42
7. Závěrečné shrnutí.....	42
8. Použité zdroje.....	45

1. ÚVOD

Vývoj stavu úvěrů nefinančním podnikům v ČR má zajímavý průběh – od vzniku ČR do konce devadesátých let úvěry rychlým tempem rostou, poté až do poloviny roku 2003 opět rychle klesají (dokonce pod úroveň z roku 1993). A dále stav úvěrů zase rychlým tempem roste až do listopadu 2008, kdy celosvětová finanční a hospodářská krize způsobí výrazný pokles stavu podnikových úvěrů, který trvá již pět měsíců. Čeká českou ekonomiku znovu tak hluboký a dlouhý pokles úvěrové aktivity jako mezi lety 1998 až 2003?

I na tuto otázku hledá tato práce odpověď. Záměrem této studie je podrobná analýza současného poklesu stavu úvěrů nefinančním podnikům. Analýza se opírá o vybrané teoretické a empirické modely úvěrového trhu. Vzhledem k velmi aktuální povaze tématu a nedostupnosti (zatím) některých dat by matematické modelování úvěrového trhu nepřineslo relevantní výsledky. Proto je analýza netechnická a vybrané teoretické koncepty využívá zaprvé pro detailní porozumění dílčích mechanismů, které svojí syntézou určují fungování úvěrového trhu, a zadruhé jako nástroj pro přesné definování pojmů a jevů, jimiž se (často nepřesně) popisují změny v úvěrové aktivitě.

Nefinanční podniky, které jsou do značné míry závislé na bankovních úvěrech, tvoří významnou část HDP a zaměstnávají většinu pracovní síly. Problémy bankovního sektoru a úvěrování nefinančních podniků proto mají přímý dopad na celkovou ekonomickou situaci v ČR. Studie se pokouší rozlišit vlivy strany poptávky po úvěrech (nefinančních podniků) a strany nabídky úvěrů (bankovního sektoru) na celkovou úvěrovou aktivitu. Analýza přitom bere v úvahu širší makroekonomický kontext. Porovnává také pokles úvěrové aktivity konce devadesátých let se současným poklesem. I přes zdánlivou odlišnost mají oba poklesy stavu úvěrů společného jmenovatele – oba byly iniciovány stagnací hospodářského růstu.

Ve druhé kapitole rozebírám úlohu a postavení bank v české ekonomice. Ve třetí části nastiňuji vybrané teoretické koncepty a modely zabývající se problematikou finančního zprostředkování a fungování úvěrového trhu. Čtvrtá kapitola je historickým exkurzem do vývoje úvěrování od vzniku ČR do úvěrové krize konce devadesátých let. V páté klíčové kapitole přistupuji k podrobné analýze vývoje stavu úvěrů za poslední rok a půl a zaměřuji se samozřejmě na pokles úvěrové aktivity od listopadu 2008. V závěru této kapitoly také porovnávám úvěrovou krizi konce devadesátých let se současným poklesem úvěrů. Šestá část diskutuje některá omezení a nedostatky této studie. A v sedmé kapitole shrnuji nejpodstatnější

omezení a nedostatky této studie. A v sedmé kapitole shrnuji nejpodstatnější poznatky a výsledky této práce.

Pokud není uvedeno jinak, je zdrojem veškerých dat databáze časových řad České národní banky ARAD. Pokud také není specifikováno jinak, rozumí se v celém textu úvěry jako stav úvěrů nefinančním podnikům, které jsou rezidenty ČR.

2. ÚLOHA A POSTAVENÍ BANK V ČESKÉ EKONOMICE

Jak argumentuji dále v této kapitole, je postavení bank v českém finančním systému naprosto klíčové. Nejen proto, že většinu aktiv finančního sektoru tvoří bankovní aktiva, ale i proto, že kvůli nedostatečně rozvinutému kapitálovému trhu firmy nemají jinou možnost, jak získat zdroje financování svých aktiv, než bankovní úvěr. Ekonomické subjekty s přebytkem kapitálu neinvestují na špatně fungujícím kapitálovém trhu, ale preferují vklady u bank. Bankovní sektor tak v podstatě zajišťuje v ČR jediné fungující propojení mezi jednotkami s přebytkem a jednotkami s nedostatkem kapitálu. O tom svědčí také stabilně vysoký zprostředkovatelský poměr. Tento stav trvá stabilně od vzniku ČR a ani v blízké budoucnosti se rozhodující vliv bankovního sektoru na vývoj českého finančního systému s velkou pravděpodobností nezmění. Proto se tato práce omezuje v analýze dopadu světové finanční krize výhradně na bankovní sektor.

2.1. Český finanční systém

Český finanční systém je úzce integrován do evropského trhu. Po institucionální stránce přijala Česká republika vstupem do Evropské unie povinnost respektovat základní principy jednotného evropského trhu finančních služeb. Po ekonomické stránce hrají v bankovním sektoru, ale i v celém finančním systému nejdůležitější roli finanční skupiny z vyspělých členských států Evropské unie (Erbenová, 2004).

Kapitálový trh je nevýznamný, a přestože objemy obchodů na Pražské burze od roku 2001 rychlým tempem rostou, tržní kapitalizace dosahuje pouze necelé poloviny stavu úvěrů v české ekonomice. Jen 14 velkých společností se obchoduje na hlavním trhu¹, malé a střední

¹ Ke dni 27. 4. 2009.

podniky chybějí úplně. Kapitálový trh si s sebou stále nese negativní dědictví překotného transformačního procesu bez dostatečných regulatorních opatření a s komplikovanou legislativou. Využití kapitálového trhu jako zdroje financování je v ČR složitý a nákladný proces, který stojí tradičně v pozadí financování pomocí úvěrů.

Nejvýznamnější úlohu v systému mají banky. Podíl bankovních aktiv na celkových aktivech finančních institucí činil za rok 2008 69 %. Přestože se tento podíl od roku 2000 (v roce 2000 to bylo 81 %) dlouhodobě lehce snižuje, převaha bank nad ostatními finančními institucemi je stále značná. Navíc některé banky vytvářejí bankovní finanční skupiny, jež většinou tvoří spolu s bankou stavební spořitelna, pojišťovna, stavební spořitelna a investiční a leasingová společnost. Čili velké banky mají i vliv na další finanční instituce, se kterými vytvářejí bankovní finanční skupinu. O rozhodujícím postavení bank v českém finančním systému svědčí také vysoký zprostředkovatelský poměr,² který se od roku 2004 do 2008 zvýšil z 95 % na 125 %. V kontextu bankovního sektoru je třeba zdůraznit naprostou dominanci zahraničního kapitálu po privatizaci velkých bank (tři největší byly zprivatizovány v letech 1999 až 2001). V roce 2004 pocházelo 97 % kapitálu v „českém“ bankovním sektoru ze zahraničí (Erbenová, 2004). Podle údajů ČNB ke konci roku 2008 má rozhodující zahraniční účast 30 bank z 37, přičemž zahraniční kapitál kontroluje všechny velké banky.

Nejvýznamnější hráči na českém finančním trhu – banky – se výrazně orientují na tradiční konzervativní obchodní model na dosud nenasyceném českém trhu. Tuto orientaci posiluje i převažující zahraniční vlastnictví domácích finančních institucí, neboť zahraniční vlastníci nechávají své dceřiné společnosti generovat výnosy zejména z dynamicky se rozvíjejícího retailového bankovníctví, zatímco správu portfolia cenných papírů a derivátů typicky koncentrují do poboček v mezinárodních finančních centrech (ČNB, 2008). Jak dokládá tabulka 2.1, ve struktuře aktiv domácích bank představují akcie a další majetkové účasti pouhá 2 % portfolia. Banky volí do svého portfolia méně rizikové dluhopisy a hlavní zdroj zisků představují klientské úvěry, které zaznamenaly od roku 2002 nárůst podílu v portfoliu. Přebytné finanční prostředky banky buď za nižší úrok (s nižším výnosem) ukládají u ČNB a investují do státních cenných papírů, nebo případně nabízejí více úvěrů za vyšší úrok, pokud vyhodnotí riziko poskytování dalších úvěrů jako přijatelné.

² Zprostředkovatelský poměr je definován jako vklady a úvěry bank k výši hrubého domácího produktu.

Tabulka 2.1: Struktura aktiv obchodních bank, v %

	Celková aktiva	Vklady a úvěry u ČNB	Vklady a úvěry obchodních bank	Úvěry a ostatní pohledávky za klienty	Dluhopisy	Akcie a majetkové účasti
2002	100	23	9	35	19	n/a
2003	100	21	7	37	24	1
2004	100	19	8	40	22	1
2005	100	17	8	43	21	2
2006	100	13	7	47	22	2
2007	100	9	7	51	21	2
2008	100	9	6	52	20	2

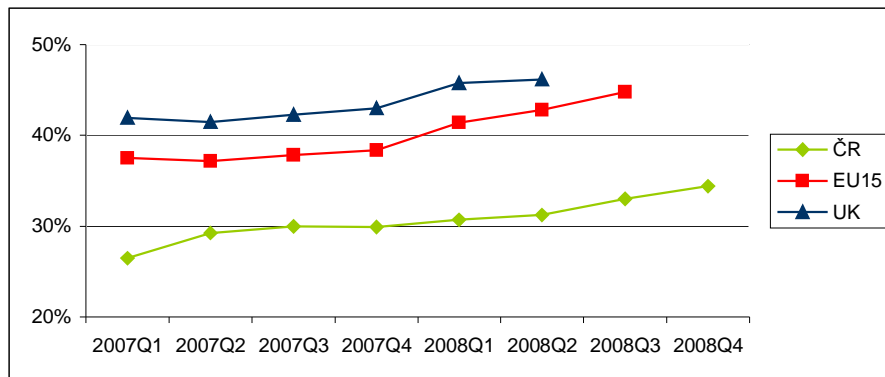
Zdroj: ČNB

2.2. Financování českých podniků

2.2.1. Kapitálová struktura českých podniků

Jak vyplývá z grafu 2.1, české nefinanční podniky se nezadlužují tolik jako jejich protějšky ve vyspělých zemích Evropy. Ukazatel zadlužení – leverage ratio³ – se pro české firmy pohybuje na hladině zhruba o 10 p.b. nižší než pro firmy ze zemí eurozóny a zhruba o 15 p.b. nižší než britské nefinanční podniky. Celkově lze pozorovat trend růstu zadlužení ve všech pozorovaných zemích. Nižší zadlužení českých podniků může částečně vyplývat z opatrnosti jak bank, tak samotných podniků. Po neblahých zkušenostech se špatnými úvěry z post-transformačního období, kdy ještě na začátku roku 2002 činil podíl klasifikovaných úvěrů na celkových úvěrech 28 %, banky udržují přísnější kritéria pro získání půjčky. Také podniky si samy hlídají poměr dluhu a kapitálu, aby splnily bankovní požadavky na finanční kondici a mohly získat další půjčky.

Graf 2.1: Zadlužení nefinančních podniků – leverage ratio



Zdroj: ČNB, ECB, BoE

³ Leverage ratio se definuje jako celkový dluh ku celkovému dluhu a vlastnímu kapitálu.

Dluh se skládá nejen z půjček, ale i z dluhopisů. Zatímco ve Velké Británii tvoří více jak pětinu dluhu dluhopisy, v ČR je to dlouhodobě pouze 7–8 %. To signalizuje, že dluhopisy jako nástroj financování využívají české firmy v podstatně menší míře. Struktura kapitálu také potvrzuje fakt, že kapitálový trh slouží k opatření si finančních zdrojů pouze zřídka. Podíl obchodovaných akcií ku celkovému kapitálu je pro české podniky kolem 28 %, pro firmy zemí eurozóny se pohybuje o 5–6 p.b. výše. Pro Velkou Británii jako zástupce finančního systému orientovaného na kapitálový trh tvoří obchodované akcie téměř dvě třetiny celkového kapitálu.

2.2.2. Způsob financování českých podniků

Předchozí oddíl naznačuje, že se české podniky v porovnání s vyspělou Evropou tolik nezadlužují a také méně využívají kapitálový trh jako zdroj financování. Jak se tedy financují?

Odpověď na tuto otázku vychází z výsledků tří empirických studií – Buchtíková, 1999; Dvořák, 2000 a Jindřichovská, Körner, 2008. Analýzy docházejí k podobným závěrům, ačkoli byla analyzována data v období mezi roky 1995 až 2006. To naznačuje, že k žádným významným změnám ve způsobu financování firem v průběhu tohoto desetiletí nedošlo. Poslední dvě jmenované práce předkládají výsledky dotazníkového šetření mezi českými manažery.⁴ Manažeři odpovídali převážně na otázky, jak důležitý je pro jejich firmu daný instrument financování, jak často ho využívají, jestli je pro firmu tento instrument dostupný a jak hodnotí celkovou nákladnost používání tohoto instrumentu. Díky dotazníkům jsou k dispozici „měkká“ data o způsobu financování napříč spektrem firem, tedy nejen údaje, jak firma financuje svá aktiva, ale i informace, jak manažeři vnímají dostupnost a nákladnost jednotlivých způsobů financování.

Ze způsobů vnitřního financování hodnotili manažeři navýšení kapitálu jako nákladné, i když dostupnost byla pro firmy se zahraniční mateřskou společností dostačující, pro firmy s nízkou prodejní marží (0–5 %) byla dostupnost tohoto nástroje omezená. Také IPO hodnotili manažeři jako obecně vysoce nákladné, navíc s omezenou dostupností. Zároveň se firmy s obratem pod 1 mld. Kč cítily být omezeny výší minimální emise. Dostupnost financování ze zadrženého zisku byla shledána jako dostačující a nákladnost jako nízká. Je to jediný dostupný instrument vnitřního financování s přijatelnými náklady, protože také vstup venture kapitálu se zdá manažerům nákladný, jeho dostupnost je omezená a navíc kvůli omezujícím zájmům nových akcionářů klesá stabilita podniku.

⁴ Přes 600 respondentů v případě Dvořáka a 188 v případě Jindřichovské, Körnera.

Z vnějších způsobů financování zhodnotily firmy nejlépe bankovní úvěr. Banky poskytovaly úvěr v dostačujícím množství, manažeři ocenili jeho dostupnost, splátky a úrokové sazby považují za přiměřené. Banky nemají zdaleka tak striktní nároky na zajištění od dobře profitujících firem, od firem se zahraničními mateřskými společnostmi a od firem s obratem více jak 1 mld. Kč. To zcela odpovídá přirozenému rozhodování bank – bonitní klient získá úvěr snadněji. Půjčky od mateřských společností byly dostupné pro firmy se zahraniční, nikoli českou mateřskou společností. Půjčky od nebankovních subjektů byly obecně považovány za velmi nákladné s vysokými nároky na zajištění a s vysokými úrokovými sazbami. Možnost vydání dluhopisů shledávaly firmy jako omezenou, především kvůli výši minimální emise. Z instrumentů leasingu – finanční leasing, operativní leasing a „sale-and-lease-back“ – využívaly firmy pouze finanční leasing, který byl podle jejich názoru dostupný a s přiměřenými požadavky na zajištění a leasingové splátky. Rovněž factoring byl dostupný, nicméně s vysokými náklady. Velké firmy také mohou částečně získat finanční prostředky nákupem zboží/služeb na dodavatelský úvěr. Velice oblíbeným instrumentem jsou také delší splátkové termíny za dodané produkty nebo služby, které si však mohou dovolit pouze nejsilnější hráči na trhu.

Ze studií vyplývá, že pokud se čistý pracovní kapitál financuje z vnějších zdrojů, pak obvykle bankovními půjčkami nebo dodavatelskými úvěry. Z vnitřních zdrojů využívají firmy zisky pro financování pracovního kapitálu. K financování investičních aktivit využívají podniky zadržené zisky jako vnitřní zdroj a bankovní úvěry a finanční leasing jako vnější zdroj.

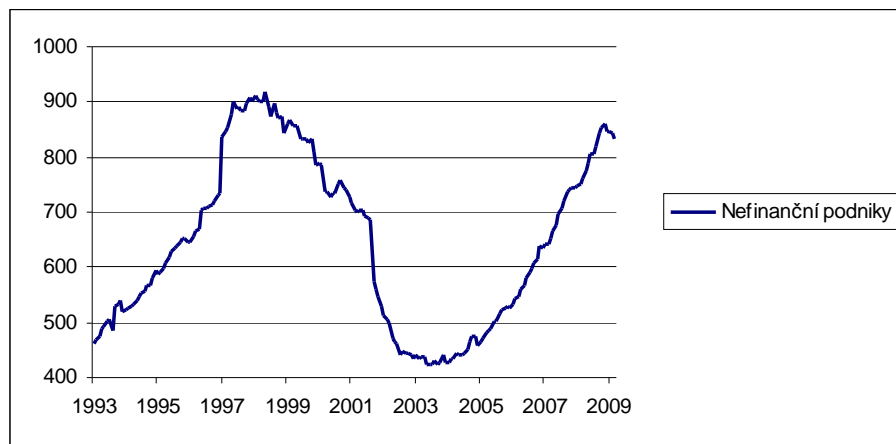
3. TEORETICKÉ KONCEPTY ÚVĚROVÉHO TRHU

V této kapitole je nastíněno několik teoretických konceptů a modelů, které vysvětlují specifický úvěrový trh. Většina modelů, jak sami autoři prohlašují, nemá kvůli výrazným zjednodušujícím předpokladům ambice, stát se nástrojem vhodným pro tvůrce hospodářské politiky, proto i v této práci jsou prezentovány pouze základní netechnické myšlenky, přístupy a důsledky těchto teoretických konceptů. Nicméně i v tomto velkém zjednodušení zaprvé umožňují definovat některé pojmy, týkající se problematiky poskytování úvěrů bankami, které jsou předtím vymezeny velmi vágně, vnímány intuitivně nebo nejsou ustaveny vůbec. Zadruhé umožňují pochopit hlubší kauzality ve fungování úvěrových trhů. Každý teoretický přístup představuje dílčí mechanismus. Je třeba si uvědomit, že fungování úvěrového trhu ovlivňuje

celá řada těchto dílčích mechanismů, které dohromady vytvářejí určitou teoretickou syntézu, podle níž potom úvěrový trh funguje. Literatura k problematice úvěrových trhů je více než bohatá a navíc v souvislosti s probíhající globální finanční krizí vzniká množství dalších studií. Tyto nové práce se však většinou věnují empirickým analýzám, vysvětlují příčiny finanční krize, a to na základě právě starších teoretických studií. Níže uvedené koncepty jsou vybrány s ohledem na potřeby analýzy stavu úvěrů v české ekonomice a v kontextu současných úvěrových obtíží.

Vývoj celkových bankovních úvěrů nefinančním podnikům v ČR (graf 3.1) má zřetelně cyklický charakter. Proto začínám od velmi komplexních teorií týkajících se úvěrových cyklů.

Graf 3.1: Celkový stav úvěrů nefinančním podnikům, v mld. Kč



Zdroj: ČNB

3.1. Úvěrové cykly

Nejhorší půjčky jsou poskytnuty na vrcholu hospodářského cyklu.

Alan Greenspan, 2001

O úvěrových cyklech se napsalo velké množství literatury. Četná empirická pozorování docházejí v drtivé většině ke shodnému závěru, že finanční systém je procyklický – pohybuje se ve stejném směru jako dynamika hospodářského růstu. Studie se většinou zaměřují na dva aspekty procyklicity finančního systému.

Zprvé empirické studie prokazují výrazný nárůst úvěrů během hospodářské expanze dané ekonomikou a opět výrazný pokles během kontrakce. Oba pohyby jsou více než proporcionální vzhledem k dynamice ekonomického růstu. To naznačuje, že se během hospodářského cyklu

mění nejen poptávka po úvěrech (která zhruba kopíruje dynamiku růstu), ale také nabídka, protože stav úvěrů klesá více než ekonomická aktivita.

Zadruhé analýzy prokazují, že v době hospodářského růstu si banky obvykle účtují velmi nízké provize a poplatky, klesá úroková prémie, tedy rozdíl mezi úrokovou sazbou, za kterou banka půjčuje kapitál, a sazbou, za kterou kapitál získává. Banka také nepožaduje tak vysoké záruky. Během kontrakce se naopak služby bank prudce zdražují, rostou poplatky, úroková prémie, požadavky na zajištění a také podíl klasifikovaných úvěrů. Shrnutí banky vesměs uvolňují své úvěrové standardy⁵ v době hospodářského růstu a během kontrakce úvěrové standardy znatelně zpřísňují. Z toho vyplývá, že banky přijímají během expanze větší riziko.

Teorie úvěrových cyklů mají celou řadu nepříznivých důsledků pro danou ekonomiku. Zesilují oscilace hospodářského cyklu, zvyšují systematické riziko. Procyklické půjčování má výrazný negativní dopad na efektivní alokaci zdrojů, protože během expanze se poskytne úvěr mnoha „špatným“ projektům (s negativní čistou současnou hodnotou) a během kontrakce je na druhou stranu mnoho „dobrých“ projektů odmítnuto.

3.1.1. Kiyotakiho a Mooreova teorie úvěrových cyklů

Kiyotaki a Moore (1995) navrhli teoretický přístup, jak úvěrové limity interagují s celkovou ekonomickou aktivitou v průběhu hospodářského cyklu. Zkonstruovali model dynamické ekonomiky, ve které věřitelé nemohou donutit dlužníky, aby spláceli svoje dluhy jinak než zabezpečením dluhu zástavou. V této ekonomice hrají trvalá aktiva dvojí roli, jednak jsou jako produkční faktor a jednak slouží jako zajištění na půjčky. Úvěrové limity jsou ovlivňovány cenami těchto aktiv sloužících jako zajištění. Zároveň jsou ale ceny aktiv ovlivněny úvěrovými limity. Tato interakce se v modelu ukáže být silným transmisním mechanismem, jehož působením náhlý dočasný šok v ekonomice přetrvává, zvětší se a může postihnout i další sektory. Malé, dočasné šoky mohou způsobit velké a trvalé výkyvy ve výstupu a cenách aktiv. Převodní mechanismus funguje následujícím způsobem. Firmu čelící úvěrovému limitu zasáhne dočasný šok v produktivitě, který sníží její čistou hodnotu. Následkem toho se firmě sníží úvěrový limit, protože banka vždy požaduje, aby byla půjčka krytá zástavou, a hodnota zástavy (aktiv firmy) vlivem šoku poklesne. Firma si nemůže půjčit tolik jako v předchozím období, a pokud je úvěrový limit aktivním omezením, musí snížit své investice. Snížení inves-

⁵ Úvěrovým standardem se rozumí jakákoli *necenová* podmínka specifikovaná při typické bankovní půjčce nebo úvěrové lince (požadavky na zajištění, znění smluv, omezení úvěru atd.)

tic s sebou přináší ztrátu v podobě ušlého zisku z nerealizovaných investičních záměrů. Ztráta opět sníží čistou hodnotu firmy a mechanismus se opakuje.

Tento mechanismus by sám o sobě nezpůsobil velké zvětšení šoku ani by nebyly postiženy další sektory. Sílu mechanismu však podporují dva druhy multiplikátorů – statický a dynamický. Statický multiplikátor je aktivní v každém jednotlivém období. Proces statického multiplikátoru začíná stejně jako předchozí převodní mechanismus. Firmu čelící úvěrovému limitu zasáhne dočasný šok v produktivitě, který sníží její čistou hodnotu. Následkem toho se sníží úvěrový limit pro danou firmu. Ta si nemůže půjčit tolik jako v předchozím období, a pokud je úvěrový limit aktivní, musí omezit své investice. V tomto momentu končí jeden cyklus převodního mechanismu a začíná paralelní proces statického multiplikátoru. Omezení investic snižuje poptávku po produkčních faktorech a klesá jejich cena. Stávající produkční faktory, jež firma vlastní, ztrácejí na hodnotě, čili opět klesá čistá hodnota firmy. Protože navíc produkční faktory slouží jako zástava, klesá i hodnota zástavy.

Dynamický multiplikátor souvisí s očekáváním ekonomických subjektů. V prvním období firma prodělá dočasný šok v produktivitě, který sníží její čistou hodnotu. Klesne poptávka po aktivech, a tím pádem se sníží jejich cena. Ve druhém období a v dalších obdobích se proces opakuje. To ekonomické subjekty očekávají, a proto se každý pokles ceny v každém jednotlivém budoucím období promítne již do ceny v přítomném období, protože některé ekonomické subjekty se rozhodnou koupit aktivum až v příštím období, kdy bude levnější. Cena aktiva proto klesá více než proporcionálně velikosti šoku v produktivitě.

Obzvláště dynamický multiplikátor může způsobit, že náhlý dočasný šok v ekonomice přetrvává, zvětší se a může postihnout i další sektory a vyústit do velkých a trvalých výkyvů ve výstupu a cenách aktiv.

Model funguje samozřejmě i v opačném směru i se zmíněnými multiplikátory. Vyšší čistá hodnota firem přes výše zmíněný mechanismus tlačí i na růst cen aktiv. Model tedy dobře odpovídá vypozařované empirické pravidelnosti, že stavy úvěrů v ekonomice rostou rychleji než hospodářský růst a zase klesají více jak proporcionálně hospodářské kontrakci. Model neřeší „bod zlomu,“ tedy bod, kdy se pokles (resp. nárůst) cen aktiv zastaví a jejich cena začne opět růst (resp. klesat). Nicméně Kiyotaki a Moore nabízejí alespoň intuitivní vysvětlení pomocí známého modelu jestřáb – hrdlička. Pokud roste populace hrdliček, roste i počet jestřábů, kteří se jimi živí. Ale jak se zvětšuje počet jestřábů, hubí hrdličky. Nakonec počet hrdliček poklesne tak, že pouze omezené množství jestřábů přežije. S méně jestřáby se však zase hrdličky rozmnoží a koloběh začíná znovu. Analogie s úvěrovými cykly vzniká dosazením banky za jestřába a firmy s úvěrovým limitem za hrdličku. Banka, která nepůjčí víc

než ekvivalent hodnoty zajištění „hubí“ firmy. Ale až mnoho firem zkrachuje, nebudou mít banky komu půjčovat a sníží se jejich počet a těm, co zbudou, půjčí i bez zajištění.

3.1.2. Teorie kolísání úvěrových politik⁶

Předchozí model vysvětloval první empiricky zjištěný fakt, že stav úvěrů roste během hospodářské expanze a klesá během kontrakce, a to v obou případech více jak proporcionálně. Teorie kolísání úvěrových politik je teoretickým modelem Rajana (1994) s cílem vysvětlit druhý v praxi pozorovaný fakt, že během expanze banky uvolňují úvěrové standardy, zatímco při poklesu hospodářského růstu je přitvrzují.⁷

Rajan sestavil model předpokládající racionálně se rozhodující bankovní management, který sice maximalizuje zisk, ale pouze v krátkém období. Kromě krátkodobé maximalizace zisku se management soustředí také na svoji reputaci, tedy jak je banka (potažmo její management) vnímána kapitálovým trhem a trhem práce. Dále se předpokládá, že trh může pouze velmi obtížně sledovat složení bankovního portfolia úvěrů a také specifické hospodářské výkony dlužníků nejsou ihned trhem pozorovatelné. Místo toho se trh soustředí pouze na zisky bank. V důsledku toho se bankovní management může pokoušet ovlivnit vnímání trhu manipulací s nynějšími zisky. Nejsnadnější cestou, jak toho dosáhnout, jsou pro banku změny v úvěrové politice. Banka například může liberálním nastavením úvěrové politiky maskovat rozsah špatných úvěrů v portfoliu tím, že uvolní podmínky smluv, aby selhání nebylo zaznamenáno. Stejně tak banka může liberální úvěrovou politikou přesvědčovat trh o ziskovosti svého úvěrového portfolia, protože nové půjčky generují zisk z počátečních poplatků na úkor kvality úvěru. Obecně uvolněná úvěrová politika pozvedne současné zisky výměnou za ztráty v budoucnu. Trh také více promíjí špatné výsledky banky, pokud je celý bankovní sektor zasazen systematickým nepředvídaným šokem. Banky s ohledem na svoji reputaci a reputaci ostatních bank koordinují své úvěrové politiky. Ve fázi uvolnění úvěrových standardů, liberalizují z konkurenčních důvodů všechny banky své úvěrové politiky. V opačném cyklu zase většina bank přistoupí k přísnějším standardům a pročistí svá úvěrová portfolia. Z modelu vyplývá, že pro banky je výhodné se chovat výše popsáním způsobem, tedy přizpůsobovat svou úvěrovou politiku podobně jako ostatní bankovní instituce.

Rozšířením původního modelu o reálný předpoklad, že hospodářská kondice dlužníků je endogenně ovlivněna nastavením úvěrové politiky, vzniká teorie hospodářského cyklu s nízkou

⁶ V originále Theory of Credit Policy Fluctuations.

⁷ První a druhý aspekt procyklicity poskytování úvěrů – viz úvod kapitoly 2.1.

frekvencí, ale o to hlubších výkyvů, jež odpovídá předchozí zmíněné teorii úvěrových cyklů Kiyotakiho a Moorea. Pokud se negativní šok na sektor dlužníků vyskytne pouze s nízkou pravděpodobností, banky jsou nuceny udržovat přehnaně liberální úvěrovou politiku. To vede k přeinvestování a zvýšení pravděpodobnosti zasažení negativním šokem. Teprve pokud se situace dlužníků výrazně zhorší, podníti to banky k omezení poskytování úvěrů. Investice se náhle prudce sníží a bublina praskne.

3.1.3. Hypotéza institucionální paměti⁸

Hypotéza institucionální paměti je ryze institucionálním pohledem na příčiny kolísání úvěrových standardů. Berger a Udell (2004, str. 461, překlad autora) formulovali hypotézu institucionální paměti následovně: *Zhoršení schopnosti bankovních pracovníků rozeznat potenciální problémy daného úvěru může vést k uvolnění úvěrových standardů s časem od posledního významného problému se špatným úvěrem.*

Zhoršení rozeznávacích schopností je částečně dáno proporcionálním nárůstem bankovních pracovníků, kteří nikdy významný úvěrový problém nezažili, a částečně atrofováním odbornosti zkušených pracovníků. Navíc pokud bankovní pracovník poskytl jednomu klientovi vícekrát bezproblémový úvěr, má tendenci přehlížet rizika. Zhoršení schopností bankovního pracovníka se projevuje hlavně na „měkkých“ datech, jejichž kontrola je ale pro banku časově i finančně velmi nákladná. Banka proto provádí kontrolu svého úvěrového portfolia spíše na základě „tvrdých“ dat.

Regresní analýza vzorku dat přes 200 tisíc amerických bank a více jak 2 milionů poskytnutých komerčních úvěrů z let 1980–2000 podpořila hypotézu, že banky úvěrují více s časem od posledního významného problému s půjčkou. Analýza také potvrdila, že banky uvolňují a přitvrzují úvěrové standardy v závislosti na svých úvěrových cyklech, které se však nemusí krýt s celkovým úvěrovým cyklem v celé ekonomice.

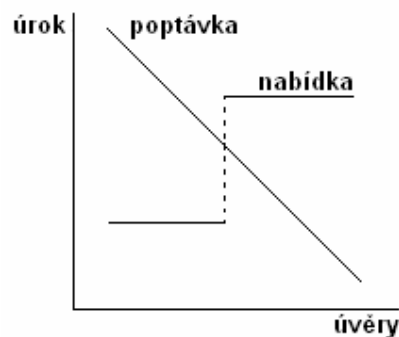
Hypotéza, že bankovní pracovníci zapomínají, se může zdát naivní, příliš jednoduchá, nepodložená žádnými „tvrdými“ daty. Nicméně právě bezmezná důvěra v „tvrdá“ data, matematické modely a zanedbání institucionálních faktorů přispělo k současné světové finanční krizi. Pro dokreslení situace, jak vyplývá z výsledků dotazníku, který Federal Reserve Bank of New York po 35 let čtvrtletně předkládala manažerům velkých amerických bank, jsou úvěrové standardy zdaleka nejvýznamnější proměnou ovlivňující fluktuace úvěrů, úrok nehraje tak významnou roli (Lown, Morgan, 2004).

⁸ V originále Institutional Memory Hypothesis.

3.2. Credit crunch

Credit crunch⁹ se často v médiích zmiňuje jako příčina poklesu úvěrů. Jak ale vyplývá dále z textu, tento jev se přesně definuje velmi obtížně. Credit crunch je jev konzistentní s předchozími teoriemi úvěrových cyklů a týká se nabídkové strany trhu úvěrů. Nutnou, nikoli postačující podmínkou credit crunchu je prostředí, kde klesají stavy úvěrů. Výbornou orientaci v množství literatury poskytuje článek M. Singera (1999) v rámci osmého semináře České společnosti ekonomické. Seminář je pojmenován Credit crunch a věnuje se právě tomuto jevu v souvislosti s výrazným – v době konání semináře již rok trvajícím – poklesem stavu úvěrů, kterým se tato práce také zabývá. Zadření úvěrů neboli credit crunch chápe Singer (1999, str. 4) jako *situaci, kdy úrok nečistí trh úvěrů, a neplní tak jednu ze svých funkcí ceny úvěru, v důsledku čehož dochází k jejich přidělování tržními subjekty.*

Obr. 3.1: Přidělování úvěru



Zdroj: Singer, 1999, str. 4

Obr. 1 zachycuje trh za přítomnosti zadření úvěrů, které je způsobeno zřetelně nabídkovou stranou. Nabídka nemá standardní rostoucí průběh, nýbrž je nespojitá. V zobrazené situaci úrok nefunguje jako cena úvěru a nečistí trh, banky přidělují úvěry na základě jiných proměnných. Na specifickém úvěrovém trhu však podle řady argumentů nastává tato situace poměrně běžně, a přitom zdaleka nemusí jít o příznak problémů finančního sektoru. Banky se obvykle rozhodují z velké části také podle rizika¹⁰ při poskytování úvěru. Nejen úrok je cenou úvěru, ale také ostatní neúrokové faktory jako například zajištění, důvěryhodnost klienta apod. Proto může být funkce nabídky v závislosti pouze na úrokové míře nespojitá.

⁹ Zadření úvěrů je český ekvivalent termínu *credit crunch*, na kterém se shodli účastníci výše zmíněného semináře ČSE. Je symbolické, že obtížně definovatelný a rozpoznatelný jev *credit crunch* nemá jednoznačný český překlad.

¹⁰ Nejčastěji se používá k ohodnocení rizika metoda *credit scoring* pro menší klienty a pro větší klienty *credit rating*, který se vyznačuje individuálnějšími, ne pouze technickým přístupem k ohodnocení rizika.

3.2.1. Přidělování úvěrů na trhu s nedokonalými informacemi

Stiglitz a Weiss (1981) ve svém teoretickém modelu vysvětlují fenomén přidělování úvěrů nedokonalou informovaností aktérů na trhu. Argumentují dokonce, že k přidělování úvěrů dochází, i když je trh zápůjčních fondů ve svém ekvilibriu. Vycházejí z realistického předpokladu asymetrické informace. Banka nemá tolik informací o projektu, na jehož realizaci klient požaduje půjčku, ale přitom potřebuje rozeznat „dobrého“ potenciálního dlužníka od „špatného.“ K tomu využívá celou řadu nástrojů, v poznámce již byla řeč např. o credit scoringu a credit ratingu. Významným indikátorem kvality projektu je také sama úroková míra, kterou je vypůjčovatel ochotn akceptovat. Jenže za předpokladu nedokonalé informovanosti může samotná výše úrokové míry ovlivnit míru rizika vyplývajícího pro banky, pokud za tuto úrokovou míru poskytnou úvěr. Principiálně se tak může stát dvěma způsoby. Ve stadiu před uzavřením kontraktu vyšší úrok způsobuje tzv. nepříznivý výběr¹¹, kdy jsou potenciální vypůjčovatelé „vytříděni.“ Ve stadiu po uzavření kontraktu může úroková míra ovlivnit akce vypůjčovatelů, tato situace je známá jako morální hazard.¹²

Efekt nepříznivého výběru souvisí s tím, že různí dlužníci mají různou pravděpodobnost, že půjčku splatí. Protože zisk bank závisí na pravděpodobnosti, že úvěry budou řádně splaceny, snaží se banka vybrat dlužníky s největší pravděpodobností řádného splacení úvěru. Jednou z metod výběru – jak již bylo výše zmíněno – je nastavení vyšší úrokové míry. Ti, kteří jsou ochotni si vypůjčit i za vyšší úrok, mohou průměrně vykazovat větší riziko nesplacení úvěru, neboť realizují projekty s vyšším výnosem, aby byli schopni splácet vyšší úrok, a výnosnější projekty s sebou nesou větší riziko.

Podobně se změnou úroku se mění chování dlužníků. Banka není schopná kontrolovat všechny akce klienta, proto formuluje do smlouvy podmínky úvěru, které jsou navrženy tak, aby se vypůjčovatel choval co nejvíce ve prospěch banky a aby tyto podmínky lákaly především méně rizikové klienty. I přes podrobné smlouvy však mají vypůjčovatelé prostor k morálnímu hazardu. Z modelu vyplývá, že za vyššího úroku firmy realizují projekty s nižší pravděpodobností úspěchu, ale vyšším výnosem, pokud se investice podaří.

J. E. Stiglitz s A. Weissem se právě kvůli existenci nepříznivého výběru a morálního hazardu domnívají, že pro banky existuje jediná optimální úroková míra, při které maximalizují svůj očekávaný zisk. Tato optimální úroková míra je navíc nižší než úroková míra, která by čistila trh úvěrů, tj. úroková míra odvozená z průniku nabídky s poptávkou, čili vzniká převis po-

¹¹ Anglicky adverse selection.

¹² Definice: Morální hazard nastává v případě, když jsou rozhodnutí ekonomického agenta ovlivněna tím, že nemusí nést případné záporné důsledky svých rozhodnutí.

ptávky nad nabídkou. Na standardním trhu by se rovnováhy dosáhlo zvýšením ceny produktu (úroku). Banky ale nezvednou úrok, pokud si myslí, že by navýšení úrokové míry odradilo méně rizikové klienty a naopak přilákalo rizikovější (efekt nepříznivého výběru) a rizikovější klienti by se po uzavření kontraktu pouštěli ještě do většího rizika (efekt morálního hazardu), a pokud by zvýšené riziko snížilo očekávaný zisk. Banky potom přidělují úvěry ve smyslu definice credit rationing (viz níže), což je jediná možnost, jak udržet hladinu úrokové míry maximalizující očekávaný zisk. To vede ke stejné nespojitosti v nabídce, jako je znázorněno na obr. 1.

Nelze ovšem chápat každou odmítnutou žádost o úvěr jako důkaz existence přidělování úvěrů. Termín *credit rationing* je vyhrazen pro situace, kdy (Stiglitz, Weiss, 1981, str. 394–395, překlad autora):

- *mezi žadateli o úvěr, kteří jsou z pohledu banky stejní, jeden získá úvěr a druhý ne a odmítnutí žadatelé nezískají úvěr, ani pokud akceptují vyšší úrok,*
- *existuje identifikovatelná skupina, která nezíská úvěr za jakýkoli úrok při dané nabídce úvěrů, přestože by při větší nabídce úvěr získala.*

Proč ale banky, které se obávají nižšího očekávaného zisku plynoucího z vyššího rizika při vyšší úrokové míře, jednoduše nepožadují také vyšší zajištění? Vyšší zajištění by pokrylo očekávané snížení zisku kvůli větší rizikovosti klientů a na druhé straně by také snížilo poptávku, což by vedlo trh úvěrů do rovnováhy. I zde ale podle autorů modelu Stiglitze a Weisse platí, že zvýšení požadavku na zajištění nemusí být pro banku optimální, argumentují podobně jako v případě zvyšování úrokové míry. Působením efektu nežádoucího výběru a morálního hazardu se může zvýšením požadavku na hodnotu zajištění snížit očekávaný zisk banky. Větší firmy, které budou schopny složit zvýšené zajištění, bývají většinou méně averzní k riziku. Zvýšené riziko projektu může opět očekávaný zisk banky snížit. Jako druhou možnost autoři navrhují situaci, kdy pravděpodobnost úspěchu u malých projektů je nižší než u velkých projektů, potom zvýšené požadavky na zajištění velké (na zajištění náročné) projekty do značné míry diskvalifikují, což vede k realizaci převážně malých rizikovějších projektů. Se stoupajícím rizikem úvěrovaných projektů opět klesá bankám očekávaný zisk.

Banka také primárně posuzuje samotného klienta a až v druhé řadě hodnotu zajištění. Pokud klient vykazuje velké riziko nesplacení úvěru, nezíská od banky úvěr, ani kdyby poskytnul hodnotu zajištění vyšší než úvěr. Jednak banka s přibývajícím nesplacenými úvěry ztrácí

na reputaci. A jednak je likvidace zajištění administrativně složitý, nákladný a dlouhý proces, obzvlášť v ČR.¹³

Zvyšování úrokové míry ani hodnoty zajištění na trhu s asymetrickou informací nemusí tedy vést k vyššímu očekávanému zisku úvěrových institucí. Proto banky za těchto okolností neposkytnou úvěr, ani pokud klient akceptuje vyšší úrokovou sazbu či hodnotu zajištění. Výsledkem je jev přidělování úvěrů, jež je v kontextu této práce důležitý a který tento model pomohl dobře nadefinovat.

3.2.2. Credit crunch vs. přidělování úvěrů

Z modelu přidělování úvěrů v předchozí kapitole vyplývá, že nespojitost v nabídce úvěrů může za určitých okolností nastat i na běžně fungujícím trhu. Nelze proto označovat každou nespojitost v nabídce úvěrů způsobenou přidělováním úvěrů jako credit crunch. Singer svou definicí zadření úvěrů spíše popisuje, jak tento jev vzniká. Pospíšil (1999) na stejném semináři, kde prezentoval svůj článek Singer, uznal, že se pojem credit crunch vztahuje k přidělování úvěrů, které je prováděno podle bonity klienta a vyhlídek v ekonomice. Zúžil však Singerovu definici credit crunch (Pospíšil, 1999, str. 18): *Credit crunch je označení pro situaci, kdy banky v dané ekonomice či oblasti omezí poskytování úvěrů na minimum (přitom úrokové sazby nemusí růst, resp. mohou dokonce klesat), což může mít závažné důsledky pro ekonomický růst zejména v situaci, kdy je daná ekonomika silně závislá na bankovním zprostředkování. Credit crunch většinou doprovází finanční krizi.* V další diskusi ještě Pospíšil zpřesňuje zadření úvěrů jako *prudké zvýšení jevu credit rationing „k nekonečnu“*. Obě výše zmíněné definice zadření úvěrů postrádají přesnost, protože z nich nelze jednoznačně určit, kdy se už jedná o credit crunch a kdy je přidělování úvěrů ještě běžnou strategií bank redukujících riziko. Následující model jasně matematicky vymezuje tři formy možných problémů na nabídkové straně úvěrů.

3.2.3. Holmström-Tirolův model finančního zprostředkování

Holmström a Tirole (1997) vyvinuli model, ve kterém jednoduchým a jednoznačným způsobem definují některé příčiny poklesu stavu úvěrů v ekonomice. Model rozlišuje tři hráče – investory (jednotky s přebytkem kapitálu), finanční zprostředkovatele a firmy. Rozlišují se tři

¹³Z Ročenky konkurenceschopnosti České republiky (Kadeřábková, 2007) vyplývá, že likvidace podniku v ČR trvá průměrně 9,2 roku a návratnost je 18,2 % z původní hodnoty. Pro země EU 15 je to 1,5 roku s návratností 71 %. To ilustruje dostatečně, proč není pro české banky zajištění zárukou, že úvěrový kontrakt nebude ztrátový.

druhy firem podle množství kapitálu: První skupinu tvoří ekonomické subjekty s takovým množstvím kapitálu, že se mohou financovat z vlastních zdrojů nebo bankám poskytnout dostatečnou zástavu, aby bez dalších omezení získaly potřebný objem úvěrů. Tyto podniky s vysokou čistou hodnotou bohatství spadající do první skupiny získají levnější, na informace méně náročné a aktivy zcela kryté půjčky. Druhou skupinou jsou firmy, které nejsou tak silně kapitálově vybaveny, možnost samofinancování je tedy oproti první skupině omezena. Tyto subjekty nemohou poskytnout dostatečnou zástavu finančním institucím, aby bez dalších omezení získaly úvěr. Finanční prostředníci ale mohou intenzivním monitoringem klienta snížit požadavek zajištění, tedy tyto podniky úvěr nakonec za přísnějších podmínek získají. Půjčka je ale relativně dražší, ne zcela krytá aktivy, a tedy náročnější na monitoring. Poslední třetí skupina se skládá z ekonomických subjektů, které již na úvěr kvůli malému množství kapitálu nedosáhnou vůbec; ty potom neinvestují.

Holmström a Tirole rozlišují celkem tři příčiny poklesu poskytování úvěrů, všechny se odvíjejí od omezení množství kapitálu.¹⁴ První příčinou je tzv. credit crunch neboli zadření úvěrů, definované v modelu jako relativní snížení vlastního kapitálu finančních zprostředkovatelů. Za druhé může nastat tzv. collateral squeeze neboli „stlačení zástav“, které se vymezuje jako snížení celkového kapitálu firem. Konečně za třetí rozlišují autoři ještě savings squeeze „stlačení úspor“, které nastává při poklesu nabídky kapitálu investorů finančním zprostředkovatelům.

Z modelu vyplývá, že každé ze tří druhů omezení množství kapitálu způsobí pokles agregátních investic a růst hranice kapitálu, potřebné pro získání půjčky. To znamená, že se slaběji kapitálově vybavené firmy z první skupiny přesunou do druhé, kde jsou podmínky pro získání úvěru tvrdší, a některé firmy ze druhé skupiny po zvýšení požadavku na zástavu již nedosáhnou na úvěr vůbec, tj. propadnou se do třetí skupiny. V tomto směru se model shoduje s empirickými pozorováními. Při jakémkoli kapitálovém omezení (credit crunch, collateral nebo savings squeeze) jsou vždy nejhůře a nejdříve postiženy malé či podkapitalizované firmy nebo ty, které v době konjunktury pouze slabě překračují hranici čisté hodnoty bohatství nutnou k získání půjčky. Navíc při jakémkoli omezení úvěrů banky musí ještě důkladněji rozlišit „dobrý“ a „špatný“ projekt a získání této informace s sebou nese vysoké fixní náklady, které se banky obvykle zdráhají vynaložit, obzvláště pokud jde o malé podniky nebo projekty. Přes nedostatky a omezující předpoklady vyvinuli Holmström a Tirole jednoduchý model, který v uceleném rámci dokáže vysvětlit řadu jednotlivých teoretických konceptů v oboru

¹⁴ V originále „capital tightening“.

finančního zprostředkování. Stejně jako Jaroš (2000)¹⁵ vidím hlavní přínos modelu v jasném definování a rozlišení tří forem kapitálového stlačení, ze kterého vyplývá, že credit crunch je v modelu výhradně důsledkem chování finančních zprostředkovatelů – bankovního sektoru. Podle Jaroše (2000, str. 33) tak k čisté formě credit crunchu (relativnímu poklesu kapitálu finančních zprostředkovatelů) může dojít pouze v případě špatné corporate governance bankovního sektoru nebo vlivem přijetí nových regulačních a institucionálně legislativních opatření. Tato opatření však hlavně usilují o zvyšování důvěryhodnosti bankovního sektoru, a směřují tedy k navyšování kapitálu, místo k jeho snižování. Proto vzniká credit crunch nejčastěji až jako důsledek collateral squeeze, který postihuje nejvíce malé nebo podkapitalizované firmy. Ty přestanou splácet půjčky včas nebo nejsou schopny splácet vůbec. Bankám se množí klasifikované úvěry, jsou nuceny vytvářet opravné položky a navyšovat rezervy, horší se jim struktura portfolia. Banky pod tlakem regulátora (ale i z vlastní iniciativy) omezují poskytování úvěrů. Ztráta důvěry v banky pak může vyústit v pokles nabídky kapitálu ze strany investorů – savings squeeze. Jak vyplývá z tohoto mechanismu, jednotlivé formy kapitálového stlačení se navzájem posilují a prvotní příčina se rozeznává velmi obtížně.

3.2.4. Credit crunch a příbuzné jevy

Singer (1999, str. 2) nabádá, aby se dobře rozlišovaly příčiny poklesu stavu úvěrů, ne vždy musí jít o zadření úvěrů. Navrhuje další jev, který souvisí s poklesem stavu úvěrů: Krize solventnosti (likvidity) nastává, pokud v jádru zdravé podniky mají v důsledku změn očekávání na finančních trzích náhle problémy dostát svým závazkům vyplývajícím z nesouladu mezi časovou strukturou finančních zdrojů a potřeb. Osobně se domnívám, že za průvodní známky krize likvidity¹⁶ lze označit již to, že fundamentálně zdravé podniky nejsou schopny získat úvěr na překlenutí zmiňovaného časového nesouladu, což je jedna ze základních funkcí bank a ostatních finančních zprostředkovatelů. Za fundamentálně zdravé podniky však nelze považovat ty, které se samy vystavují zvýšenému riziku tím, že např. z krátkodobých úvěrů financují středně- a dlouhodobé investiční aktivity.

¹⁵ Z diplomové práce Tomáše Jaroše (2000) čerpá tato studie poznatky o poklesu stavu úvěrů na konci devadesátých let.

¹⁶ Přiklání se k pojmu krize likvidity (místo solventnosti), protože lépe odráží fakt, že příčina problému nemusí ležet v podnicích, které by při normálně fungujícím finančním sektoru byly solventní.

3.3. Modelování nabídky a poptávky po úvěrech

Tento oddíl tvoří výjimku v kapitole jinak teoretických konceptů, protože se jedná o empirickou studii. Nerovnovážený model systému rovnic nabídky a poptávky je poměrně častou ekonometrickou metodou, jak rozlišit převis nabídky úvěrů od převisu poptávky po úvěrech. Model zohledňuje v praxi běžně pozorovanou nespojitost v nabídce úvěrů. Příčiny nespojitosti nabídky jsou popsány výše v kapitole 3.2. Proto se v nerovnováženém modelu celkový stav poskytnutých úvěrů rovná minimu nabídky a poptávky – $\min(\text{nabídka}; \text{poptávka})$. Nejobtížnějším úkolem je vytipovat vhodné argumenty funkcí nabídky a poptávky po úvěrech. Obzvláště v ČR naráží tato metoda na řadu problémů ve vyhledání dostupných proměnných do funkcí nabídky a poptávky. Pazarbasioglu (1996) analyzoval prudký vzestup a pád úvěrů ve Finsku v letech 1987–1995 a navrhl rozumné argumenty funkcí nabídky a poptávky. Zdrojem některých informací však pro Pazarbasiogla byl kapitálový trh, jehož standardní fungování se předpokládá. V ČR se však kapitálový trh nevyvinul do standardní fungující podoby, a tedy některé informace nejsou přesné nebo jsou úplně nedostupné. Pazarbasioglu například použil jako argument nabídky podíl cen akcií bankovního sektoru k celkovému průměru kapitálového trhu k ohodnocení relativní očekávané ziskovosti bank a tím i možnosti opatření si zdrojů pro úvěrování. Stejně tak použil relativní volatilitu cen bankovních akcií, jež je indikátorem specifického rizika bankovního sektoru. Na nejlikvidnějším systému pražské burze SPAD je však kótována pouze jediná banka – Komerční banka. Výsledky Erste Bank Group, jejíž akcie se také obchodují na SPAD, sice vypovídají o výkonech celé skupiny, ale ne samotné České spořitelny. V ČR proto nelze tyto proměnné použít.

Ekonometrická analýza nerovnováženého modelu překračuje záměr tohoto textu, nicméně je přínosné alespoň určit faktory nabídky a poptávky, které jsou relevantní pro modelování těchto dvou funkcí a pro které jsou navíc k dispozici data. Vývoj argumentů funkcí nabídky a poptávky přehledně shrnuje tabulka 5.2.

Nabídková funkce obsahuje tyto vysvětlující proměnné:¹⁷

- + *celková depozita a knižní hodnota bankovního kapitálu, reprezentující dostupnost zdrojů pro poskytování úvěrů,*
- + *krátkodobá úroková sazba,¹⁸ která vyjadřuje ziskovost úvěrování,*

¹⁷ Označení + (resp. –) znamená při zvýšení proměnné zvýšení (resp. snížení) nabídky nebo poptávky po úvěrech.

¹⁸ Vážená průměrná úroková sazba na poskytnuté úvěry se splatností do jednoho roku.

- *spread: PRIBOR – repo sazba*, rozpětí mezi mezibankovní zápůjční sazbou a oficiální úrokovou sazbou ČNB je indikátorem důvěry v bankovním sektoru
- *inflační očekávání finančního trhu*, charakterizuje makroekonomické klima, čím vyšší inflační očekávání, tím se snižuje očekávaná reálná hodnota splátek a nabídka úvěrů klesá,
- *podíl klasifikovaných úvěrů nefinančním podnikům* naznačuje pravděpodobnost nesplacení podnikového úvěru,
- + *nové průmyslové zakázky* dávají signál o tom, jaká je poptávka po produktech podniků,
- + *index stavební produkce* charakterizuje ekonomickou aktivitu stavebního sektoru,
- + *indikátor důvěry v podnikový sektor* naznačuje celkový budoucí vývoj situace v podnikovém sektoru (indikátor roste s vyhlídkami na zlepšení situace a naopak).

Poptávková funkce obsahuje tyto vysvětlující proměnné:

- + *indexy stavební a průmyslové produkce* poskytují informaci o budoucí ekonomické aktivitě, a tedy poptávce po úvěrech,
- *krátkodobá úroková míra* je cenou kapitálu,
- + *očekávaná inflace podniků*, popisuje makroekonomické klima, čím vyšší, tím se snižuje reálná hodnota splátek,
- + *indikátor důvěry v podnikový sektor* naznačuje celkový budoucí vývoj situace v podnikovém sektoru (indikátor roste s vyhlídkami na zlepšení situace a naopak).

Středně- a dlouhodobé úvěry investičního charakteru jsou často závazné, tedy pokud podnik splňuje podmínky dané úvěrovou smlouvou, nemůže banka úvěr vypovědět. Krátkodobé úvěry jsou na druhou stranu většinou nezávazné a banka má možnost je vypovědět. Proto se hlavní změny ve stavech úvěrů logicky projevují nejrychleji u krátkodobých úvěrů. Tato práce se věnuje velmi aktuálnímu tématu, chybí časový odstup a potřebné delší časové řady pro relevantní analýzu úvěrů s delší splatností. Proto se zde zaměřuji hlavně na krátkodobé úvěry a zahrnuji do funkcí také odpovídající krátkodobé proměnné – indikátor důvěry v podnikový sektor na půl roku dopředu, roční inflační očekávání, krátkodobou úrokovou míru a aktuální indexy produkce. Ty mimochodem vykazují velmi výraznou korelaci s půlročním indikátorem důvěry v podnikový sektor, což do jisté míry dokazuje, že podnikatelské subjekty jsou výrazně ovlivněny aktuální situací při tvorbě svých očekávání.

4. POKLES ÚVĚRŮ KONCE 90. LET

4.1. Bankovní sektor v transformačním období

Transformační proces český bankovní sektor výrazně ovlivnil. Kupónová privatizace nevedla k efektivnímu ukončení státního vlastnictví v klíčových institucích českého bankovního systému – bank. Přitom transformující se ekonomika byla plně závislá na bankovních úvěrech. Kapitálový trh jednak zdaleka nefungoval a jednak se zakázal přístup zahraničního kapitálu do privatizace, ačkoli domácího kapitálu bylo málo. Vzhledem k uvolněným kapitálovým a kvalifikačním podmínkám pro získání bankovní licence rostl rapidně od roku 1991 do roku 1993 počet velmi slabě kapitálově vybavených bank. Za neexistence jiného zdroje financování sílily politické tlaky na banky, aby poskytovaly nově vznikajícím a privatizovaným podnikům dostatečné množství úvěrů. Orgán bankovního dohledu ani institucionální rámec neexistovaly, banky držely značné majetkové podíly v akciových společnostech prostřednictvím svých investičních fondů a poskytovaly půjčky na bázi interních informací a osobních známostí na nerealizovatelné projekty (Mlčoch, 1996, str. 94). Touto značně uvolněnou politikou poskytování úvěrů poskytly banky velké množství půjček na špatné projekty. V roce 1994 vláda zpřísnila podmínky pro držení bankovní licence – navýšila minimální kapitálový požadavek z 300 na 500 mil. Kč (Jaroš, 2000, str. 42), v důsledku čehož do roku 1999 zaniklo 16 malých bank.

Od roku 1993 do poloviny roku 1997 přibývá stav podnikových úvěrů meziročně průměrně o 16 % (viz graf 3.1). Tento výrazný růst je dán velmi uvolněnou úvěrovou politikou bank a vysokou poptávkou po úvěrech, ze strany nefinančních podniků. Proces restrukturalizace je velice nákladný a česká ekonomika trpěla chronicky nedostatkem kapitálu. Nefinanční podniky mohly financovat svoji restrukturalizaci pouze bankovními úvěry (kapitálový trh se nevyvinul do standardní fungující podoby dodnes). Proto byly částečně státem vlastněné banky i politicky tlačeny ke štědrému poskytování „transformačních“ úvěrů.

4.2. Pokles úvěrů konce 90. let

Úvěrový boom trval až do května 1997. Stav korunových i cizoměnových úvěrů nefinančním podnikům tehdy činil 900,0 mld. Kč, což znamenalo nárůst o 438,4 mld. Kč od začátku sledovaného období – ledna 1993. Od května 1997 stav úvěrů přesně jeden rok kolísal. Klesal na 883,5 mld. Kč v říjnu 1997 a po sérii zvětšujících se výkyvů dosáhl svého historického

maxima 917,6 mld. Kč v květnu 1998. Poté již úvěry nabraly definitivně klesající trend, který s menšími či většími výkyvy trval až do konce roku 2003.

Již v letech 1995 až 1996 rostl výrazně podíl špatných úvěrů poskytnutých především v rané fázi transformačního procesu. Pokus zastavit úvěrovou stagnaci a následně kontrakci stahováním špatných úvěrů v rámci Konsolidačního plánu II¹⁹ a Stabilizačního plánu pod kontrolou ČNB vesměs nevyšel, zřejmě i kvůli špatnému růstu české ekonomiky v letech 1997 až 1999. ČNB zpřísnila i regulatorní požadavky. Od konce roku banky nesměly odečítat hodnotu zajištění od úvěrů po splatnosti 360 dní a více při vytváření opravných položek. Centrální banka tak reagovala na podkapitalizovanost bankovního sektoru v prostředí dlouhých čekacích lhůt na likvidaci zajištění. Bankovní sektor byl v jádru nezdravý. Podle výpočtů Jaroše (2000, str. 64) činí v listopadu 1999 podíl klasifikovaných úvěrů a úvěrů převedených na Konsolidační banku ku celkovým úvěrům šokujících 41 %. Stát musel přistoupit k sanaci tří největších a na trhu dominujících bank a poté se je konečně se rozhodl prodat do rukou zahraničních investorů – ČSOB belgické skupině KBC v roce 1999, Českou spořitelnu rakouské skupině Erste Bank v roce 2000 a Komerční banku francouzské Sociétés Générale v roce 2001. Zahraniční vlastníci přinesli do českého bankovního sektoru potřebné know-how a zpřísnili úvěrové standardy. Od začátku roku 1999 do konce roku 2003 klesl stav úvěrů o 50 % na 427,6 mld. Kč, což je méně než v roce 1993.

4.2.1. Příčiny poklesu úvěrů

Příčin poklesu stavu úvěrů koncem devadesátých let bylo více. Zhoršující se makroekonomická situace spolu se špatným stavem bankovního sektoru působily dohromady (viz tabulka 4.2). Mezi roky 1996 až 1998 procházela česká ekonomika recesí, což samozřejmě snížilo výrazně poptávku po úvěrech ze strany nefinančních podniků. ČNB navíc prováděla restriktivní monetární politiku a až do poloviny roku 1998 držela úrokové sazby velmi vysoko – na 15% hladině. Následné snižování sazeb až na průměrných 5,3 % v roce 1999 už nepřineslo oživení úvěrového trhu. Od poloviny roku 1997 do poloviny roku 1998 také výrazně rostla inflace, vyjádřená pomocí indexu spotřebitelských cen, ze 7 % na 13 %. Nejistota o budoucím vývoji inflace v tomto období velmi pravděpodobně přispěla ke zdrženlivosti bank v poskytování úvěrů, aby z důvodu neočekávané inflace neprofitovali v budoucnu dlužníci nad věřiteli, tj. bankami. Klesající HDP naplno odhalil problémy, které si s sebou nesla

¹⁹ Vlášda již v roce 1991 založila Konsolidační banku, která na sebe v rámci Konsolidačního programu I měla převést špatné úvěry a tím ozdravit český bankovní sektor.

z turbulentního transformačního období česká ekonomika včetně bankovního sektoru. Banky byly zatíženy zaprvé ohromným množstvím klasifikovaných úvěrů blízcím se jedné třetině celkových úvěrů. Zadruhé byly nedostatečně kapitalizované. Ukazatel kapitálové přiměřenosti sice překračoval 8% hranici stanovenou usnesením Basel, ale kapitálová přiměřenost bank v tranzitivní ekonomice by měla udržovat kvůli celkově vyšším rizikům a méně likvidním trhům větší rezervu²⁰ (IMF, 1999, str. 20). Tyto problémy se také promítly do zisků, resp. ztrát českého bankovního sektoru. Mezi lety 1996 až 1999 skončily banky ve výrazných ztrátách. Jak vyplývá z tabulky 4.2, asi v největší krizi se banky nacházely v roce 1999, kdy jednak hospodařily s rekordní ztrátou a jednak měly největší podíl klasifikovaných úvěrů ve svých portfoliích.

Tabulka 4.2: Makroekonomická situace a bankovní sektor

	1995	1996	1997	1998	1999
HDP ve stálých cenách (SOPR*=100)	n/a	n/a	97,9	99,9	102,4
index spotřebitelských cen (SOPR*=100)	107,9	108,6	110,0	106,8	102,5
repo sazba - 2 týdny, roční průměr (%)	11,3	12,4	15,6	10,4	5,3
zisk bankovního sektoru po zdanění (mld. Kč)	2,3	-10,0	-6,4	-21,9	-39,2
celkový podíl klasifikovaných úvěrů (%)	n/a	29,3	27,2	27,1	32,1
kapitálová přiměřenost (%)	n/a	10,0	9,6	12,0	13,6

*bez úvěrů převedených na Konsolidační banku

Zdroj: ČNB

Banky reagovaly výrazným zpřísněním úvěrových standardů a omezením nabídky úvěrů, aby zlepšily svoji kapitálovou pozici. Také se místo finančních podniků začaly soustředit na méně rizikové²¹ úvěry domácnostem, které od té doby dynamicky rostou. Banky změnilly svoji strategii a investovaly přebytečnou likviditu, kterou získávaly rapidně narůstajícím rozdílem mezi přijatými vklady a vydanými úvěry, do státních nebo ČNB emitovaných bezpečných dluhopisů. Jak jsem již výše zmínil, od začátku roku 1999 do konce roku 2003 klesl stav úvěrů o 50 % na 427,6 mld. V tomto období ČR zaznamenala zvýšený příliv přímých zahraničních investic, které do jisté míry substituovaly úvěry. Nicméně i po zohlednění přímých zahraničních investic stav úvěrů prudce klesal do konce roku 2003.

Odpovědi na otázku, zda v období prudkého poklesu úvěrů nastal credit crunch, se různí. Není jednoduché rozlišit příliš restriktivní monetární politiku od credit crunchu. Udržování vysokých úrokových sazeb ČNB ještě do půlky roku 1998 mělo jistě efekt na pokles úvěrování stejně jako rostoucí inflace a s tím spojená vyšší inflační očekávání. Na druhou stranu výrazné

²⁰ Například kapitálová přiměřenost v sousedním Polsku byla 15,5 % v roce 1998, nebo v Maďarsku 18,3 % v roce 1997 (IMF, 1999, str. 20).

²¹ Podíl klasifikovaných úvěrů domácnostem je za celé období o více jak 10 p.b. menší než podíl klasifikovaných úvěrů nefinančním podnikům (bez zahrnutí úvěrů převedených na Konsolidační banku).

změny v alokaci aktiv v bankovních portfoliích jsou konzistentní s jevem credit crunch. Podíl úvěrů se jako podíl na celkových bankovních aktivech snížil z 45 % v 1996 na 40 % koncem roku 1998. Místo toho banky investovaly do bezpečnějších státních dluhopisů a dluhopisů ČNB a také vzrostl podíl mezibankovních vkladů na celkových aktivech. Jaroš (2000, str. 73) argumentuje, že také došlo ke splasknutí cen aktiv s velkým efektem na podnikovou sféru, kde výrazně poklesla reálná hodnota kapitálu firem, který firmy používají jako zajištění. Proti nižší hodnotě zajištění banky pochopitelně nepůjčí tolik, případně vůbec. Zpřísnující se regulatorní opatření ČNB diskutovaná výše k omezenému poskytování úvěrů také přispěla. K čisté formě credit crunchu nedošlo, protože pokles stavu úvěrů byl způsoben nepochybně několika různými faktory, které působily společně a navzájem se posilovaly: obtížná makroekonomická situace, pokles poptávky ze strany nefinančních podniků, přitvrzená regulatorní opatření a v neposlední řadě nezdravý bankovní sektor. Omezení nabídky kapitálu ze strany bankovního sektoru a jeho celková špatná situace jsou však s jevem credit crunch konzistentní. Domnívám se proto, že v české ekonomice docházelo od poloviny roku 1998 – zhruba rok po prvním výrazném výkyvu ve vývoji stavu úvěrů v květnu 1997 – k jisté podobě jevu credit crunch, jenž byl však doprovázen řadou dalších jevů, které pokles úvěrů posilovaly.

5. ANALÝZA SOUČASNÝCH ÚVĚROVÝCH PROBLÉMŮ

V této kapitole jsou podrobně rozebrána data o poskytování úvěrů bankovním sektorem. Důraz kladu primárně na úvěry nefinančním podnikům, protože aktivita nefinančních podniků má největší podíl na hospodářském růstu. Analýzy dalších dat, která přímo nesouvisejí s nefinančními podniky, slouží především jako alternativní zdroje informací o stavu bankovního sektoru. Pokud není uvedeno jinak, pocházejí veškerá data z databáze časových řad ARAD, kterou poskytuje ČNB. Analýza pracuje s údaji od ledna 1993 po březen 2009.

5.1. Vývoj stavu úvěrů

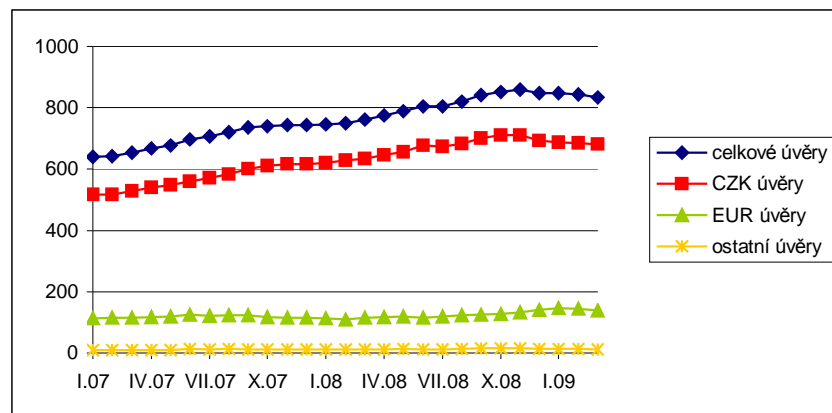
Stavy korunových a cizoměnových úvěrů²² ke konci měsíce poskytnutých bankami nebo pobočkami zahraničních bank na území ČR nefinančním podnikům (rezidentům ČR) od června 2004 meziměsíčně nepřetržitě rostou průměrně o 1,2 % měsíčně. Pravidelnou výjimku tvoří

²² Definice ČNB: Stavy úvěrů jsou konečné zůstatky úvěrových účtů klientů, tj. počáteční zůstatky plus čerpání nových úvěrů minus splátky dříve poskytnutých úvěrů.

pouze stavy úvěrů ke konci prosince, kdy meziměsíční růst poklesne, nebo je dokonce záporný.²³ Tento dlouhodobý růst však přerušuje mírným pokles úvěrů -0,07 % v srpnu 2008. Poté, co stav úvěrů dosáhne svého maxima 858,6 mld. Kč v listopadu 2008, již v dalších čtyřech sledovaných měsících – v prosinci, lednu, únoru a březnu – pouze klesá: meziměsíčně po řadě o -1,23 %, -0,02 % a -0,59 % a -1,15 %. Tato čísla nevypadají nikterak dramaticky; prosincový pokles se „nafoukl“ efektem konce fiskálního roku (viz předchozí poznámka pod čarou) a lednové a únorové poklesy jsou mírné, nicméně stav úvěrů se za tu dobu zmenšil o 25,4 mld. Kč na 833,2 mld. Kč a ke snížení stavu úvěrů ve čtyřech obdobích za sebou došlo naposledy v roce 2002. Již to naznačuje souvislost s probíhající globální finanční krizí. Pro pochopení příčin poklesu stavu úvěrů je nutné se podrobně zaměřit na jednotlivé komponenty, ze kterých se skládá agregovaný údaj o stavu korunových a cizoměnových úvěrů.

Korunové úvěry tvoří od roku 2007 průměrně 82 % všech poskytnutých úvěrů, eurové 16 % a úvěry v ostatních měnách 2 %. Z grafu 5.1 je patrné, že eurové ani ostatní úvěry nezapříčinily celkový pokles v posledních čtyřech obdobích. Eurové úvěry v souhrnu za celé období rostly, nicméně rostly méně než korunové úvěry a stavy v jednotlivých měsících značně kolísaly. ČNB totiž přepočítává eurové úvěry aktuálním směnným kurzem na koruny, což při pohybu kurzu v širokém pásmu přibližně od 23 po 29 CZK/EUR za dané období uvedené hodnoty značně zkresluje. Vzhledem k tomu, že korunové úvěry tvoří přes 80 % všech úvěrů a také, že vývoj eurových úvěrů, natožpak ostatních úvěrů, výrazněji neovlivňuje stavy celkových úvěrů, budu nadále analyzovat pouze korunové úvěry. Pro ně disponuje databáze ČNB detailnějšími statistikami.

Graf 5.1: Stav úvěrů podle měny, v mld. Kč

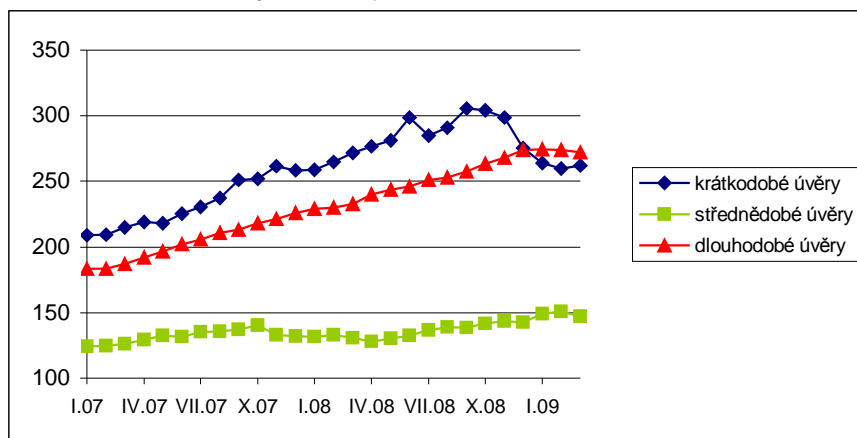


Zdroj: ČNB

²³ Protože se u významné části českých nefinančních podniků i obchodních bank kryje fiskální rok s rokem kalendářním, stává se běžnou praxí, že banky vyžadují splacení úvěrů před koncem roku, aby vylepšily své ukazatele kapitálové přiměřenosti před investory, a firmy zase před uzávěrkou fiskálního roku snižují svoje zadlužení.

ČNB dále rozlišuje stavy korunových úvěrů podle časového hlediska na krátkodobé, střednědobé a dlouhodobé.²⁴ Na grafu 5.2 zřetelně největší pokles i volatilitu vykazují krátkodobé úvěry, což dává intuitivní smysl. Pokud skutečně dochází ke změnám na straně nabídky úvěrů nebo poptávky po nich, projeví se logicky na krátkodobých (většinou nezávazných) úvěrech rychleji a výrazněji než na závazných úvěrech s delší dobou splatnosti, u kterých se musí počkat do vypršení stávajících smluv. První výrazný šok ve vývoji krátkodobých úvěrů -4,55 % oproti předchozímu měsíci je zaznamenán v červenci 2008, kdy má stav úvěrů hodnotu 285,1 mld. Kč, poté se ještě krátkodobé úvěry po dvou měsících růstu vrátí na úroveň své dlouhodobé trendové linie 305,5 mld. Kč v září 2008. Od tohoto bodu však stav krátkodobých úvěrů klesá do února 2009 na 259,9 mld. Kč. Kumulovaný pokles za těchto pět měsíců tak činí -14,93 %, což znamená snížení úvěrové masy absolutně o 45,6 mld. Kč. V březnu 2009 zaznamenala ČNB mírný nárůst stavu krátkodobých úvěrů o 0,91 %. Střednědobé úvěry, tvořící nejmenší průměrně 22% podíl na celkových úvěrech, stabilně (i když méně než krátkodobé úvěry) rostou až do října 2007 na úroveň 140,2 mld. Kč, potom se trend otočí a následuje půlroční pokles až na 128,0 mld. Kč. Od dubna 2008 pokračuje zhruba stejný trendový růst jako v období před říjnem 2007, avšak se zvýšenou volatilitou. Až v březnu 2009 snížení stavu střednědobých úvěrů o -2,32 % výrazně přerušuje trendový růst. Dlouhodobé úvěry tvoří nejstabilnější a druhou největší (37 %) složku celkového stavu úvěrů. Průměrně rostou měsíčně o 1,85 %, na začátku roku 2009 ale nárůst zpomaluje a v únoru a březnu stav dlouhodobých úvěrů klesá o -0,12 %, resp. 0,60 %.

Graf 5.2: Stav korunových úvěrů podle časového hlediska, v mld. Kč

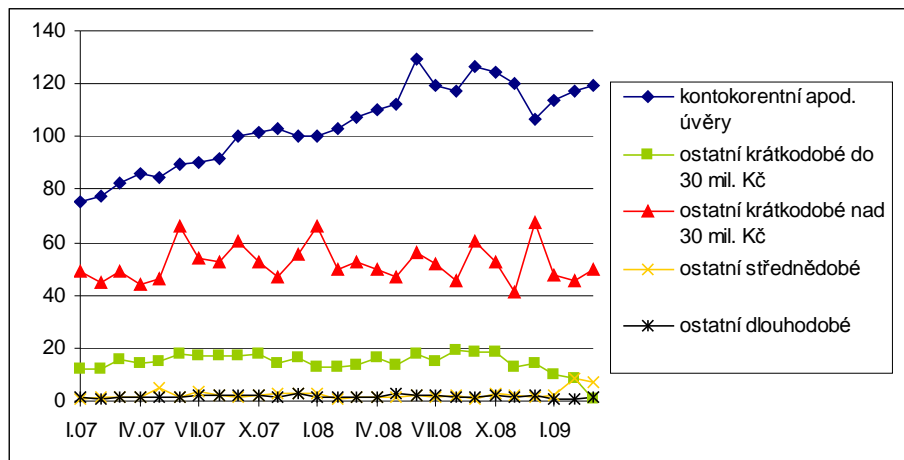


Zdroj: ČNB

²⁴ Metodika užívaná ČNB: krátkodobé se smluvní dobou splatnosti do 1 roku, střednědobé se smluvní dobou splatnosti nad 1 rok do 5 let včetně a dlouhodobé se smluvní dobou splatnosti nad 5 let.

Nově poskytnuté úvěry v daném měsíci v grafu 5.3 tak jednoznačný obrázek o stavu úvěrového trhu neposkytují. Přesto lze pozorovat zvýšenou volatilitu ve vývoji nových úvěrů od poloviny roku 2008. Především nejdůležitější složka kontokorentních apod. úvěrů²⁵ zaznamenává po relativně stabilním růstu od pololetí 2008 výrazný nárůst volatility. Od prosince 2008 ale kontokorentní apod. úvěry rostou. Za normálního stavu podniky čerpají pouze část z povoleného objemu úvěrů, pokud se ale dostanou do finančních potíží, navyšují čerpání až k povolenému maximu. Ostatní krátkodobé úvěry nad 30 mil. Kč kolísají ještě více než kontokorentní úvěry. Přestože je jejich volatilita velká neustále, amplituda výkyvů se od září 2008 zvětšuje a dosáhne svého maxima v posledních dvou měsících roku 2008, kdy se výkyv rovná více jak 25 mld. Kč. Pravidelně ke konci kvartálu navíc vyskočí ostatní krátkodobé úvěry nad 30 mil. Kč o desítky procent vzhůru a v následujícím měsíci opět prudce poklesnou. Jedno z vysvětlení může být umělé zkreslení výsledků na konci kvartálů. V prosinci – na konci čtvrtého kvartálu, se tento výkyv ještě zvětšuje. Ostatní krátkodobé úvěry do 30 mil. Kč se za sledované období pohybují v pásmu od 12 do 18 mld. Kč. V srpnu 2008 vyskočí na hodnotu 19,4 mld. Kč a poté dramaticky padají dolů o 18,5 mld. Kč na zanedbatelnou 1,0 mld. Kč. Ostatní střednědobé a dlouhodobé nově poskytnuté úvěry lze pro jejich nepatrný podíl na celkovém objemu zanedbat, přesto stojí za zmínku skoro čtyřnásobný nárůst ostatních střednědobých úvěrů v únoru 2009.

Graf 5.3: Objem nově poskytnutých úvěrů, v mld. Kč



Zdroj: ČNB

²⁵ Kontokorentní apod. úvěry jsou dopředu nasmlouvané úvěrové linky, podnik tak může (ale nemusí) čerpat v určitém období úvěr až do určité výše. Tyto úvěrové produkty mají splatnost kratší než jeden rok. Analogickým produktem pro domácnosti jsou povolená přečerpání konta nebo kreditní karty.

Stav úvěrů a nově poskytnuté úvěry se ze své definice značně liší. Stav úvěrů je stavová veličina, dle definice ČNB konečné zůstatky úvěrových účtů klientů, tj. počáteční zůstatky plus čerpání nových úvěrů minus splátky dříve poskytnutých úvěrů. Nové úvěry jsou tokovou veličinou. Za určitých podmínek může nastat na první pohled nelogická situace, kdy stav úvěrů klesá, zatímco objem nově poskytnutých úvěrů roste. Může se tak stát, pokud se dříve poskytnuté úvěry splácejí rychleji, než se nové úvěry poskytují.²⁶ Jaroš (2000) poukazuje na tento jev z konce roku 1998 a roku 1999 ve své diplomové práci a nabízí další možná vysvětlení. Banky mohly úvěry rychleji odepisovat a vyvádět z bilancí²⁷, než nové úvěry poskytovat. Možností je také snižování doby splatnosti nově poskytnutých úvěrů, čímž by se zvýšil objem nových úvěrů, ale s menším efektem na stav úvěrů. V kontextu aktuálního poklesu stavu úvěrů se ale tato dvě další vysvětlení nezdají reálná. Česká republika evidentně jistými úvěrovými problémy²⁸ prochází. Za jejich začátek považuji v této práci listopad 2008, kdy se na datech potvrdily již o mnoho dříve médií šířené informace o úvěrových problémech podniků. V listopadu 2008 dosáhl stav korunových úvěrů nefinančním podnikům svého maxima, poté ztlačně klesal. Na přelomu října a listopadu 2008 téměř prudce vzrostla nedůvěra na finančním trhu, ČNB začala snižovat sazby a indexy průmyslové a stavební produkce prudce poklesly. To jsou hlavní důvody pro označení listopadu 2008 jako začátku úvěrových problémů.

5.2. Období před úvěrovými problémy

5.2.1. Co předcházelo současným úvěrovým problémům

Úvěrovým obtížím předcházelo velký nárůst stavu úvěrů od poloviny roku 2004 až do začátku úvěrové krize ve třetím kvartálu 2008, který výrazně převyšoval nominální růst²⁹ HDP, jak zřetelně vyplývá z tabulky 5.1. Výrazný rozdíl mezi růstem HDP a růstem stavu úvěrů naznačuje, že úvěrový „boom“ nebyl živěn pouze zvyšující se poptávkou po úvěrech ze strany nefinančních podniků. Poptávka by totiž měla dlouhodobě zhruba odpovídat růstu ekonomické aktivity, jejímž indikátorem je HDP. V průměru dvaapůlnásobně vysoký růst stavu úvěrů

²⁶ Pokud jsou dříve poskytnuté úvěry spláceny pomaleji, než se nové úvěry poskytují, může dojít k analogicky opačné situaci, kdy stav úvěrů roste, zatímco objem nových úvěrů klesá.

²⁷ Například odkup špatného úvěru za nižší než nominální hodnotu úvěru Konsolidační bankou, jak se v devadesátých letech běžně dělo, snižuje stav úvěrů o rozdíl mezi nominální a odkupní cenou úvěru, také sekuritizace má stejný efekt, české banky ji však skoro nevyužívají.

²⁸ V této práci mluvím o úvěrových „problémech“, protože jiný termín – např. úvěrová krize – je pro označení aktuální situace na českém úvěrovém trhu poněkud „silný“, o čemž předkládám argumenty dále v textu.

²⁹ Stav úvěrů je vyjádřen také v běžných cenách.

oproti růstu HDP naznačuje změny i na straně nabídky. Bankovní sektor zřejmě zvyšoval v průběhu hospodářské expanze nabídku úvěrů. Přitom také stoupala průměrná úroková míra na nově poskytované úvěry nefinančním podnikům. Banky tak reagovaly na zvyšování oficiálních úrokových sazeb ČNB.

Tabulka 5.1: Dynamika HDP, stavu úvěrů a úrokové míry, v %

rok kvartál	2005				2006				2007				2008			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
růst stavu úvěrů*	4,4	5,3	3,4	1,8	3,8	5,5	5,1	3,8	2,1	6,0	7,5	2,6	3,0	6,7	3,6	-1,3
růst HDP**	1,7	1,5	1,4	1,3	1,9	2,0	2,3	2,2	2,5	2,5	2,3	2,4	1,6	1,3	1,0	0,4
úroková míra***	4,1	3,8	3,6	3,9	4,0	4,1	4,3	4,2	4,5	4,7	5,0	5,3	5,5	5,4	5,2	4,9

*růst stavu korunových úvěrů v běžných cenách nefinančním podnikům

**růst HDP v běžných cenách oproti stejnému období minulého roku, vyjádřeno v růstu za kvartál

***průměrná úroková míra na nově poskytnuté úvěry nefinančním podnikům

Zdroj: ČNB, ČSÚ, vlastní výpočty

Výrazný růst stavu úvěrů, ačkoliv se zvyšoval i úrok naznačuje, že bankovní sektor v průměru uvolnil své úvěrové standardy, nebo že se kvalita klientů v době růstu zlepšuje.³⁰ Z pohledu podniků znamená cena úvěru nejen úrok, ale i další neúrokové podmínky pro získání půjčky. Pokud se tyto podmínky – úvěrové standardy – uvolňují, může být nakonec pro firmy půjčka dostupnější navzdory rostoucí úrokové míře. Data hypotézu uvolnění úvěrových standardů bankami podporují. ČNB bohužel neprovádí nebo nezveřejňuje žádné pravidelné průzkumy zpřísnění nebo uvolnění úvěrových politik bank, jako to dělá např. ECB nebo Fed. Kromě toho, že kolísání úvěrových politik v průběhu úvěrového cyklu je pravidelně pozorováno po celém světě, mluví pro hypotézu, že český bankovní sektor uvolnil své úvěrové standardy na půjčky pro nefinanční podniky, také podíl klasifikovaných úvěrů na celkových úvěrech pro nefinanční podniky, který od poloviny roku 2007 narostl o 3 p.b.³¹

5.2.1.1. Odpovídající teoretické koncepty

Data odpovídají dobře teoriím o úvěrových cyklech. Úvěrový cyklus se pohybuje v souladu s hospodářským cyklem, avšak s většími oscilacemi. Úvěry rostly rychleji než ekonomická aktivita, ale jakmile se dynamika ekonomického růstu ve třetím a čtvrtém kvartálu 2008 začala snižovat, úvěry zareagovali ještě výrazněji a ve čtvrtém kvartálu došlo dokonce k poklesu. V modelu Kiyotakiho a Moorea (1995) je hlavní příčinou zvýšených oscilací dynamický mul-

³⁰ Banky by se ale při posuzování kvality klienta neměly nechat „unést“ dobrými výsledky v době konjunktury, ale měly by myslet také na rizika vyplývající z případného oslabení dynamiky hospodářského růstu.

³¹ Podíl klasifikovaných úvěrů pro nefinanční podniky sice od začátku roku 2002 klesá z téměř 30 % na 9,2 % v polovině roku 2007, nicméně tento pokles je ještě dozvukem zpřísněných úvěrových standardů aplikovaných po úvěrové krizi v průběhu klesajícího úvěrového cyklu mezi lety 1998 a 2004.

multiplikátor. Je založen na očekávání budoucí čisté hodnoty firem, která slouží jako zajištění pro krytí bankovního úvěru. Banky poskytují půjčku pouze do výše zajištění. Velká hospodářská expanze od roku 2004 formuje očekávání o vysoké ziskovosti firem, což navyšuje jejich čistou hodnotu a firmy si mohou půjčit víc a také si půjčují. Dynamický multiplikátor působí více než proporcionálně v porovnání s dynamikou hospodářského růstu. Proto úvěry rostly rychleji než ekonomická aktivita a ve čtvrtém kvartálu zase více než proporcionálně poklesly. Rajanova teorie kolísání úvěrových politik (2004) vysvětluje velmi dobře, proč banky uvolnily úvěrové standardy. Během expanze úvěrového cyklu manažeři bank maximalizovali krátkodobý zisk a ve velmi konkurenčním prostředí poskytovaly banky i úvěry na méně kvalitní projekty, což se od poloviny roku 2007 projevuje na rostoucím podílu klasifikovaných úvěrů. Zisk bank se v průběhu pozitivní fáze úvěrového cyklu zvětšoval na úkor dlouhodobého zisku.

Dynamický multiplikátor a uvolnění úvěrových standardů působily na růst úvěrové aktivity nepochybně dohromady a výrazně zvýšily nabídku úvěrů, které firmy s optimistickými výhlídkami během hospodářské expanze využily. Stejně síly jen opačného směru také způsobí pokles stavu úvěrů prudší než odpovídá dynamice ekonomického poklesu, což již lze pozorovat na datech za poslední kvartál roku 2008.

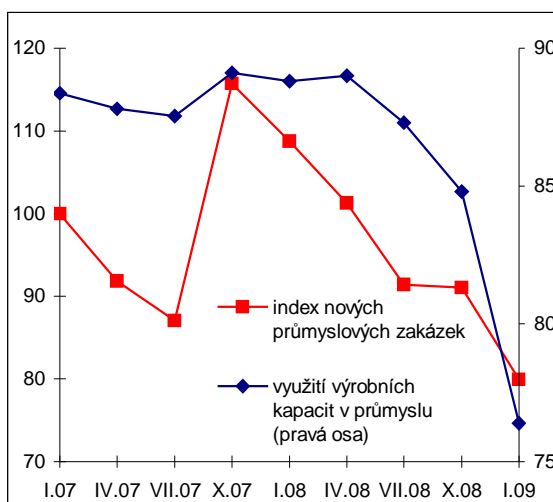
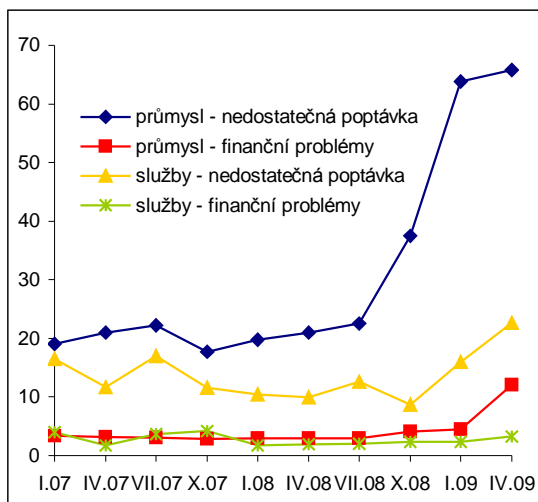
5.3. Nefinanční podniky (poptávková strana)

Světový hospodářský pokles způsobil v ČR, jako v malé a extrémně otevřené ekonomice, výrazný hospodářský útlum. České podniky čelí výrazně snížené poptávce po svých produktech. Na poptávku po úvěrech ze strany podniků to má dvojí protichůdný efekt:

1. Firmy snižují poptávku po úvěrech, protože se snižuje poptávka po produktech a firmy omezují výrobu. Vyrábět na sklad se průmyslovým podnikům většinou nevyplatí, neboť nynější pokles poptávky není pouze dočasnou záležitostí a bude pokračovat velmi pravděpodobně nejméně celý zbytek roku 2009. Firmy v sektoru služeb nemohou produkovat na sklad vůbec. O snížené poptávce svědčí objem nových průmyslových zakázek, který se od října 2008 snížil o 30,1 %, za stejné období přestaly průmyslové podniky využívat 12,7 % svých výrobních kapacit (viz graf 5.5). Na grafu 5.4 je zase vidět, jak manažeři českých podniků v sektoru průmyslu a služeb vnímají bariéry růstu pro svou firmu. Obecně hůře svoji situaci vnímají manažeři průmyslových podniků, pouze 9 % nevnímá žádné bariéry růstu, v sektoru služeb je to 45 %. Největší problém oběma sektorům způsobuje opravdu nedostatečná poptávka, plně dvě třetiny průmys-

lových firem a pětina firem poskytujících služby má problémy s nedostatečnou poptávkou.

Graf 5.4: Bariéry růstu ve vnímání manažerů, v %* Graf 5.5: Průmyslové zakázky (leden 2007=100) a využití výrobních kapacit v %



*Konjunkturální průzkum ČSÚ mezi manažery vybraných firem, vyjádřeno jako procentuální podíl firem daného sektoru, které označily daný problém jako bariéru růstu (výběr – bariéry růstu: nejsou / nedostatečná poptávka / nedostatek zaměstnanců / nedostatek materiálu, zařízení / finanční problémy / ostatní).

Zdroj: ČSÚ

2. Druhým efektem poklesu poptávky po produktech podniků je, že podniky naopak zvyšují poptávku po úvěrech. Firmy potřebují stálý přísun peněz především na pracovní kapitál. Ze studií Dvořáka (2000) a Jindřichovské a Körnera (2008) (viz kapitola 2.2.2.) vyplývá, že pracovní kapitál firmy obvykle financují z tržeb a krátkodobých úvěrů. Omezená poptávka během hospodářského útlumu ale firmám snižuje tržby a zpomaluje „asset conversion cycle“. Pokud neberu v úvahu dodavatelský úvěr, pomocí kterého se mohou financovat pouze silné firmy na trhu, potom bankovní úvěr pak představuje jedinou dostupnou alternativní možnost financování pracovního kapitálu³² s přiměřenými náklady. To tlačí poptávku po úvěrech zase nahoru.

Finanční problémy firmy obecně nepovažují za tak velký problém, nicméně podíl tohoto druhu problému od října 2008 prudce roste a v dubnu 2009 dosahuje 12,1 % pro průmysl a 3,3 % u služeb (viz graf 5.4) a lze očekávat další zvyšování tohoto ukazatele.

³² Podniky také mohou propouštět nebo zmenšovat pracovní dobu, což se také děje. Tato metoda snižování nákladů na pracovní kapitál však naráží na rigiditu na českém pracovním trhu (vysoká hranice pro minimální mzdy, vysoké sociální a zdravotní odvody za zaměstnance). Proto propouštění problém financování pracovního kapitálu zcela nevyřeší.

Firmy v době hospodářské krize potřebují zvýšené množství úvěrů, aby mohly překlenout období nízké poptávky. Tomu nasvědčuje i rostoucí objem kontokorentních apod. úvěrů. Zatímco banky omezily nabídku ostatních úvěrů, podniky se ještě rychle snaží vyčerpat své dříve nasmlouvané úvěrové linky a kontokorentní úvěry ve snaze získat potřebné peníze. To je patrné z grafu 5.3, od prosince 2008 se zvýšil objem nově čerpaných kontokorentních apod. úvěrů o 13,2 mld. Kč.

Lze jen velmi obtížně určit, který ze dvou protichůdných efektů převažuje, čili jestli poptávka po úvěrech roste nebo klesá. Některé indicie však naznačují, že efekt snižování poptávky po úvěrech způsobený omezováním produkce převažuje. Podle konjunkturálního průzkumu vnímají manažeři českých podniků nedostatečnou poptávku jako větší bariéru růstu v porovnání s finančními problémy. Dále jsou poklesy v nových průmyslových zakázkách i ve využití průmyslových kapacit značné. V neposlední řadě vývoj některých proměnných poptávky po úvěrech v tabulce 5.2 naznačuje, že znatelný efekt na poptávku po úvěrech mají právě ukazatele produkce, tedy větší produkce znamená větší poptávku po úvěrech a naopak. Od října 2008 indexy stavební a průmyslové produkce znatelně klesají, stejný průběh má i stav krátkodobých úvěrů, naopak v posledním sledovaném měsíci březnu 2009 se stavební a průmyslová produkce mírně zvýšila a stejně tak se zvýšil i stav krátkodobých úvěrů. To, že jsou ukazatele produkce pozitivně korelované se stavem krátkodobých úvěrů, ještě neznámá kauzální souvislost mezi indexy produkce a poptávkou po krátkodobých úvěrech. Především proto, že ukazatele produkce se vyskytují i ve funkci nabídky. Nicméně z celkového kontextu ekonomické situace a z vývoje dalších proměnných se domnívám, že ukazatele produkce mají výrazný vliv na poptávku po úvěrech. Zdá se tedy, že celkově poptávka po úvěrech od listopadu 2008 do posledního sledovaného měsíce března 2009 výrazně poklesla. Zvyšující se problémy firem s financováním, jak vyplývá z konjunkturálního průzkumu ČSÚ, ale poukazují i na změny v nabídce úvěrů, které analyzuji v další kapitole.

Tabulka 5.2: Vybrané faktory ovlivňující nabídku a poptávku po podnikových úvěrech

	vliv**	2008												2009			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	
nabídka	celková depozita a bank. kapitál*	+	100,0	99,4	100,0	99,8	100,8	103,3	105,8	106,7	106,2	106,1	106,7	104,1	108,8	108,6	108,5
	krátkodobá úroková sazba (%)	+	5,05	5,43	5,41	5,46	5,38	5,33	5,49	5,35	5,15	5,39	5,09	4,79	4,65	4,07	4,16
	spread: PRIBOR - repo (%)	-	0,02	0,04	0,04	0,01	0,01	0,01	0,03	0,06	0,15	0,28	0,28	0,17	0,10	0,13	0,17
	inflační očekávání fin. trhu, 1 rok (%)	-	3,7	3,4	3,2	3,0	3,1	3,2	3,1	3,0	2,8	2,5	2,4	2,2	2,1	2,0	1,9
	podíl klasifikovaných úvěrů (%)	-	8,2	7,8	8,0	8,0	8,2	8,0	8,7	8,8	8,8	9,2	9,4	10,6	11,3	11,7	12,3
	nové průmyslové zakázky*	+	100,0	91,8	91,1	93,1	93,6	91,3	84,0	78,4	89,9	83,7	67,3	59,1	73,5	69,1	76,0
	index stavební produkce*	+	100,0	103,8	101,2	97,7	93,1	96,1	97,3	95,6	97,9	93,5	93,3	92,0	92,2	90,4	90,6
	indikátor důvěry - podnikový sektor***	+	100,0	99,2	98,7	98,2	96,4	95,4	94,4	93,0	90,2	86,8	79,9	74,5	72,3	69,3	70,3
	index průmyslové výroby*	+	100,0	102,0	102,5	106,5	100,6	103,6	96,6	85,5	102,9	100,6	92,0	81,8	77,2	78,2	85,1
	krátkodobá úroková sazba (%)	-	5,05	5,43	5,41	5,46	5,38	5,33	5,49	5,35	5,15	5,39	5,09	4,79	4,65	4,07	4,16
inflační očekávání podniků, 1rok (%)	+			4,9			4,9			4,1			2,9			1,9	
krátkodobé úvěry, stav*		100,0	102,3	104,9	107,0	108,7	115,4	110,1	112,4	118,0	117,5	115,3	106,4	101,9	100,4	101,3	
střednědobé úvěry, stav*		100,0	100,8	99,1	97,1	98,8	100,6	103,9	105,5	105,2	107,4	108,8	108,3	113,1	114,3	111,7	
dlouhodobé úvěry, stav*		100,0	100,5	101,7	104,9	106,5	107,4	109,7	110,5	112,5	115,2	117,1	119,7	119,8	119,7	119,0	

*index, leden 2008 = 100

**předpokládaný vliv na stav krátkodobých úvěrů, (+) ... zvýšení dané proměnné zvyšuje stav úvěrů, (-) ... zvýšení dané proměnné snižuje stav úvěrů

***Indikátor důvěry v podnikovém sektoru je vážený průměr sezónně očištěných indikátorů důvěry v průmyslu, stavebnictví, obchodě a ve vybraných odvětvích služeb. Indikátory jsou vyjádřeny tzv. konjunkturálním saldem, což je rozdíl mezi odpověďmi zlepšení a zhoršení, vyjádřený v procentech. Čím vyšší je kladné saldo odpovědí, tím optimističtější je možné hodnotit získanou předpověď.

Zdroj: ČNB, ČSÚ, vlastní výpočty

5.4. Bankovní sektor (nabídková strana)

5.4.1. Strategie bank

5.4.1.1. Nabídka úvěrů nefinančním podnikům

Nabídka úvěrů nefinančním podnikům se snížila. Naznačuje to vývoj proměnných funkce nabídky v tabulce 2. Nabídku úvěrů snižuje nervozita na mezibankovním trhu, měřená rozdílem mezi dvoutýdenní sazbou PRIBOR a dvoutýdenní repo sazbou. Ta se od října roku 2008 pohybuje

o více jak 10 b.b. výše, než tomu bylo před nárůstem turbulencí na světových finančních trzích způsobených nejspíš pádem velké americké investiční banky Lehman Brothers. Dále sice pozorujeme pokles úrokových sazeb na nové úvěry, ten však způsobuje měnová politika ČNB, která snižuje oficiální úrokové sazby od září 2008. Banky pokles sazeb reflektují do úrokové míry, kterou požadují na nové úvěry, nicméně účtují si stále větší rizikovou pré-

mii, jak je vidět z grafu 5.6. To je známka zvyšujícího se očekávaného rizika, které stejně tak jako zvyšující se podíl klasifikovaných podnikových úvěrů v portfoliích bank způsobuje omezení nabídky podnikových úvěrů. Podíl klasifikovaných podnikových úvěrů se trendově drobně zvyšoval již od února 2008. Od září stejného roku se však dynamika růstu znatelně zvyšuje. Stejně jako poptávku po úvěrech, tak i nabídku úvěrů ovlivňují ukazatele průmyslové a stavební produkce. Tyto ukazatele se mírně snižují již od druhého čtvrtletí roku 2008 a výrazný propad produkce znamenající pokles nabídky úvěrů byl opět zaznamenán v listopadu 2008 (viz tabulka 5.2). V souladu s indexy produkce se zároveň pohybuje indikátor důvěry v podnikatelském sektoru. Pro zvýšení nabídky úvěrů hovoří pouze dlouhodobě se zvyšující hodnota bankovního kapitálu a depozit a klesající inflační očekávání finančního trhu měřená ČNB.

Ve výsledku faktory způsobující pokles nabídky úvěrů nefinančním podnikům převažují. Nejenže nabídka úvěrů ze strany bank poklesla, domnívám se dokonce, že poklesla více než poptávka po úvěrech ze strany podniků. Z konjunkturálního průzkumu manažerů českých firem vyplývá, že vedle nedostatečné poptávky mají firmy prudce rostoucí finanční problémy. Pokud by nabídka zůstala nezměněna, firmy by velmi pravděpodobně řešily své finanční problémy úvěrem, navíc když průměrná úroková sazba na nové úvěry klesala. Podniky však potřebné úvěry nezískaly a jejich finanční problémy rostou. To indikuje větší pokles nabídky než poptávky.

5.4.1.2. Přidělování úvěrů

Jak již bylo naznačeno v předchozí části, za snížením úvěrové aktivity stojí i nabídková strana – bankovní sektor. Celková poptávka po úvěrech se snížila, ale nabídka úvěrů se zřejmě snížila ještě více, proto poptávka převyšuje nabídku. To odpovídá situaci znázorněné na obr. 3.1 a podle Singera (1999) se v bankovním sektoru vyskytuje jev přidělování úvěrů, protože nabídka klesá současně s úrokovou mírou. Proti hypotéze přidělování úvěrů částečně mluví zvyšující se riziková prémie, kterou banky požadují. Je však pravděpodobné, že banky odmítají žadatele o úvěr prostě z důvodu vysokého rizika nesplacení půjčky. I fundamentálně zdravé firmy mohou mít vzhledem k celosvětovému rozsahu krize problémy se splácením úvěru. Podle definice Stiglitze a Weisse³³ (1981) dochází k jevu přidělování úvěrů pouze tehdy, pokud mezi stejně rizikovými klienty z pohledu banky jeden získá úvěr a druhý ne, přestože nabídne vyšší cenu, a při vyšší nabídce úvěrů by půjčku získal. Potíž je však určit pro banku

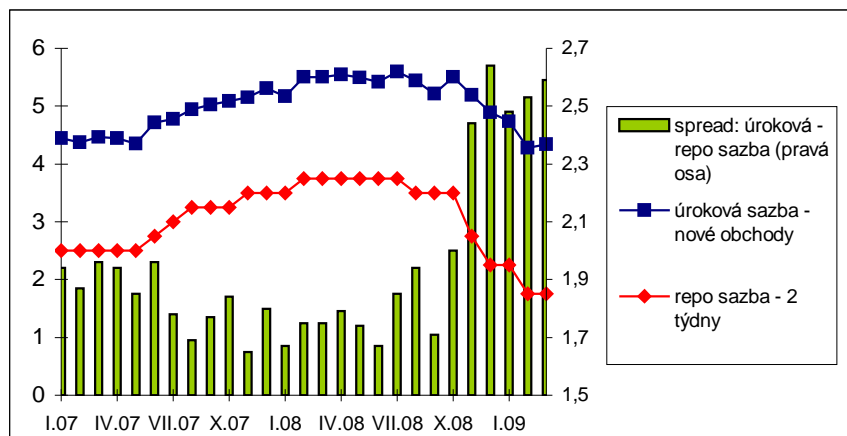
³³ Viz kapitola 3.2.1.

stejně rizikové klienty nebo získat informace o těch podnicích, které úvěr nedostaly. Proto lze pouze spekulovat, zda banky přidělují úvěry ve smyslu definice Stiglitze a Weisse.

5.4.1.3. Nastavení úrokové míry

Úrokové sazby na nově poskytnuté úvěry nefinančním podnikům velmi přesně kopírují repo sazbu nastavovanou ČNB. Korelační koeficient mezi úrokovou sazbou a repo sazbou za uvedené období z grafu 5.6 od ledna 2007 do března 2009 činí celých 0,9. Centrální banka má tedy v rukou poměrně silný nástroj, jak ovlivňovat úrokové sazby v ekonomice. ČNB mírně zvyšovala sazby až do července 2008. Na zvyšování úrokových sazeb do července 2008 reagovaly banky velmi pohotově a také zvyšovaly úroky na nové úvěry. Od září do října 2008 bankovní sektor zvýšil průměrnou úrokovou sazbu na nové úvěry o 0,29 p.b., ačkoli repo sazba zůstala na hladině 3,5 %. Banky si naučtovaly rizikovou prémii, poté co se pádem investiční banky Lehman Brothers 15. září naplno projevil celosvětový rozsah finanční krize. Poté s přicházejícími příznaky hospodářské stagnace se ČNB rozhodla snižovat sazby. To se stalo v listopadu, prosinci a únoru po řadě o 0,75; 0,50 a 0,50 p.b. Jak je však z grafu 5.6 patrné, průměrně banky sice úrokové sazby snížily, ale o méně než ČNB, a účtují si v posledních měsících od září stále se zvyšující rizikovou prémii pohybující se na hladině kolem 2,5 %. Výhledově prostor pro snižování úrokových sazeb bude záviset na vývoji kurzu koruny, domácí inflace a také na nastavení úrokových sazeb ECB. Hrozí situace pasti likvidity, že ČNB nebude mít již žádný prostor pro snižování sazeb a banky budou zvyšovat rizikovou prémii, a tím pádem úroková míra poroste.

Graf 5.6: Úrokové sazby na nové úvěry a dvoutýdenní repo sazba, v %



Zdroj: ČNB, vlastní výpočty

5.4.1.4. Úvěrové standardy

V kapitole 5.2.1. argumentuji, že bankovní sektor uvolňoval úvěrové standardy pro nefinanční podniky v době hospodářské expanze před úvěrovými problémy. Analogicky z dat vyplývá, že od začátku úvěrových problémů banky zase úvěrové standardy výrazně zpřísnily. Pokud by totiž banky nezpřísnily úvěrové standardy, firmy by si půjčily vzhledem k výrazně klesající úrokové míře více. Vývoj stavu úvěrů v posledních měsících ale naznačuje pravý opak. Banky snižují nabídku úvěrů hlavně prostřednictvím zpřísněných úvěrových standardů. Samotná vyšší riziková marže, kterou si banky účtují, nemá tak velký efekt na úvěrovou aktivitu. Firmy nutně potřebující finanční prostředky zpravidla poptávají úvěry i za vyšší úrokovou míru.

5.4.1.5. Alternativy úvěrů nefinančním podnikům

Nefinanční podniky jsou během celosvětové ekonomické krize snadno zranitelné, proto banky zvažují také alternativní investice než úvěrovat firmy. Například po úvěrové krizi koncem devadesátých let a také s nástupem zahraničních vlastníků změnil bankovní sektor radikálně svoji strategii. V první řadě se začal orientovat více na úvěry domácnostem. Od té doby se retailové bankovníctví dynamicky rozvíjí. Zadržely banky investovaly ve zvýšené míře do státních dluhopisů a dluhopisů ČNB a ukládaly také víc finančních prostředků u ČNB. Bankovní sektor na probíhající ekonomickou krizi reaguje obdobně, obecně jsou ale změny oproti úvěrové krizi konce devadesátých let drobné, na čemž má jistě podíl také malý časový odstup analýzy. Banky snižují podíl úvěrů na celkových aktivech. Od prosince 2008 tento podíl poklesl z 57,4 % na 55,5 %. Podíl zahrnuje i úvěry domácnostem, protože podrobnější údaje nejsou dostupné. Protože úvěry domácnostem zůstaly krizí nepoznamenány, lze se domnívat, že podíl úvěrů nefinančním podnikům na celkových aktivech zaznamenal výraznější pokles. Banky naopak zvyšují své vklady u centrální banky. Podíl vkladů u centrální banky na celkových aktivech od roku 2003, kdy dosáhl 25 %, neustále klesal. V listopadu 2008 se tento dlouhodobý klesající trend změnil, a podíl od listopadu 2008 do března 2009 stagnuje na hladině 11,5 %. Velmi podobně banky ukládají více peněz u ostatních obchodních bank. Zde se podíl vkladů u ostatních bank ku aktivům zvýšil z 3,9 % na 4,3 %. To ale odporuje rozdílu sazeb PRIBOR a repo, jehož vysoká hodnota je známkou nedůvěry mezi bankami. Žádné výrazné změny v investicích do státních, ČNB, ale i jakýchkoliv dluhopisů nebyly zaznamenány. Na konci devadesátých let také banky začaly poskytovat více cizoměnových, později eurových úvěrů – pravděpodobně tehdy silným podnikům vlastněným zahraničními mateřskými společnostmi, které tolik nezasáhly celkově špatné makroekonomické podmínky dané doby. V nynější úvěrové krizi je situace obrácená – podniky s úzkými zahraničními ob-

chodními vazbami byly zasaženy světovou finanční, později hospodářskou krizí více, což naznačuje rychlejší růst podílu špatných eurových úvěrů nerezidentům než rezidentům. V březnu 2009 byl podíl špatných úvěrů nerezidentům již o 2 p.b. vyšší než rezidentům, který činil 10,1 %. Přesto podíl špatných korunových úvěrů byl ještě o 2,2 p.b. vyšší.

5.4.2. Krize bankovního sektoru?

V tomto oddíle argumentuji, že český bankovní sektor navzdory celosvětovému rozsahu finanční krize zůstává zatím relativně zdravý, ale zároveň může vykazovat jisté známky dysfunkčnosti. Přestože drtivou většinu bank v ČR ovládá zahraniční kapitál a český finanční systém je úzce napojen prostřednictvím Evropské unie na evropský finanční trh, zůstává český bankovní sektor poměrně izolován. Je to dáno především tradičním konzervativním obchodním modelem českých bank, které se soustředí na poskytování úvěrů nefinančním podnikům a na dynamicky se rozvíjející retailové bankovníctví. Investiční bankovníctví provádějí zahraniční matky bank z jednoho finančního centra, banky v ČR nevlastní významné množství toxických cenných papírů³⁴ a téměř nevyužívají sekuritizace (ČNB, 2008). Proto nebyl český bankovní sektor zasažen první vlnou finanční krize spojenou s rozpoznáním reálné hodnoty toxických aktiv. České banky jsou dobře kapitalizované a netrápí je problém nedostatku likvidity, jak je tomu v mnoha finančních sektorech ostatních zemí. Banky také neutrpěly v průměru ani velké poklesy zisku oproti svým zahraničním matkám. To, že finanční krize nezasáhla zdravé jádro českého bankovního sektoru, ovšem neznamená, že se úvěrová krize ČR vyhnula. Zajisté existuje řada podniků, které jsou fundamentálně zdravé, ale úvěr přesto nezískají kvůli celkovým negativním očekáváním bank o budoucím vývoji hospodářské situace. Tyto podniky čelí krizi likvidity ve smyslu definice Singera (1999) (viz kapitola 3.2.4.).

Nachází se tedy český bankovní sektor v krizi? Podle mého názoru nikoli, protože kdyby banky chtěly, mohly by poskytnout podnikům dostatečné množství úvěrů. Nicméně pokud v jádru zdravý podnik nezíská úvěr na překlenutí nesouladu mezi časovou strukturou finančních zdrojů a potřeb, neplní banky jednu ze svých základních funkcí. Hranice, kdy se banky racionálně obávají o hospodářskou kondici nefinančních podniků žádajících půjčku a kdy už neposkytnutí této půjčky lze označit za dysfunkci bankovního sektoru, je velmi tenká a obzvláště v praxi obtížně rozlišitelná. Definitivně rozhodnout tuto otázku pomůže až další

³⁴ S výjimkou ČSOB, která odepsala toxické cenné papíry v hodnotě přibližně 8 mld. Kč, do těchto cenných papírů však investovala pouze zlomek celkového objemu spravovaných vkladů. Přesto vykázala ČSOB za fiskální rok 2008 čistý zisk v hodnotě 1,034 mld. Kč.

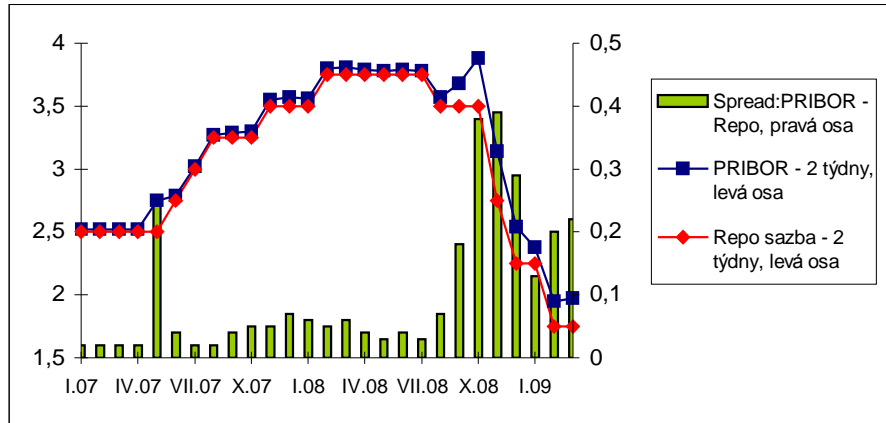
vývoj v následujících kvartálech, protože tato velmi aktuální práce má k dispozici pouze data za několik prvních měsíců od začátku úvěrové krize.

5.4.2.1. Likvidita, mezibankovní trh

Podíl všech úvěrů ku všem vkladům od začátku roku 2007 rostl z 66 % plynule až na 81 % v prosinci 2008, od té doby klesá – do března 2009 o 3 p.b. na 78 %. To znamená, že i v prosinci 2008 měly banky jednu pětinu celkových vkladů volně k dispozici, tedy rozhodně netrpěly nedostatkem likvidity. Navíc se lze domnívat, že vklady jako zdroj likvidity pro banky budou i nadále pokračovat ve svém rostoucím trendu, který neovlivnila ani úvěrová krize koncem devadesátých let. Vklady domácností pokrývající téměř 60 % všech vkladů rostly nepřetržitě. Zřejmě k udržení důvěry v bankovní systém a k zajištění rostoucího přísunu primárních vkladů ze strany domácností pomohlo i schválení státní garance na soukromé vklady do výše 50 tisíc eur na podzim roku 2008.

Banky mohou také získávat likviditu na mezibankovním trhu za cenu sazby PRIBOR. Ta je za normálních okolností na standardně fungujícím trhu pouze o několik setin procenta vyšší než repo sazba, za kterou centrální banka stahuje likviditu od obchodních bank. Turbulence na finančních trzích však vyvolaly vzájemnou nedůvěru mezi českými bankami. To se projeвило zvýšeným rozdílem mezi sazbou PRIBOR a repo (viz graf 5.7). V květnu 2007 tento indikátor nedůvěry vylétl na 0,25 %, poté se mezibankovní trh částečně zklidnil. Od července 2008 ovšem spread výrazně roste, v říjnu a listopadu hodnoty rozdílu sazby PRIBOR a repo blížící se 0,4 % znamenaly prakticky zamrznutí mezibankovního trhu. Podle některých neformálních zdrojů si banky dokonce nepůjčovaly ani za vysokou sazbu PRIBOR a účtovaly si další rizikové marže. Pro udržení likvidity v bankovním sektoru ČNB zavedla mimořádnou facilitu v podobě dodávací repo operace. Proti zajištění mohou banky získat jakýkoliv objem likvidity převyšující 10 mil. Kč za repo sazbu zvýšenou o 0,1 p.b. se splatností dva týdny nebo za repo sazbu zvýšenou o 0,3 p.b. se splatností tři měsíce. Kromě toho v rámci automatických facilit poskytuje ČNB bankám možnost uložit přes noc bez zajištění svou přebytečnou likviditu za depozitní sazbu – repo sazba minus 1 p.b., nebo vypůjčit si přes noc formou repo operace likviditu za lombardní sazbu – repo sazba plus 1 p.b.

Graf 5.7: Mezibankovní trh, v % ke konci měsíce



Zdroj: ČNB

Celkově je likvidita v českém bankovním sektoru dobrá, o čemž svědčí i malá míra využívání nových dodávacích facilit ČNB ze strany bank (Singer, 2009). Především dynamický růst vkladů domácností zaručuje i do budoucna dostatečnou likviditu.

5.4.2.2. Credit crunch, collateral squeeze, savings squeeze

Credit crunch běžně doprovází finanční krizi, ta však v ČR zatím nenastala. V Holmströmově a Tirolově modelu je základní podmínkou pro credit crunch relativní snížení vlastního kapitálu bank. K tomu nedochází, ukazatel kapitálové přiměřenosti se stabilně pohybuje na 12% hladině. V současné době tedy nehrozí, že by banky byly nuceny omezit poskytování úvěrů, aby splnily podmínku 8% kapitálové přiměřenosti podle ustanovení Basel II. Credit crunch, jak je definovaný Holmströmem a Tiroleem,³⁵ tak v české ekonomice v období do posledních dostupných dat z března 2009 nenastal. Stejně tak nenastal credit crunch, jak ho vnímá Pospíšil,³⁶ tedy zvýšený výskyt jevu přidělování úvěru. Neboť, jak argumentuji v kapitole 5.4.1.2., je sporné, zda banky vůbec ve sledovaném období přidělovaly úvěry.

Jev savings squeeze (pokles nabídky kapitálu investorů finančním zprostředkovatelům) také nenastal, protože především vklady domácností, které tvoří nejdůležitější složku celkových vkladů, velmi dynamicky nepřetržitě rostly. V rámci Holmström-Tirolova modelu finančního zprostředkování se jevy credit crunch a savings squeeze vztahují k nabídkové straně úvěrového trhu – bankám. Zamítnutí těchto dvou jevů vede (minimálně v rámci modelu) k závěru, že bankovní sektor v krizi není.

Zato snížení celkového kapitálu firem, tedy collateral squeeze, s velkou pravděpodobností nastalo. Celková hodnota kapitálu se v bilancích nefinančních podniků ve třetím a čtvrtém

³⁵ Viz kapitola 3.2.3.

³⁶ Viz kapitola 3.2.2.

kvartálu 2008 snížila o 3,4 %, resp. 3,5 %. Především interpretuje-li se collateral squeeze volněji jako neschopnost firem poskytnout dostatečné záruky, aby přesvědčily banky o své budoucí solventnosti, potom bezpochyby nastal. Z modelu vyplývají dva důsledky tohoto druhu omezení kapitálu. Zaprvé collateral squeeze způsobí pokles agregátních investic a zadruhé zvýší množství aktiv, která banky vyžadují jako zástavu za poskytnutí půjčky. Investice se skutečně snižují a banky zpřísňují neúrokové podmínky pro získání úvěru včetně zvýšení zájisti. Kauzalita tohoto vztahu je nicméně nejasná.

5.4.2.3. Možná budoucí rizika pro bankovní sektor

Český bankovní sektor zatím světová finanční krize nezasáhla, světová hospodářská krize již ano. Česká ekonomika, která závisí na exportu cyklicky velmi citlivých produktů, však trpí poklesem zahraniční poptávky a stagnuje. IMF předpovídá na rok 2009 meziroční pokles reálného HDP 3,5 % (nejnovější odhad z dubna 2009). Stagnace nebo pokles hospodářské aktivity v ČR přinese další problémy českému bankovnímu sektoru, v krajním případě mu hrozí krize. Existuje riziko, že firmy budou mít problémy se splácením svých úvěrů, budou se množit špatné úvěry a bankám se budou horšit úvěrová portfolia. Banky budou nuceny vytvořit opravné položky a zvýšit rezervy, což zdraží úvěry, a pod tlakem regulátora (ale i z vlastní iniciativy) omezí poskytování úvěrů. Současně ztráta důvěry v bankovní sektor v důsledku horšících se úvěrových portfolií může vyústit v pokles primárních vkladů a další omezení úvěrové aktivity. Jednotlivé procesy se v tomto mechanismu mohou v krajním případě navzájem zesilovat a důsledkem může být krize bankovního sektoru, tj. vzhledem k důležitosti bank v ekonomice finanční krize. Zatímco finanční krize ve většině zemí dolehla na reálnou ekonomiku, v ČR indicie naznačují opačný scénář. Totiž že se problémy reálné ekonomiky odrazí negativně ve finančním systému. Pesimisticky vyjádřeno: Hospodářská krize v ČR způsobí finanční krizi.

Další riziko představují zahraniční mateřští vlastníci bank působících v ČR. Ti povětšinou byli zasaženi světovou finanční krizí přímo a jejich finanční situace je v některých případech neporovnatelně horší. Zatím zahraniční vlastníci čerpají finanční zdroje od svých dceřinných bank v omezené míře, pokud by se ale tato míra měla zvýšit, vystavilo by to český bankovní sektor nemalému riziku. Existují sice regulatorní opatření ČNB zabráňující přímému „vysávání“ aktiv českých bank do zahraničí, nicméně například vyvedení zisku českých bank prostřednictvím dividend do mateřských zahraničních bankovních skupin, které jsou většinovými vlastníky, nemůže nikdo zamezit.

5.5. Porovnání úvěrové krize konce 90. let se současnými úvěrovými problémy

Oba dva zmíněné prudké poklesy úvěrové aktivity nemají na první pohled mnoho společných charakteristik, přesto jsou hlubší fundamentální příčiny obou poklesů úvěrování shodné – po období dynamického ekonomického růstu přišla stagnace. Úvěrová krize konce devadesátých let byla výhradně lokálním domácím problémem, byla jasně ovlivněna složitým transformačním procesem, který způsobil pokles HDP v letech 1997 a 1998, což naplno odhalilo špatný stav českého bankovního sektoru. Banky měly příliš volnou úvěrovou politiku a poskytovaly před úvěrovou krizí příliš rizikové půjčky, které vedly k neúnosnému nahromadění špatných úvěrů. Nynější úvěrové problémy způsobil také pokles hospodářské dynamiky, ačkoliv byl iniciován „zvenku“ světovou finanční krizí. Banky před současnými úvěrovými obtížemi také zvyšovaly nabídku úvěrů nefinančním podnikům. Vedl je k tomu systémový přebytek likvidity v bankovním sektoru, který banky potřebovaly nějak využít a který naštěstí neposloužil k nákupu zajištěných dluhových obligací (CDO). Dále zvyšoval bankovní sektor nabídku úvěrů také na základě dynamického růstu české ekonomiky a příznivých prognóz vývoje hospodářství. Poté ale náhlý prudký pokles dynamiky ekonomického růstu ve čtvrtém kvartálu roku 2008 (stejně jako v polovině roku 1997) způsobil snížení úvěrové aktivity, jak na straně nabídky, tak na straně poptávky. Podíl klasifikovaných úvěrů začal růst a banky výrazně přitvrdily své úvěrové standardy.

Bankovní sektor je zatím na rozdíl od konce devadesátých let fundamentálně zdravý a bankovní krize nenastala. Bankovní krize však představuje reálnou hrozbu pro české banky, zda však skutečně nastane, ukáže s velkou pravděpodobností nadcházející rok. Od prvního výrazného poklesu stavu podnikových úvěrů v květnu 1997 to trvalo přibližně rok, než nastala bankovní krize od poloviny roku 1998. Rozdíl mezi úvěrovou krizí konce devadesátých let a současnými úvěrovými obtížemi je v tom, že nyní jsou banky řízeny zkušenějším zahraničním managementem. V devadesátých letech byla ještě velká část bank vlastněná státem, který jistě neměl tolik zkušeností s řízením bank jako nynější zahraniční vlastníci. Na druhou stranu jsou české banky kvůli zahraničním vlastníkům více vystaveny rizikům zahraničních finančních problémů. Současné úvěrové obtíže nastaly v situaci, kdy má ČR jistě mnohem kvalitnější právně institucionální rámec než v posttransformačních dobách (značně zlepšil bankovní dohled a legislativa) a kdy je bankovní sektor fundamentálně zdravý. Velké riziko pro českou ekonomiku, která je otevřenější než v devadesátých letech, představuje celosvětový rozsah finančních i ekonomických problémů.

6. OMEZENÍ A NEDOSTATKY ANALÝZY

Přednost této práce – aktuálnost – se stává zároveň jejím velkým omezením. Pokles podnikových úvěrů je sledován pouhých pět měsíců. Za tuto dobu se významně změnil pouze stav krátkodobých úvěrů. Například očekávaný výrazný pokles dlouhodobých investičních úvěrů zatím ještě nenastal. Nedostatečný časový odstup také diskvalifikuje použití rigoróznějších metod analýzy. Například využití zmiňovaného ekonometrického nerovnovážného modelu nabídky a poptávky, ale také dalších teoretických modelů. Domnívám se, že přibližně s odstupem jednoho roku by byly výsledky za použití modelů diskutovaných v teoretické části relevantní s ohledem na povahu modelů a periodicitu dostupných dat. Pokud by se použila do modelů většina dat z období rostoucí fáze úvěrového i hospodářského cyklu, hrozila by ztráta objektivity výsledků.

Přirozenou součástí této práce by mělo být srovnání úvěrové aktivity v ČR s dalšími podobnými zeměmi, aby bylo možné rozlišit specifika českého bankovního sektoru a úvěrové aktivity. Ideální zemí pro porovnání by byla ekonomika ze země západní Evropy s finančním systémem orientovaným na bankovní sektor. Srovnáním ČR se zemí s takovou charakteristikou by se získala představa o hloubce úvěrových problémů a o stupni finančního propojení se západní Evropou. Přirozenou partnerskou zemí pro tento druh porovnání se zdá například Německo nebo Rakousko. Centrální banky těchto zemí, které monitorují bankovní sektory, ani centrální banky dalších vhodných zemí neposkytují bohužel aktuální časové řady nutné pro tento typ analýzy a běžně vykazují úvěrovou aktivitu pouze čtvrtletně. Výjimku tvoří měsíční statistiky Evropské centrální banky. Jedná se však o agregované údaje za všechny země eurozóny a právě velký stupeň agregace znemožňuje podrobnou analýzu.

7. ZÁVĚREČNÉ SHRNTÍ

Tato práce předkládá aktuální analýzu úvěrového trhu ČR, který byl ovlivněn současnou celosvětovou finanční a hospodářskou krizí. Rozbor se zaměřuje na poskytování úvěrů nefinančním podnikům. Nefinanční podniky v ČR nejsou tolik zadlužené jako jejich protějšky v zemích eurozóny nebo ve Velké Británii, což je v kontextu hospodářské stagnace takřka v celé Evropě včetně ČR jejich výhodou. Nevýhodou je naopak značná závislost na jednom instrumentu financování – bankovních úvěrech, pokud se podniky nefinancují z vnitřních

zdrojů, potom využívají hlavně bankovní úvěry. Nefinanční podniky vytvářejí významnou část HDP a zaměstnávají většinu pracovní síly. Problémy bankovního sektoru a úvěrování nefinančních podniků proto mají přímý dopad na celkovou ekonomickou situaci v ČR.

Český finanční systém vyznačující se dominancí bankovních institucí zůstává poměrně izolován od světových finančních trhů, ačkoliv většinu bankovního sektoru ovládá zahraniční kapitál. Banky se soustředí především na tradiční konzervativní obchodní model a takřka neinvestovaly do toxických cenných papírů. Bankovní instituce v ČR jsou fundamentálně zdravé, dobře kapitalizované, a i přes turbulence na světových finančních trzích vykázal bankovní sektor na konci roku 2008 čistý zisk.

Nabídka úvěrů nefinančním podnikům poklesla, a to pravděpodobně více než poklesla poptávka po úvěrech ze strany podniků. Poruchy na straně nabídky úvěrů – credit crunch, resp. savings squeeze byly vyloučeny, protože se nesnížila hodnota bankovního kapitálu, resp. banky mají k dispozici dostatek likvidity z primárních vkladů. Bankovní krize zřejmě nenastala,³⁷ protože je ve finančních možnostech bank nabízet stejné množství úvěrů jako v předchozích čtyřech letech. Banky ale výrazně zpřísnily své úvěrové standardy pro půjčování nefinančním podnikům, které byly pravděpodobně nastaveny příliš volně od roku 2004 do úvěrového poklesu v listopadu 2008, a to z důvodu systémového přebytku likvidity v bankovním sektoru, ale i z konkurenčních důvodů. Zpřísněním úvěrových politik a účtováním vyšší rizikové úrokové přírážky snížily banky výrazně nabídku úvěrů nefinančním podnikům.

Podniky sice z důvodu poklesu poptávky po svých produktech/službách omezují výrobu a investice, ale nedostatečný tok peněz (cash flow) zvyšuje jejich poptávku po krátkodobých úvěrech především na financování pracovního kapitálu. Hlavním problémem českých podniků je nyní nedostatečná poptávka, nicméně problémy s financováním také rychle rostou. Bankovní sektor sice není v krizi, ale je sporné, zda netrpí dysfunkcí, protože neposkytuje dostatek úvěrů pro překlenutí nesouladu mezi časovou strukturou finančních zdrojů a potřeb pro zdravé podniky. To přitom tvoří jednu ze základních funkcí finančních zprostředkovatelů. Některé ukazatele indikují výskyt jevu přidělování úvěrů v českém bankovním sektoru. Lze však obtížně rozlišit, zda banky neposkytují takové množství úvěrů jednoduše z oprávněných obav o budoucí schopnost klienta splácet půjčku.

Výrazný pokles úvěrů již česká ekonomika od konce devadesátých let do roku 2003 zažila. Bankovní sektor byl na rozdíl od dnešního ve velmi špatném stavu – podkapitalizovaný a zatížený velkým množstvím špatných úvěrů. Posttransformační recese ekonomiky od poloviny

³⁷ Konstatování k březnu 2009.

roku 1997 byla následována poklesem stavu úvěrů. Přibližně o rok později v polovině roku 1998 přerostly úvěrové problémy do bankovní krize. Pravděpodobně tehdy došlo k jisté formě jevu credit crunch posilované však dalšími faktory způsobujícími dohromady výrazný pokles stavu úvěrů.

Dnešní platná legislativa a institucionální rámec jsou neporovnatelně lepší oproti konci devadesátých let, bankovní sektor je v jádru zdravý, hospodářská stagnace se však vyskytuje celosvětově na rozdíl od druhé poloviny devadesátých let. Tehdy byly hospodářské problémy pouze lokální a prudký pokles stavu úvěrů částečně nahrazovaly dynamicky rostoucí zahraniční investice. Nyní však prosperitu, poptávku a případně pomoc v zahraničí hledat nelze. Od konce roku 2008 všechny pro ČR významné ekonomiky stagnovaly, což značně snižuje poptávku po českém exportu. Hrozí, že podniky nebudou schopny splácet své závazky vůči bankám a těm se výrazně zhorší úvěrová portfolia. V krajním případě může nastat bankovní, resp. finanční krize.

8. POUŽITÉ ZDROJE

Asea, Patrick K.; Blomberg, S. Brock, *Lending Cycles*, NBER Working Paper No. 5951, March 1997

Bauer, Patrik – *Capital Structure Puzzle: Empirical Evidence from Visegrad Countries*, disertační práce, Institut ekonomických studií, Fakulta sociálních věd, 2004

Bauer, Patrik – *Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from the Czech Republic*, *Finance a úvěr*, 54, č. 1–2, 2004

Berger, Allen N.; Udell, Gregory F. – *The institutional memory hypothesis and the procyclicality of bank lending behavior*, *Journal of Financial Intermediation* 13, 2004, pp. 458–495

Buchtíková, Alena – *Empirická analýza financování podniků a úvěrových aktivit bank v ČR v letech 1995 – 1997*, VP č. 14, Praha 1999

CERGE-EI – *Czech Republic 2008: Strong Currency, No Rush Toward the Euro*, Prague, December 2008, pp. 37–49

Česká národní banka – *Vyjádření ČNB ke krizi na finančních trzích*, 30. 9. 2008

Dell' Ariccia, Giovanni; Detragiache, Enrica; Rajan, Raghuram G. – *The Real Effect of Banking Crises*, IMF Working Paper No. 63, 2005

Dubská, Drahomíra – *Český průmysl: s čím stojí a padá v době recese*, ČSÚ, 2009

Dvořák, V. – *Financing of Companies in the Czech republic (Empirical study)*, In: Mejstřík, Michal (ed) – *Cultivation of Financial Markets in the Czech republic*, Karolinum, 2004, pp. 259–285

Thiman, Christian, et. al – *Financial Sectors in EU Accession Countries*, ECB, July 2002

Erbenová, Michaela – *Globalizace finančních trhů a integrace dozoru nad finančním trhem České republiky*, příspěvek do Sborníku konference VŠFS „Aktuální vývoj finančních trhů, jejich regulace a dozor“, 14. a 15. 6. 2005

Holmström, Bengt; Tirole, Jean – *Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector*, *Quarterly Journal of Economics*, No. 3, August 1997, pp. 664–691

International Monetary Fund – IMF Country Report No. 99/90 – Czech Republic, August 1999, pp. 20–25

International Monetary Fund – IMF Country Report No. 04/3 – Czech Republic, January 1999, pp. 6–8

Jaroš, Tomáš – *Credit crunch (teorie a česká praxe)*, diplomová práce, Institut ekonomických studií, Fakulta sociálních věd, 2000

Jindrichovska, Irena; Körner, Pavel – *Determinants of corporate financing decisions: a survey evidence from Czech firms*, IES Working Paper 1/2008, IES FSV, Charles University

Kadeřábková, Anna – *Ročenka konkurenceschopnosti České republiky 2006-2007*, CES VŠEM, 2007, str. 557

Kiyotaki, Nobuhiro; Moore, John – *Credit Cycles*, NBER Working Paper No. 5083, April 1995

Klapper, Leora F.; Sarria-Allende, Virginia; Sulla, Victor – *Small- and Medium-Size Enterprise Financing in Eastern Europe*, World Bank Policy Research Working Paper 2933, December 2002

Lown, Cara; Morgan, Donald P. – *The Credit Cycle and the Business Cycle: New Findings Using the Loan Officer Opinion Survey*, June 2004, pp. 16–17

Mlčoch, Lubomír – *Institucionální ekonomie*, Karolinum, Praha 1996

Pašaličová, Renata; Stiller, Vladimír – *Vliv měnové politiky na vývoj bankovních úvěrů*, Finance a úvěr, 52, č. 6, 2002

Pazarbasioglu, Ceyla – *A Credit Crunch ? A Case Study of Finland in the Aftermath of the Banking Crisis*. IMF Working Paper No. 135, 1996

Pospíšil, Jiří – *Credit crunch? Řešíme poruchu alokace bankovních úvěrů nebo jsme „teprve“ svědky vzniku funkčního alokačního mechanismu*, v rámci 8. semináře České společnosti ekonomické, 1999

Rajan, Raghuram G. – *Why Bank Credit Policies Fluctuate: A Theory and Some Evidence*, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 109, No. 2, May 1994, pp. 399–441

Rajan, Raghuram G.; Zingales, Luigi – *Financial Dependence and Growth*, The American Economic Review, Vol. 88, No. 3, 1998, pp. 559–586

Singer, Miroslav – *Zadření úvěrů, pasti a krize likvidity, krize solventnosti, ztráta zprostředkování, morální hazard. Jak se to rýmuje s naší přítomností?*, v rámci 8. semináře České společnosti ekonomické, 1999

Singer, Miroslav – *Odpověď bankovních institucí na ekonomickou stagnaci*, ČNB, Praha 2009

Stiglitz, Joseph E.; Weiss, Andrew – *Credit rationing in Markets with Imperfect Information*, American Economic Review 71, June 1981, pp. 393–410

Vodová, Pavla – *Credit market development and prediction of its future development*, Munich Personal RePEc Archive Paper No. 11904, December 2008

Další zdroje:

Bank of England Statistics (BoE)

URL: <http://www.bankofengland.co.uk/statistics/about/index.htm>

Český statistický úřad (ČSÚ)

URL: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/kpr_cr
http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/casove_rady

Databáze časových řad ČNB: ARAD

URL: http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_KOREN

European Central Bank (ECB) Statistics

URL: <http://www.ecb.int/stats/money/aggregates/aggr/html/index.en.html>

International Monetary Fund (IMF) World Economic Outlook Database

URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/weodata/index.aspx>

OECD Statistics

URL: <http://stats.oecd.org/WBOS/index.aspx>

Komentář k přiložené tezi bakalářské práce:

Po vzájemné dohodě se svým konzultantem jsem reagoval na výraznou změnu na světových i českých finančních trzích a částečně jsem se odklonil od původně schváleného tématu. Své poznatky o kapitálové struktuře českých podniků, která byla původně hlavním bodem této bakalářské práce, jsem využil v kapitole 2. Posunul jsem nicméně původní téma práce dále a v problematice struktury závazků českých podniků jsem se soustředil na nejvýznamnější dluhový nástroj financování – bankovní úvěr.

UNIVERSITAS CAROLINA PRAGENSIS
založena 1348

Univerzita Karlova v Praze
Fakulta sociálních věd
Institut ekonomických studií



Opletalova 26
110 00 Praha 1
TEL: 222 112 330,305
TEL/FAX: 222 112 304
E-mail: ies@mbox.fsv.cuni.cz
<http://ies.fsv.cuni.cz>

Akademický rok 2008/2009

TEZE BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

Student:	Jakub Chleboun
Obor:	Ekonomie
Konzultant:	PhDr. Filip Hájek

Garant studijního programu Vám dle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a Studijního a zkušebního řádu UK v Praze určuje následující bakalářskou práci

Předpokládaný název BP:

Způsob financování a kapitálová struktura českých firem: srovnání s dalšími tranzitivními zeměmi.

Charakteristika tématu, současný stav poznání, případné zvláštní metody zpracování tématu:

Ve své práci bych se chtěl zaměřit na fakt, že české podniky využívají k financování svých aktivit více dluhu než je běžné v západních zemích. Porovnáním dat z dalších ekonomik, které prošly transformací (především Polsko a Maďarsko) bych se rád dopátral příčin neobvyklé kapitálové struktury. Očekávám významný vliv institucionálních faktorů, plynoucích z dlouhého období centrálního plánování a způsobu transformace (např. měkký zákon o konkurzech). Do jaké míry je neochota firem získávat finanční zdroje emisí akcií dána nedostatečně rozvinutými finančními trhy a do jaké míry jinými faktory pomůže osvětlit podrobná meziodvětvová analýza. Cílem práce by mělo být jednak vysvětlení specifik transformujících se ekonomik, co se týče kapitálové struktury. Zkoumáním změn dat v čase by měl vzniknout druhý hlavní výstup práce: odhad budoucího vývoje. Budou české firmy kapitálovou strukturou a způsobem získávání finančních prostředků konvergovat k západním

firmám nebo je české ekonomické prostředí natolik specifické, že ani neustále vzrůstající globalizace neovlivní do budoucna rozhodování firem „dluh versus vlastní kapitál“?

Struktura BP:

1. Kapitálová struktura českých, polských a maďarských firem v porovnání se „západem“
 - 1.1. Teorie optimální kapitálové struktury, konzistence teorie a reality
 - 1.2. Počet IPO, porovnání se „západem“
2. Podrobná analýza
 - 2.1. Kapitálová struktura podle odvětví
 - 2.2. Kapitálová struktura v čase
 - 2.3. Kapitálová struktura podle velikosti firmy a podílu zahraničního kapitálu
3. Výsledky analýzy
 - 3.1. Institucionální faktory
 - 3.1.1. Vliv způsobu transformace na vývoj finančních trhů
 - 3.2. Jiné faktory
4. Zhodnocení výsledků
 - 4.1. Bude se kapitálová struktura českých firem do budoucna výrazně měnit?
 - 4.2. Specifika výrazně ovlivňující kapitálovou strukturu a způsob financování

Seznam základních pramenů a odborné literatury:

Rajan, R., Zingales L. 1995, What do We know about Capital Structure? Some Evidence from International Data., Journal of Finance, 50, pp. 1421 – 1460

Modigliani, F, Miller, M. 1958 ,The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, The American Economic Review, 40, pp. 261 – 297

Brealey R.A., Myers Stewart C.: Principles of Corporate Finance, 7th edition, McGraw-Hill, 2003, 0-07-286946-1 Press Praha 2000 (5.vyd.), ISBN 80-7226-189-4)

Liška V., Gazda J.: IPO kmenové akcie a jejich primární emise, HZ 2001

Buckley A., Ross S., Westerfield R., J.F.Jaffe, Corporate Finance Europe,McGrawHill Pub.1998, Berkshire, ISBN 0256 203997

Cornelli, F., Portes, R., Schaffer, M. E., The Capital Structure of Firms in Central and Eastern Europe, CEPR Discussion Paper No. 1392, May 1996

Krauseová, J., Analýza kapitálové struktury českých firem, Finance a úvěr, 45, 1995, č. 9

Joeveer, K., Sources of Capital Structure: Evidence from Transition Countries, CERGE-EI Working Paper No. 306, September 2006

Bauer, P., 2004, Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from the Czech Republic, Finance a úvěr, 54, č. 1 – 2

Bauer, P., 2004, Capital structure puzzle: Empirical evidence from Visegrad Countries, PhD. Dissertation thesis IES FSV UK, Praha

Korajczyk, R., Levy, A., 2003, Capital Structure Choice: Macroeconomic Conditions and Financial Constraints, Journal of Financial Economics

Mlčoch, L., Institucionální ekonomie, Praha, Karolinum 2005

Kouba, K., Vychodil, O., Roberts, J.: „Privatizace bez kapitálu. Zvýšené transakční náklady české transformace“. Praha, Karolinum 2005.

Datum zadání:	Červen 2008
Termín odevzdání:	Červen 2009

Podpisy konzultanta a studenta:

V Praze dne 7. 7. 2008