

Vysoká škola ekonomická v Praze

Národohospodářská fakulta

Hlavní specializace: Hospodářská politika



„Aktuální vývoj trhu nemovitostí v ČR pohledem analýzy
faktorů vedoucích k hypoteční krizi v USA v letech 2007-
2009“

diplomová práce

Autor: Bc. Ondřej Anděl

Vedoucí práce: doc. Ing. Eva Zamrazilová, CSc.

Rok: 2017

Prohlašuji na svou čest, že jsem diplomovou práci vypracoval samostatně a s použitím uvedené literatury.

Bc. Ondřej Anděl
V Praze, dne 9.12.2017

Poděkování

Na tomto místě bych rád poděkoval vedoucí práce doc. Ing. Evě Zamrazilové CSc. za odborné vedení, cenné rady a připomínky, které mi poskytla při jejím zpracování. Dále bych rád poděkoval přítelkyni a rodině, kteří mě podporovali i v časech složitějších, stejně tak jako v okamžicích radostných.

Abstrakt

Diplomová práce prezentuje poznatky získané z analýzy aktuálního vývoje nemovitostního trhu v České republice z pohledu hypoteční krize v USA z let 2007 – 2009. Hlavní hypotézou práce je tvrzení, že je v České republice v současné době možné sledovat vznik realitní bubliny a hrozí tak opakování hypoteční krize z USA. Po podrobném definování co stálo za vznikem této krize v USA a zhodnocení kroků nejdůležitějších institucí, přechází práce v popis současného stavu české ekonomiky. Po prvotním zhodnocení národohospodářského vývoje je v práci dále rozebrán vývoj hypotečního trhu v České republice včetně jeho struktury, dále vývoj cen nemovitostí a kroků ČNB. Následná aplikace faktorů, které měli v USA vliv na rozvoj krize, se však v České republice nejeví jako objektivní riziko. Hlavním důvodem je odlišná struktura hypotečních trhů současně s včasnými kroky centrálního dohledu. Hlavním přínosem práce poukázání na rozdílné struktury trhů, které vylučují totožný průběh krize, jako v USA.

Klíčová slova

Hypoteční trh, Ekonomická krize, Realitní bublina, ČNB, FED

JEL klasifikace

JEL E24, JEL E31, JEL E52, JEL R21, JEL R31

Abstrakt

Diploma thesis presents knowledge gained from analysis of development of real estate market in Czech republic with focus on mortgage crisis in US 2007-2009. Main thesis is that there is growing real estate bubble in Czech republic and there is potential risk of repeating of mortgage crisis. After definition of what was the reason of crisis in USA and evaluation of steps of most important institutions in USA there is description present state of czech economy. After the evaluation of development of economy the paper heads to the structure of mortgage market and it's developemnt throught time same as with real estate prices and steps of Czech nation bank. In the last part of the paper there is application of factors standing behind crisis in US in the czech economy, which seems to

be no problem because of different structure of the mortgage market and steps of Czech national bank. Main benefit of this diploma thesis is to point out different structures of markets which exclude same course of crisis as in US.

Key words

Mortgage Market, Economic crisis, Realestate bubble, Czech nation bank, FED

JEL clasification

JEL E24, JEL E31, JEL E52, JEL R21, JEL R31



ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Zpracovatel : **Bc. Ondřej Anděl**
Studijní program: **Ekonomie a hospodářská správa**
Obor: **Hospodářská politika**
Název tématu: **„Aktuální vývoj trhu nemovitostí v ČR pohledem analýzy faktorů vedoucích k hypoteční krizi v USA v letech 2007–2009“**

Zásady pro vypracování:

1. Cíl práce
Cílem práce je analýza faktorů působících na americkou hypoteční a realitní bublinu a následná analýza faktu, zda je možné v současné době a situaci na trhu sledovat totožné průvodní jevy naznačující případné riziko hypoteční bubliny v České republice.
2. Význam, aktuálnost nebo očekávaný přínos zvoleného tématu
Téma práce je velmi aktuální zejména na českém nemovitostním trhu, jelikož právě v období zadání diplomové práce je denně v médiích probírána otázka, zda jsou ceny na nemovitostním trhu stále racionální či se jedná již o vznikající hypoteční bublinu.
3. Charakteristika teoretické části práce
Teoretická část diplomové práce slouží především k charakterizování možných přístupů a základních znalostí k problematice. Jedná se zejména o teorii pána a správce, teorii úrokové míry a rizika. Dále bude v práci rozebrán vliv úrokových měr na poptávku na nemovitostním trhu a funkce centrální banky v duálním bankovním systému, jelikož je pro pochopení problematiky práce klíčové chápat její roli a manévrovací prostor v ekonomice.
4. Charakteristika praktické části práce
Cílem praktické části je analýza dat z českého realitního trhu, tedy zda je možné sledovat totožné či podobné průvodní jevy hypoteční bubliny jako v USA v letech 2007–09. A to zejména skrze analýzu změn cen nemovitostí a zjištění faktorů působících tuto změnu, dále analýzu kroků centrální banky na těchto trzích a lokálnost daného problému.
5. Klíčová slova
Finanční krize, trh nemovitostí, měnová politika, hypoteční trh, inflace

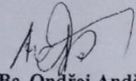
Rozsah práce: min. 65 normostran

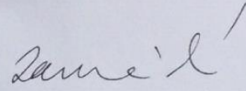
Seznam odborné literatury:

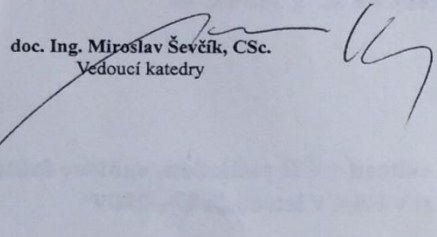
1. Case, Karl E., and Robert J. Shiller. "Is There a Bubble in the Housing Market?" *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2003, no. 2, 2003, pp. 299–342. JSTOR, www.jstor.org/stable/1209196.
2. CASE, KARL E., et al. "What Have They Been Thinking? Homebuyer Behavior in Hot and Cold Markets [with Comments and Discussion]." *Brookings Papers on Economic Activity*, 2012, pp. 265–315. JSTOR, www.jstor.org/stable/41825368.
3. Demyanyk, Y. S. and O. Van Hemert. 2008. "Understanding the Subprime Mortgage Crisis." <http://ssrn.com/abstract=1020396>
4. Cheng, Ing-Haw, et al. "Wall Street and the Housing Bubble." *The American Economic Review*, vol. 104, no. 9, 2014, pp. 2797–2829. JSTOR, www.jstor.org/stable/43495333.
5. Riddel, Mary. "Are Housing Bubbles Contagious? A Case Study of Las Vegas and Los Angeles Home Prices." *Land Economics*, vol. 87, no. 1, 2011, pp. 126–144. JSTOR, www.jstor.org/stable/27920307.

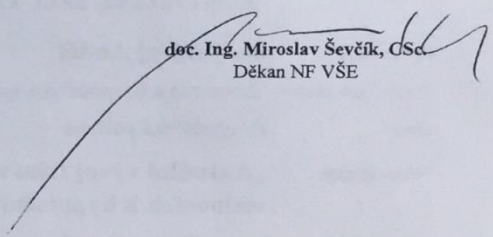
Datum zadání diplomové práce: červen 2017

Termín odevzdání diplomové práce: srpen 2017


Bc. Ondřej Anděl
Řešitel


doc. Ing. Eva Zamrazilová, CSc.
Vedoucí práce


doc. Ing. Miroslav Ševčík, CSc.
Vedoucí katedry


doc. Ing. Miroslav Ševčík, CSc.
Děkan NF VŠE

Obsah

ÚVOD	9 -
1. LEGISLATIVNÍ RÁMEC KRIZE V USA	10 -
1.1. COMMUNITY REINVESTMENT ACT	10 -
1.2. GRAMM-LEACH-BLILEY ACT	11 -
1.3. SEKURITIZACE	12 -
1.4. AMERICAN DREAM DOWNPAYMENT ACT	13 -
2. SITUACE NA AMERICKÉM TRHU NA POČÁTKU 21. STOLETÍ	13 -
2.1. HYPOTEČNÍ TRH	14 -
2.2. STRUKTURA HYPOTEČNÍCH ÚVĚRŮ	24 -
<i>Floatingové hypoteční úvěry</i>	24 -
<i>Hypoteční úvěry s fixní úrokovou sazbou</i>	26 -
2.3. HOUSE PRICE INDEX	28 -
2.4. ÚROKOVÁ MÍRA	29 -
2.5. SHRNTÍ VÝVOJE EKONOMIKY USA MEZI LETY 1994-2010	33 -
3. SOUČASNÁ SITUACE NA ČESKÉM TRHU	35 -
3.1. HYPOTEČNÍ TRH	35 -
3.2. CENTRÁLNÍ BANKA	39 -
<i>Zpráva o finanční stabilitě</i>	43 -
3.3. HPI INDEX	48 -
<i>Situace v Evropě</i>	52 -
3.4. NEZAMĚSTNANOST	56 -
3.5. VÝSTAVBA	57 -
4. TESTOVÁNÍ KRIZOVÝCH FAKTORŮ V USA V PODMÍNKÁCH ČR	59 -
4.1. MAKROEKONOMICKÁ SITUACE	60 -
4.2. HYPOTEČNÍ TRHY	62 -
4.3. KROKY CENTRÁLNÍ BANKY	66 -
4.4. NEMOVITOSTNÍ TRH	68 -
4.5. POLITICKÁ SITUACE	69 -
ZÁVĚR	70 -
ZDROJE	74 -
SEZNAM GRAFŮ	76 -
SEZNAM OBRÁZKŮ	78 -

Úvod

V současné době odborná veřejnost zaznamenává zvýšený nárůst počtu analýz z trhu nemovitostí jak v České republice, tak v celém regionu Evropy. Tyto analýzy se často shodují ve svých závěrech, a to že současná situace na trhu nasvědčuje prudkému nárůstu cen nemovitostí, konkrétně tedy nárůstu ceny za m². Dalším tématem, spíše souvisejícím, než kumulujícím, je nedostatečná nabídka na trhu nemovitostí a tedy společenský, ale i politický tlak a rozšíření výstavby ve velkých městech, a zejména metropolích, jako je Praha. Tento tematický proud je možné sledovat již od krizového období roku 2009, kterému předcházela pád americké investiční banky Lehman Brothers v roce 2008.

Následující celosvětová krize nejenom na finančních, ale i dalších trzích způsobila propad či stagnaci nejedné světové ekonomiky, a to včetně té v České republice. Tato práce má za cíl zanalyzovat faktory, které působily na změnu cen nemovitostí v USA, kroky centrální banky USA, tedy FEDu, chování subjektů na daných trzích a další vlivy na situaci v USA v letech 2007-2009. Dále tyto faktory aplikovat na prostředí a realie České republiky. Hlavní hypotézou práce je potvrdit existenci hypoteční bubliny na trhu nemovitostí v České republice.

Tato práce nejprve analyzuje legislativní, ale i ekonomické kroky, které ať již přímo, nebo nepřímo ovlivnily nemovitostní a finanční trhy. A to až do takové míry, kterou známe dnes, jako hypoteční bublinu a následnou celosvětovou ekonomickou krizi. Detailně je rozebrána struktura hypotečního trhu, změny a důsledky těchto změn v zápůjčních úrokových mírách FEDu, index cen nemovitostí stejně jako vývoj míry nezaměstnanosti jako ukazatele stavu ekonomiky.

Pro efektivnější srovnávací analýzu se situací v ČR a shrnutí dosavadní části práce dochází v další kapitole k sumarizaci faktorů, které měli vliv na situaci v USA a vznik ekonomické krize.

Po těchto analýzách je nejdříve nutné vymezit rozdíly mezi USA a Českou republikou z hlediska struktury trhu, rozdílnosti centrálního dohledu a v neposlední řadě také existencí a chováním ekonomických subjektů na daných trzích. Až následně práce zkoumá, zda existují možnosti, že stejné, nebo alespoň podobné faktory, které měli vliv na krizi v USA, se objevují také na trzích v České republice.

1. Legislativní rámec krize v USA

V popisu legislativní rámce, který ať již přímo, nebo nepřímo přispěl k vytvoření a rozšíření ekonomické krize, kterou jsme mohli sledovat nejen v ekonomické situaci v USA na počátku 21. století, ale postupem času v celém světě, se musíme vrátit až do období studené války, nebo lépe řečeno do období po 2. světové válce. V USA se v této době velmi rozevíraly nůžky mezi vysoce příjmovou částí obyvatelstva a chudinou.

1.1. Community Reinvestment Act

Boj proti nerovnosti započal 39. Americký prezident James Earl Carter Jr. společně s nástupem do své funkce. Zákon, který podepsal v roce 1977 právě prezident Carter měl za cíl zprostředkovat možnost vlastnit nemovitost i těm ekonomickým subjektům, kterým byla tato možnost upřena z důvodu neplnění přísného kreditního hodnocení ze stran finančních institucí. FED definuje Community reinvestment act (dále jen CRA) jako nástroj, který nařizuje úvěrovým finančním institucím naslouchat poptávce po úvěrech (tedy penězích) na peněžním trhu a tuto poptávku se snažit dostatečně pokrýt nabídkou. Podstatou CRA bylo tedy uvolnění kreditních kritérií pro udělování hypotečních úvěrů žadatelům. Fakt, že tato možnost byla uzákoněna, vedl k situaci, kdy finanční instituce začaly poskytovat rizikovější hypoteční úvěry. Uzákonění CRA tedy v čase vedlo ke snížení úvěrových standardů (tím rozumíme rozvolnění kritérií pro přidělení úvěru žadateli).

V roce 1995, kdy v úřadě prezidenta USA figuroval 42. Prezident USA Bill Clinton došli k revizi CRA. Podstatou této revize byla možnost přidělovat rizikovým úvěrům vyšší úrokové sazby z důvodu kompenzace jejich rizikovosti. Jednalo se tedy o velmi silnou intervenci ze strany státu a upozadění tržních nástrojů a zavedených pravidel. Důsledkem byla tedy situace, kdy méně bonitní žadatelé uspěli s přidělením úvěru, avšak byla jim z důvodu jejich vyšší rizikovosti přidělena také vyšší úroková míra, která dále snižovala bonitu daného žadatele. Součástí této revize byl také systém bodování bank. Ten byl zaveden s myšlenkou upřednostnění těch bank, které poskytl větší množství úvěrů těm žadatelům, kteří by za standartních pravidel a podmínek neměli možnost úvěr získat. Dle Milana Zeleného je právě toto okamžik, kdy se nákaza začíná

šířit do celého systému, jelikož centrály bank začaly vyžadovat plnění těchto pravidel od svých poboček.

Dalším krokem k prohloubení ekonomické krize bylo posunutí limitu objemu hypotečních úvěrů každého ústavu po jehož překročení je nutné, aby ústav prošel tzv. třístupňovým CRA kvalifikačním testem. Tento limit byl posunut z 250 milionů na 1 miliardu dolarů.

1.2. Gramm-Leach-Bliley Act

Komerční a investiční bankovníctví bylo od roku 1933 na základě Glass-Steagal Act (dále jen GSA) striktně odděleno. GSA bylo reakcí na Velkou hospodářskou krizi v roce 1929 a situaci na bankovním trhu, kde panovala všeobecná nedůvěra jak v mezibankovních vztazích, tak ve vztahu bankovního sektoru vůči státu a naopak. Hlavním cílem bylo tedy znovunastolení důvěry na bankovních trzích a striktní oddělení komerčního a investičního bankovníctví. Pro komerční banky to znamenalo především obchodování s akciemi a dluhopisy. Dále jejich nezávislost na firmách, jejichž činností bylo investiční obchodování. Jak již bylo řečeno, veškeré kroky byly reakcí na Velkou hospodářskou krizi a burzovní pád akcií, a proto GSA striktně odděluje oba druhy bankovníctví s cílem předejít další podobné situaci, tedy eliminaci možnosti runu na banky a jejich následnému úpadku.¹

Zrušení GSA v roce 1999 podporované jak FEDem tak prezidentem Clintonem vedlo ke změně celého bankovního trhu, respektive k jeho kultuře. GSA nahradil Gramm-Leach-Bliley Act (dále jen GLBA), který zrušil hranice mezi komerčním a investičním bankovníctví vystavěné v roce 1933. Tento krok vedl ke spojení doposud konzervativního nakládání s peněžními prostředky vkladatelů do komerčních bank a investičního bankovníctví, které z velké části obhospodařuje portfolia bonitních klientů a je zvyklé na vysokou ziskovost svého podnikání na základě vyšší rizikovosti. Při zvážení základní ekonomické teorie, kdy považujeme za základní cíl podnikání zisk, můžeme jasně dovodit, k čemu vedlo sloučení komerčního a investičního bankovníctví. Ve vší úctě ke komerčním bankéřům a vlastníkům komerčních bank však bylo více než jasné, že vidina vyšších zisků převáží nad kulturou a morálkou. Po zavedení GLBA je tedy možné sledovat odklon od konzervativního bankovníctví a převažující kulturu investičních

¹ „Globální finanční krize“ a její hodnocení z hlediska budoucího vývoje světové ekonomiky, prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.

bankéřů.² Neregulovaná hodnota finančních derivátů vzrostla díky tomuto kroku z 50 bilionů dolarů na hodnotu 550 bilionů dolarů, avšak tolik peněz v ekonomice ani neexistuje.³

1.3. Sekuritizace

Společně s rostoucím počtem rizikových úvěrů, které se začali na trhu objevovat po sérii zákonů a nařízení, vedoucích v USA po touze zprostředkovat možnost vlastnit nemovitost všem obyvatelům USA, bylo nutné vymyslet způsob, jak snížit množství rizika, které na sebe berou úvěrové instituce. Tedy zprostředkovat možnost, nebo lépe řečeno nástroj, kterým bude možné vzniklé riziko přenést. Tím se staly Collaterated debt obligations (dále jen CDO). Tyto CDO jsou vytvářeny z důchodových aktiv na základě jejich ratingových hodnocení rozdělovány na několik skupin a dále obchodovány. S poměrně komplexním složením jednotlivých CDO a nárůstem jejich prodejů a nákupů bylo stále složitější správně ocenit jejich hodnotu, a to zejména z toho důvodu, že ocenění takových aktiv je velmi úzce navázáno na jejich rizikovost, která určuje jejich budoucí výnos. Tento fakt vedl ke stále větší asymetrii informací mezi dlužníkem a investorem, respektive informační asymetrii na celém globálním trhu. S narůstajícím počtem rizikových hypotečních úvěrů byly čím dál více využívány CDO pro skrytí špatných úvěrů do obchodovaných aktiv ve snaze přenést riziko na jiné subjekty. Zajišťovacím předmětem CDO byly pozemky a domy. Tento fakt pouze potvrzuje všeobecný optimismus v ekonomice, jelikož datově podložený růst cen nemovitostí nikdo nezpochybňoval a nikdo ani nepočítal s tím, že se může na nemovitostním trhu jednat o cenovou bublinu, která v určitém okamžiku musí splasknout.

Dalším činitelem na trhu, který fatálně selhal, byly ratingové agentury. Jejich funkcí je především usnadnit oceňování finanční aktiv na základě jejich ratingového ohodnocení daného aktiva. Toto ratingové ohodnocení můžeme považovat za podložené a pravdivé za předpokladu, že trh ratingových agentur principiálně funguje na bázi dokonalé konkurence. Avšak v USA na přelomu tisíciletí fungoval trh ratingových agentur ve formě oligopolu. Hodnocení tak nemá přesnou vypovídací hodnotu a

² Joseph E. Stiglitz, Capitalist fools Chairman of FED, online dne 15.11.2017, dostupné z: <https://www.vanityfair.com/news/2009/01/stiglitz200901-2>

³ Milan Zelený, Geneze krize, online dne 15.11.2017, dostupný z: <http://blog.aktualne.cz/blogy/milan-zeleny.php?itemid=5788>

jednotlivá hodnocení finančních aktiv mohou být ovlivněna lobbistickou činností, či činností jiných zájmových skupin.

Pro ilustraci o velikosti trhu s CDO je možné uvést, že od roku 1997, kdy byl uskutečněn první obchod s CDO, do roku 2003 regulovaný trh sekuritizovaných hypoték narostl na 600 miliard dolarů. Neregulovaný trh dosáhl nezjistitelného mnohonásobku.

1.4. American Dream Downpayment Act

V rámci politické podpory bydlení bylo dále třeba, kromě uvolnění kritérií pro přidělení hypotečních úvěrů i méně bonitním klientům, pomoci těm, kteří i přes tato uvolnění nebyli dostatečně bonitní na to, aby mohli složit hotovostní vklad (např. 5% hodnoty úvěrované nemovitosti). A proto 16. prosince 2003 podepsal 43. prezident Spojených států americký George W. Bush American Dream Downpayment Act, který pomůže novým příjemcům hypotečních úvěrů se složením tohoto hotovostního vkladu a zároveň s dodatečnými náklady a získání nemovitosti, jako jsou náklady na realitní agenty, právníky, přepis v katastru nemovitostní atd. Tento program počítal s výdaji v hodnotě \$200 milionů ve fiskálním roce 2004.

Cílem tohoto programu bylo zejména další zvýšení počtu vlastníků nemovitostí, a to zejména v těch skupinách, kde byla doposud míra osobního vlastnictví pod průměrem v zemi. Dále bylo cílem tohoto programu snížit vedlejší výdaje spojené se získáním nemovitosti na \$700/nemovitost.

Kritériem, které opravňovalo příjemce úvěru zažádat o tuto pomoc, byl fakt, že nemovitost pořizovaná na úvěr musí být první nemovitostí, kterou žadatel vlastní a zároveň jeho roční příjem nesmí překročit 80% mediánu v oblasti, ve které se nemovitost nachází. Při splnění těchto podmínek program nabízí finanční pomoc ve výši \$10 000 nebo 6% z hodnoty nemovitosti, a to vždy tu částku, která je vyšší.⁴

2. Situace na americkém trhu na počátku 21. století

Celý svět a zejména Amerika na začátku 21. století právě zažívala expanzivní část hospodářského cyklu a bylo to znát nejenom na nemovitostním trhu. Ekonomice se dařilo,

⁴ The Balance, Facts About the American Dream Downpayment Act, online dne 27.10.2017 z <https://www.thebalance.com/facts-about-the-american-dream-downpayment-act-1797732>

HDP per capita rostlo, zaměstnancům rostla mzda. Lidé v USA žili tzv. *americký sen*. Vládou a dalšími organizacemi byla jako součást amerického snu stále více propagována nutnost, aby každý bydlel ve svém. Tedy aby každý *správný* američan vlastnil nemovitost. Vidíme tedy politický ale i společenský nátlak na nákup nemovitosti a tím i tlak na zvýšení poptávky na nemovitostním trhu. Jak bylo již zmíněno, na podporu tohoto tlaku vláda společně s několika prezidenty v průběhu dekad odhlasovala několik nových a změnu stávajících zákonů a nařízení, a tak postupně připravila půdu pro kroky a praktiky, které vyústily v krizi jak ji známe. Dále v souladu s politikou byly založeny instituce poskytující hypoteční úvěry i těm nejnižší postavených na příjmové škále.⁵

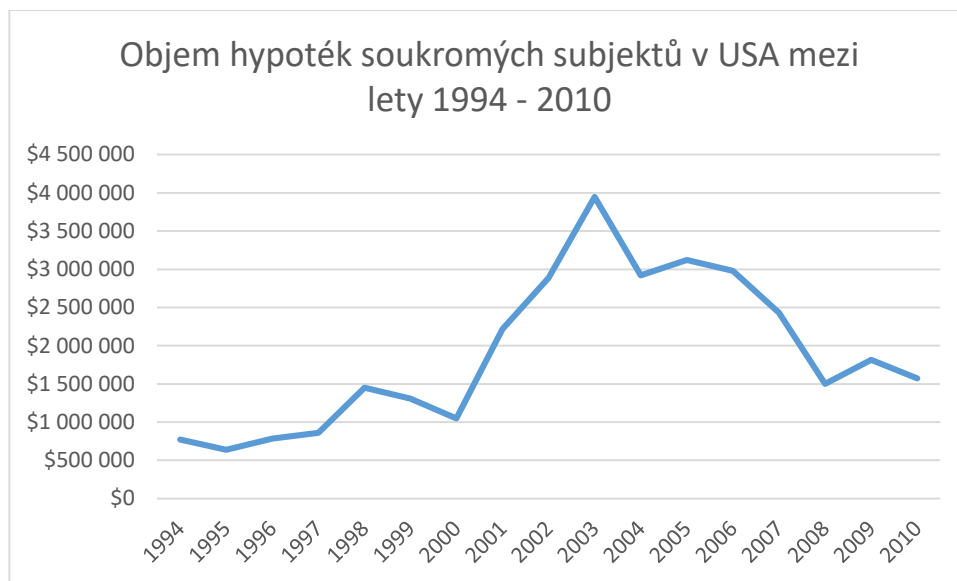
Odpovědí na tak strmě rostoucí poptávku po nemovitostech bylo zvýšení nabídky ze strany developerů a stavebních firem. Avšak výstavba nemovitostí je bržděna administrativou a byrokracií, a tak dříve než mohl být nastartován stavební boom začala být poptávka korigována postupným růstem cen nemovitostí. Již v roce 2004 a následně 2005 bylo možné po celém světě sledovat strmé a dlouhodobé růsty cen. Meziroční změny v USA mezi 1. čtvrtletím (dále jen Q1) roku 2003 a Q1 roku 2004 činily v cenách 8% nárůst. Mezi Q1 2005 a Q1 2004 dokonce 12,5% nárůst. V absolutních číslech se dále odhadů hovořit celosvětově o částce mezi 30-70 biliony dolarů o které nemovitosti zvýšily svou hodnotu.⁶

2.1. Hypoteční trh

Je nutné říct, že většina nemovitostí v americe již od roku 1994 byla a stále je pořizována na úvěr, stejně jako v Evropě. Díky tomuto faktu je možné sledovat trend v objemu a cenách nemovitostí, respektive velikostí úvěrovaných částek. Pro popis období mezi lety 1994 a 2003 je možné užít data z amerického Úřadu pro bydlení (Federal Housing Finance agency).

⁵ Junior Achievement USA, The Rise and Fall of the U.S. Housing Market

⁶ The Economist, In come the waves, online 16.6.2005 z <http://www.economist.com/node/4079027>



Graf 1 - Objem hypoték soukromých subjektů v USA mezi lety 1994 - 2010,
zdroj: vlastní zpracování z dat Federal Housing Finance agency

Z grafu je patrné, že největším boom na hypotečním trhu začal po roce 2000. Hlavním důvodem proč lidé začali směřovat své investice do nemovitostí byla zejména tzv. Dotcom bublina, která právě v roce 2000 praskla. Jednalo se o postupně bobtnající bublinu na akciovém trhu zejména internetových společností. Po prasknutí bubliny ceny akcií prudce klesaly, a tak investoři všech kategorií hledali, kam investovat přebytečné finanční prostředky. Zároveň však v pokrizovém období hledali investice poměrně malým rizikem a jistým výnosem.

Investice do nemovitosti jako jistého aktiva se jevila jako nejjistější, jelikož nemovitosti jako takové zaznamenávali nízkou volatilitu. Jedná se totiž o statek nikoliv luxusní, jako spíše potřebný. Investice do nemovitostí však není přímo srovnatelná s investicí do akcií. Nemovitosti jsou často mnohem více kapitálově náročné a výnos je spíše dlouhodobějšího charakteru. Dalším významným důvodem byla snižující se centrální úroková sazba FEDu, který v rámci oživení ekonomiky v pokrizovém období snížil úrokové sazby až na historické minimum 1,00% v roce 2003⁷. Tento krok vedl postupně ke snižování úrokových sazeb hypotečních úvěrů a jejich zvýhodňování.

Na základě již popsaných legislativních kroků a vládní politiky začali poptávka po úvěrech růst. Za období největšího úvěrového boomu je možné označit období mezi lety 2000 – 2003. V tomto období objem hypoték strmě roste. Od roku 2000 do roku 2003

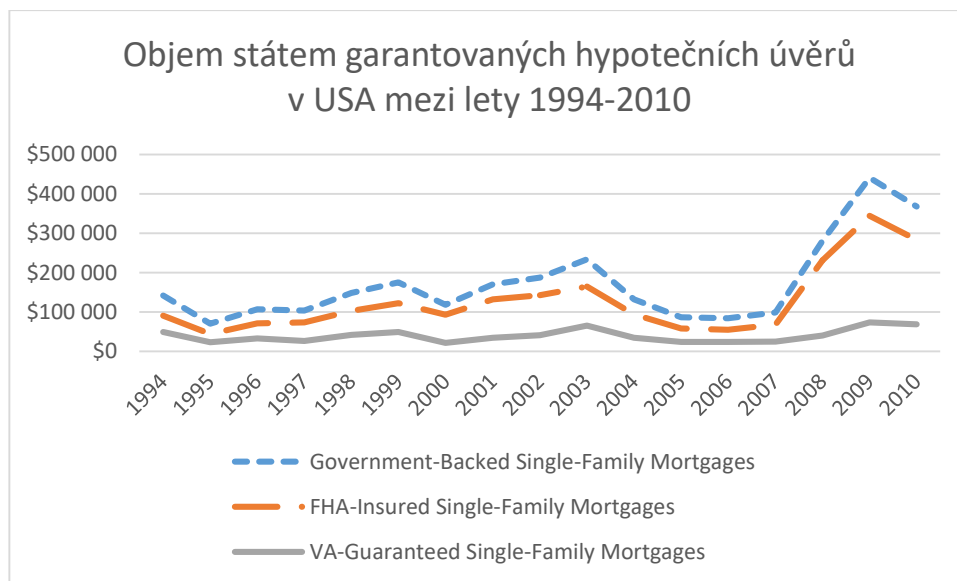
⁷ The balance, Fed Funds Rate History: Highs, Lows and Chart With Major Events, online dne 15.7.2017 z <https://www.thebalance.com/fed-funds-rate-history-highs-lows-3306135>

narostl objem hypoték o 276%, na celkových 3 945 miliard dolarů. Specifikem hypotečního trhu v USA je existence dvou hlavních typů hypotečních úvěrů.

Prvním typem jsou vládou zajištěné hypoteční úvěry. U těchto úvěrů dochází k detailnímu a celkem přísnému hodnocení žadatelů o úvěr. A to z toho důvodu, protože vláda ručí investorovi za splacení hypotéky ze strany žadatele o úvěr. Důvodem pro přísný rating je snaha o minimalizaci nesplacených úvěrů a následně nutných kompenzací ze strany státu. Existují dvě formy státem zajištěných hypoték. Tzv. FHA hypoteční úvěr, kde je zajišťovacím státním orgánem Federální správa bytů (Federal Housing Administration). Protože je hypotéka zajištěna státem, věřitel poskytuje výhodné podmínky úvěru, jelikož úvěrovaná částka není zatížena rizikem zesplatnění. Žadatelům byla často nabídnuta nižší úroková míra, kratší refixační období či možnost složení menší než 20% částky nemovitosti z vlastních peněz (často až k hranici 3,5%). Zažádat o ni mohl kdokoliv, jediným limitem byla velikost úvěrů, která se liší dle průměrné ceny za nemovitost v dané oblasti.

Druhou formou státem zajištěné půjčky je tzv. VA hypoteční úvěr. Tento úvěr je určen pouze pro úzce specifikovanou skupinu obyvatelstva. Taktéž ze strany nabídky úvěrů je mnoho omezení, které splňují pouze určité instituce poskytující hypoteční úvěry. Zajišťovacím státním orgánem je Správa veteránů. O tento úvěr mohou tedy žádat členové armády Spojených států amerických, veteráni, vojáci v záloze a členové národní gardy. Do výše uvedeného seznamu jsou také zahrnuti pozůstalí po vojácích armády USA. Tento typ hypotečního úvěru nevyžaduje žádné finanční krytí ze strany příjemce úvěru. Jedná se tedy o 100% hypoteční úvěr.⁸

⁸ Nolo.com, What is the difference between a conventional, FHA, and VA loan?, online dne 15.7.2017 z <http://www.nolo.com/legal-encyclopedia/what-the-difference-between-conventional-fha-va-loan.html>



Graf 2 - Objem státem garantovaných hypotečních úvěrů v USA mezi lety 1994 - 2010, zdroj: vlastní zpracování z dat Federal Housing Finance agency

Druhým typem hypotečních úvěrů poskytovaných v USA byly tzv. konvenční, neboli státem nejištěné úvěry. Obecně se pro věřitele jedná o riskantní investici, jelikož při nesplacení úvěru nemá investor možnost získat zpět svou investici jinak, než prodejem zajišťovací nemovitosti. I proto investoři přistupují k částečnému krytí rizika investice skrze snížení objemu jednotlivých úvěrovaných částek (maximálně 80% hodnoty nemovitosti). Jednalo se tedy o formu úvěru pro dlužníka kapitálově rozhodně náročnější, než úvěry státem zajištěné. Pro další analýzu je třeba dále identifikovat 2 druhy konvenčních hypotečních úvěrů. Existují tzv. ARM hypoteční úvěry, neboli úvěr s proměnlivě se měnící výší úrokové míry v čase. Druhým typem je FRM hypoteční úvěr. U tohoto druhu hypotečního úvěru je po celou dobu jeho trvání stálá a předem stanovené výše úrokové míry.⁹

Od roku 2000 společnosti poskytující konvenční hypotéky začaly přistupovat k poskytování hypotečních úvěrů, které kryjí více než 80% hodnoty nemovitosti. Pro tento krok se ale rozhodly pouze v případě, že si dlužník sám hypoteční úvěr na své náklady pojistí. Jednalo se o pojištění nemožnosti splácení úvěru a sloužila jako jistota pro věřitele. Pojišťovna doplatí věřiteli hodnotu úvěru v případě, že nemovitost po zesplatnění úvěru prodá za cenu nižší, než je hodnota hypotečního úvěru k datu

⁹ Nolo.com, What is the difference between a conventional, FHA, and VA loan?, online dne 15.7.2017 z <http://www.nolo.com/legal-encyclopedia/what-the-difference-between-conventional-fha-va-loan.html>

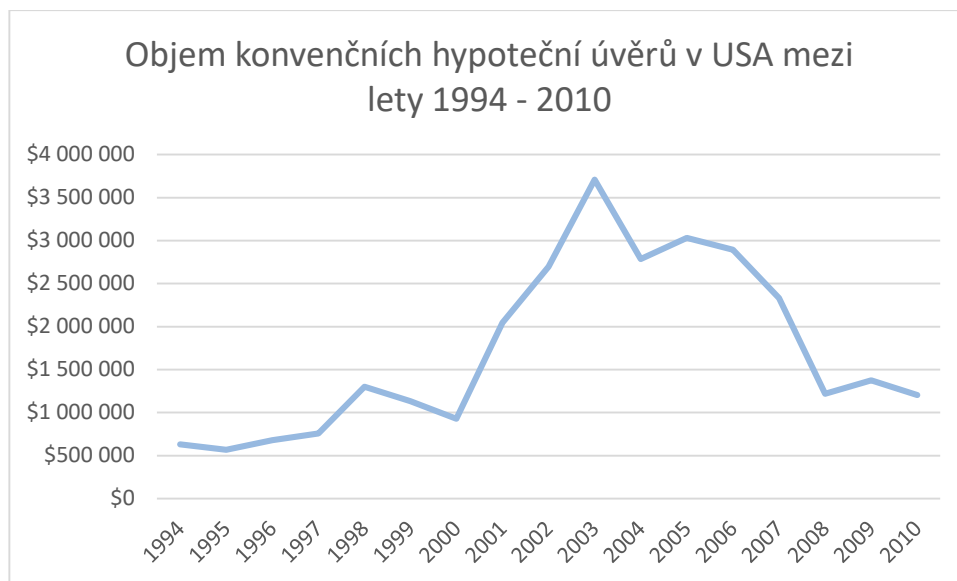
zesplatnění. Pojištění se platí měsíčně a jedná se přibližně o částku 0,5% z úvěrované částky.¹⁰

Součet FHA úvěrů a VA úvěrů vypovídá o výši státem zajištěných hypotečních úvěrů. Na druhé straně jsou konvenční hypotéky, respektive hypoteční úvěry, jak je známe my. V USA trh s konvenčními hypotečními úvěry fungoval na tom principu, kdy banka uzavřela s klientem smlouvu o hypotečním úvěru a poskytla mu finanční prostředky ve smluvené výši. Následně do obchodů s hypotečními úvěry vstupují 2 vládou sponzorované organizace. Jednou z nich je Federal National Mortgage Association (FNMA), známý jako Fannie Mae. Tato firma byla založena během finanční krize v roce 1938 jako součást záchranného plánu tzv. New Deal. Hlavní funkcí této organizace je odkupovat od bank hypoteční úvěry a tím jim poskytnout dostatečnou likviditu a kapitál na uspokojení poptávky po hypotečních úvěrech, respektive nemovitostech¹¹. Druhou organizací je Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC), známý jako Freddie Mac. FHLMC byla založena v roce 1970 za účelem rozšíření sekundárního trhu s hypotékami, tedy k podpoření Fannie Mae. Dominantnější organizací s větším objemem hypotečních úvěrů byl ale Fannie Mae.

Tyto dvě organizace měly na celou hypoteční bublinu obrovský vliv, který bude zřejmý v pozdější fázi vývoje. Zásadním faktorem, který kolem roku 2000 (tedy před faktickou krizí) mohl pro budoucí vývoj signalizovat možné fatální problémy je fakt, že právě díky existenci těchto organizací, které dále nakoupené hypoteční úvěry prodávají v balících cenných papírů, bylo možné rizikové a špatné úvěry uschovat do balíčků dobře hodnocených cenných papírů.

¹⁰ Nolo.com, Mortgage Basics FAQ, online dne 15.7.2017 z <http://www.nolo.com/legal-encyclopedia/mortgage-basics-faq.html>

¹¹ Fannie Mae, About Us, zdroj online dne 2.8.2017 z <http://www.fanniemae.com/portal/about-fm/who-we-are.html>



Graf 3 - Objem konvenčních hypotečních úvěrů v USA mezi lety 1994 - 2010, zdroj: vlastní zpracování z dat Federal Housing Finance agency

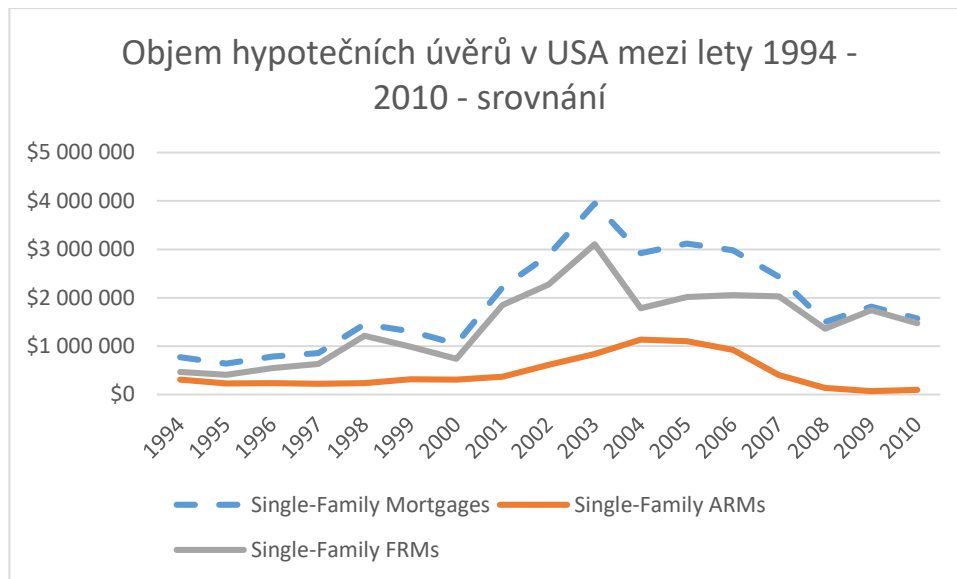
Ze dvou výše uvedených grafů je možné porozumět trendu na hypotečním trhu v USA po roce 2000. Zatímco objem státem garantovaných hypoték rostl nikoliv znepokojivým tempem, růst mezi lety 2000 a 2003 byl přibližně na hodnotě 97%, růst konvenčních hypoték ve stejném období dosáhl na 300%. V roce 1997 byla míra zamítnutých hypoték na 29%, tzn. každý 3. žadatel o hypoteční úvěr nesplňoval podmínky pro jeho přijetí. Ale již v roce 2003 byl poměr zamítnutých hypoték pouze na 14%. Tedy přibližně každý sedmý žadatel je zamítnut. Za tímto nárůstem stojí zejména snížení kritérií na kreditní hodnocení žadatelů v září 1999 organizací Fannie Mae.¹²

Na konci roku 2003 kupuje Fannie Mae po nátlakových krocích vlády hypoteční úvěry příjemců s nízkým kreditním hodnocením (tudíž velmi rizikové z hlediska splacení) v hodnotě \$81 miliard¹³. Dalším potenciálním hřebem do rakve amerického nemovitostního trhu byl již dříve popsán Zákon o záloze na americký sen (American Dream Downpayment Act). Mluvíme tedy o dalších zásazích do fungování trhu a distorze poptávkové, ale také nabídkové části trhu.¹⁴

¹² The New York Times, Fannie Mae Eases Credit To Aid Mortgage Lending, zdroj online dne 2.8.2017 z <http://www.nytimes.com/1999/09/30/business/fannie-mae-eases-credit-to-aid-mortgage-lending.html>

¹³ Washington post, How HUD Mortgage Policy Fed The Crisis, zdroj online dne 5.8.2017 z <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2008/06/09/AR2008060902626.html>

¹⁴ The Balance, Facts About the American Dream Downpayment Act, zdroj: online dne 2.8.2017 z <https://www.thebalance.com/facts-about-the-american-dream-downpayment-act-1797732>



Graf 4 - Objem hypoteční úvěrů v USA mezi lety 1994 - 2010 srovnání,
zdroj: vlastní zpracování z dat Federal Housing Financial agency

Do roku 2003 využili možnost hypotečního úvěru z velké části kredibilní příjemci a lidé, kteří měli dobré kreditní hodnocení. Od roku 2004 začíná vzrůstat počet rizikových hypotečních úvěrů pro rizikové příjemce. Děje se tak zejména daňový a legislativním zásahů vlády a politickému tlaku na instituce operující s hypotečními úvěry. Podpořením tohoto tvrzení je fakt, že mezi lety 2001-2003 poměr rizikových hypoték oproti konvenčním úvěrům činil 10%. Tento poměr se do období 2004-2006 zvýšil k hodnotě až 21%, tedy každý 5. hypoteční úvěr byl rizikový.¹⁵

V roce 2004 bydlelo ve svém 69,3%¹⁶ američanů, což bylo nejvíce od roku 1981 (65,4%) a nejvíce do dnešního dne.¹⁷ Dalším faktorem, který přispěl k nafouknutí bubliny bylo spekulativní chování ekonomických subjektů. Během roku 2006 bylo pořízeno na rizikovou formu hypotečního úvěru 22% nemovitostí (1,65 milionu nemovitostí) za účelem investice a 14% (1,07 milionu nemovitostí) jako prázdninové byty/domy. Jinak řečeno, téměř 40% nemovitostí nebylo pořízeno za účelem standartního bydlení. Po roce 2006 však výše návratnosti z důvodu postupného zdražování nemovitostí přestala být pro investory zajímavá a tak ve velkém nemovitosti prodávali s vysokým ziskem.¹⁸ Na grafu

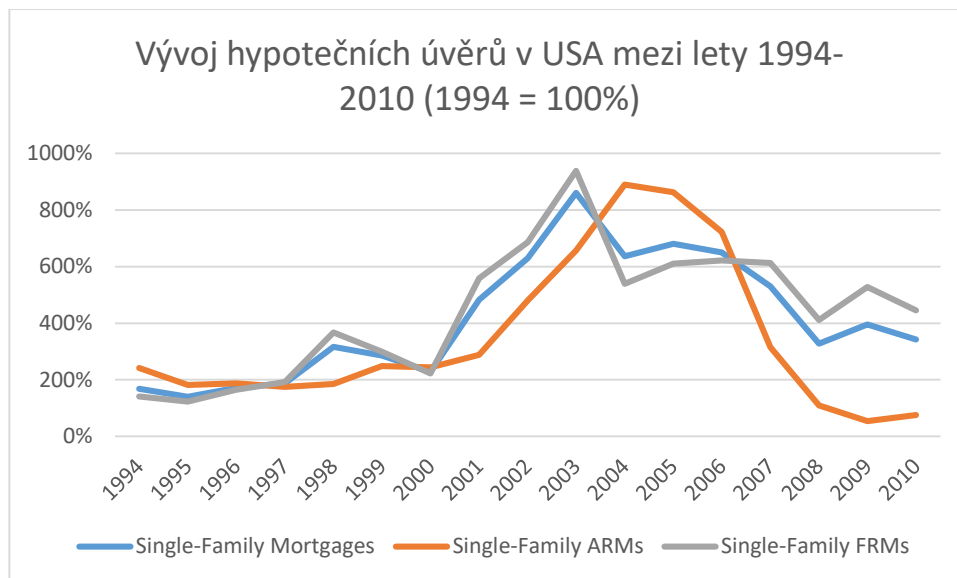
¹⁵ Department of Statistics and operations, Subprime mortgage crisis, zdroj: online dne 5.8.2017 z <http://www.stat.unc.edu/faculty/cji/fys/2012/Subprime%20mortgage%20crisis.pdf>

¹⁶ Jedná se o sezóně očištěná data za Q2 daného roku

¹⁷ U.S. Census Bureau News, CENSUS BUREAU REPORTS ON RESIDENTIAL VACANCIES AND HOMEOWNERSHIP, zdroj: online dne 5.8.2017 z <https://web.archive.org/web/20080216030156/http://www.census.gov/hhes/www/housing/hvs/qtr307/q307press.pdf>

¹⁸ Department of Statistics and operations, Subprime mortgage crisis, zdroj: online dne 5.8.2017 z <http://www.stat.unc.edu/faculty/cji/fys/2012/Subprime%20mortgage%20crisis.pdf>

č. 5 jsou data převedena na procentuální změny vůči roku 1994, ze kterých je možné zjistit, že relativní růst všech hypotečních úvěrů napříč ekonomikou vykazoval stejné tendence nezávisle na druhu hypotečního úvěru.



Graf 5 - Vývoj hypotečních úvěrů v USA mezi lety 1994-2010 (1994=100%),
zdroj: vlastní zpracování z dat Federal Housing Financial agency

Dalším faktorem přispívajícím k nafukování bubliny bylo chování zprostředkovatelů hypotečních úvěrů, respektive jejich zaměstnanců. Byli prvním článkem dlouhého řetězce, který stál mezi žadatelem o úvěr a přidělením úvěru. Pro zjednodušení jim budeme říkat agenti. Chování těchto se agentů po roce 2002 připomínalo hon na lišku. Nabízeli hypoteční úvěry doslova na ulici. Jsou zdokumentované extrémní případy, kdy byl nabídnut hypoteční úvěr migrantovi, který v zemi pobýval nelegálně. Mezi lety 2004 a 2007 se kreditní systém hodnocení téměř rozpadl a bylo téměř možné složitosti sjednání hypotečního úvěru srovnat s nákupem pečiva v samoobsluze. Příkladem budiž průměrná zaplacená částka v hotovosti za dům jako procento v jeho celkové částky (dále již jen jako hotovostní objem). V USA v roce 2005 byl výše mediánu hotovostního objemu za bydlení ve výši 2% z toho 43% nových majitelů nemovitostí nemuselo zaplatit předem nic. Pro srovnání medián stejného hotovostního objemu v Číně činí více než 20% a pro nerezidenty je povinnost zaplatit předem ještě více. Agenti postupem času ani nepožadovali doklad o pravidelném příjmu či zaměstnání. Jako podklad pro přidělení hypotečního úvěru postačovalo čestné prohlášení příjemce, že má stálý příjem finančních prostředků, kterými je úvěr schopen

splácet. Tento lov za co nejvyšším objemem hypotečních úvěrů vyvrcholil situací, kdy jediným kritériem pro přidělení hypotečního úvěru bylo již naprosto distortované kreditní skóre.¹⁹

Společně s nárůstem poměru rizikových hypotečních úvěrů vůči konvenčním hypotékám rostl i počet hypotečních úvěrů, které měly zpožděnou měsíční splátku o více než 90 dnů (splátka 90dnů+ po splatnosti se v účetním pojetí bere již jako nestandardní pohledávka a její splacení se jeví jako nejisté). V říjnu roku 2007 bylo ze všech rizikových hypotečních úvěrů 16% opožděných se svou splátkou o více než 90 dnů nebo bylo dokonce zahájeno zesplatnění úvěru pro jeho nesplacení. Jedná se o ztrojnásobení oproti roku 2005, kdy byl tento poměr na úrovni 5%. Do ledna 2008, tedy za 3 měsíce, vzrostl poměr opožděných splátek či zesplatněných úvěrů již na 21% a za další 4 měsíce, v květnu 2008 již na 25%. Můžeme tedy říci, že v polovině roku 2008 byl každý 4. uzavřený rizikový hypoteční úvěr opožděn se splátkou o více než 90 dnů nebo byl dokonce zahájen proces zesplatnění úvěru. Mezi srpnem 2007 a zářím 2008 bylo zesplatněno 936 439 úvěrů. To je mimo jiné možné sledovat i na grafu vývoje objemu hypotečních úvěrů v USA. Od roku 2005 je možné sledovat strmý pád objemu hypotečních úvěrů až do roku 2008, který je označován právě za rok, kdy explodovala bublina na finančním trhu.²⁰

V roce 2006 se objevují první reálné dopady existující bubliny na nemovitostním trhu. Růst cen nemovitostí se zastavil, objem prodejů nemovitostí začal také stagnovat. Index výstavby je na 40% oproti předchozímu roku. Začátkem roku 2007 ohlašuje více než 25 poskytovatelů rizikových hypoték bankrot. Hlavním důvodem je meziroční pokles cen nemovitostí a jejich celkový nákup z roku 2006.²¹ Nadnárodní poskytovatelé likvidity (např. BNP Paribas) objevují ve svých portfoliích podvodně převedené balíkové cenné papíry, které obsahují rizikové hypoteční úvěry, které se v ten moment ukazují jako nesplacitelné, a proto velmi bolestivé pro ty, kteří je aktuálně vlastní. BNP Paribas zmrazuje 3 ze 4 svých fondů, jelikož si uvědomuje, že v daný moment není schopen ocenit hodnotu zajištěných dluhových závazků (CDOs) a balíčků rizikových cenných

¹⁹ Department of Statistics and operations, Subprime mortgage crisis, zdroj: online dne 5.8.2017 z <http://www.stat.unc.edu/faculty/cji/fys/2012/Subprime%20mortgage%20crisis.pdf>

²⁰ U.S. Census Bureau News, CENSUS BUREAU REPORTS ON RESIDENTIAL VACANCIES AND HOMEOWNERSHIP, zdroj: online dne 5.8.2017 z <https://web.archive.org/web/20080216030156/http://www.census.gov/hhes/www/housing/hvs/qtr307/q307press.pdf>

²¹ Federal Reserve History, Subprime Mortgage Crisis, online dne 6.8.2017 z https://www.federalreservehistory.org/essays/subprime_mortgage_crisis

papírů.²² Po těchto zjištěních mnoho velkých finančních institucí ukončuje poskytování hypotečních úvěrů nebo je poskytuje s velmi vysokou úrokovou mírou. Reakcí je finanční injekce ze strany FEDu ve výši \$100 miliard za účelem udržení nízkých úrokových měr na hypotečních úvěrech.²³

V září 2007 se uskutečnila konference FEDu, za účelem řešení ohrožení růstu americké ekonomiky ze strany trhu nemovitostí. Avšak spíše než návrhy ze strany FEDu přinesla konference tvrdou kritiku politiky FEDu a názor mnoha ekonomů, že za krizi v ekonomice může sám FED. Ten skrze postupné snižování úrokových měr umožnil poskytování rizikových hypotečních úvěrů i v době, kdy by to za nezměněných podmínek jinak nebylo možné.²⁴ Následný pokles cen nemovitostí z důvodu nasycení poptávky vedl ke zvýšení úrokových měr na trhu a při refinancích hypotečních úvěrů příjemci začali zjišťovat, že své úvěry nejsou schopni splácet. Spirála byla roztočena a FED zaváhal.

Až 17. srpna 2007 předseda FEDu Alan Greenspan ohlásil existenci bubliny na trhu s nemovitostmi a upozornil na možné poklesy cen nemovitostí v řádu desítek procent.²⁵

V srpnu 2007 započal ikonický pád Lehman Brothers (Dále jen L&B). Investiční banka založena v roce 1850, která se ve velkém účastnila obchodu s rizikovými hypotečními cennými papíry nedbala na mnohá doporučení či upozornění o růstu bubliny na trhu. A právě ona musela již v srpnu 2007 uzavřít svého primárního poskytovatele rizikových hypotečních úvěrů, BNC Mortgage. Již tento krok stál L&B \$27 milionů ve formě goodwillu²⁶ a \$25 milionů na ziscích po dani.²⁷ V pokračující krizi na trhu s rizikovými hypotečními úvěry ztratil L&B v Q2 2008 dalších \$28 mld. a byl nucen prodat aktiva v hodnotě \$6 mld.²⁸ 13. srpna 2008 CEO Federální rezervní banky v New

²² The Guardian, Financial Crisis: Timeline, zdroj: online dne 6.8.2017 z

<https://www.theguardian.com/business/2012/aug/07/credit-crunch-boom-bust-timeline>

²³ Chairman of FED Ben S. Bernank, The Recent Financial Turmoil and its Economic and Policy Consequences, online dne 6.8.2017 z

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20071015a.htm>

²⁴ John B. Taylor, Housing and Monetary Policy, online dne 6.8.2017 z

<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.578.8276&rep=rep1&type=pdf>

²⁵ Buble Meter, Alan 'Froth' Greenspan: "We Had a Bubble in Housing", online dne 6.8.2017 z

<http://bubblemeter.blogspot.cz/2007/09/alan-froth-greenspan-we-had-bubble-in.html>

²⁶ Goodwillem se v oceňovací praxi označuje reziduální hodnota společnosti dopočítání jako rozdíl mezi tržní hodnotou a hodnotou aktiv. Goodwill nejčastěji označuje hodnotu značky, důvěru věřitelů, rozsah a vztah mezi pobočkami a vztah k zákazníkům.

²⁷ The Street, Lehman Brothers Amputates Mortgage Arm, online dne 7.8.2017 z

<https://www.thestreet.com/story/10375812/1/lehman-brothers-amputates-mortgage-arm.html>

²⁸ The New York Times, For Lehman, More Cuts and Anxiety, online dne 7.8.2017 z

<http://www.nytimes.com/2008/08/29/business/29wall.html>

Yorku Timothy F. Geithner svolal schůzi nad budoucností L&B. Součástí této schůzky byl i návrh na rychlý prodej aktiv L&B. Tuto možnost dostala Bank of America a Barclay's. Avšak z důvodu finanční neangažovanosti státu a nejisté návratnosti spolu s vysokou rizikovostí těchto aktiv obě odmítly.²⁹ O den později, tedy 14. srpna 2008 Mezinárodní organizace swapů a derivátů umožnila obchodníkům a společnostem kompenzace za vázané investiční pozice v aktivech L&B. O den později L&B podepisuje 11. kapitolu článku č.11 zákona o konkursu Spojených států, což znamená, že L&B není schopen splácet své závazky a vyhlašuje tímto svůj bankrot.³⁰

2.2. Struktura hypotečních úvěrů

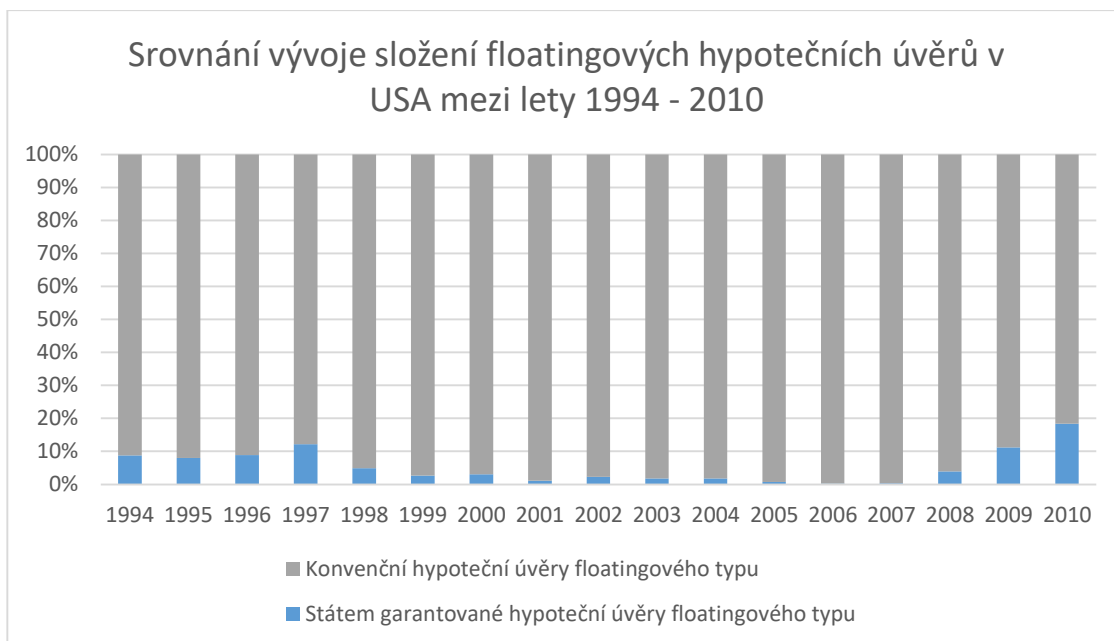
Velikost a následky potenciální ekonomické krize, v tom případě konkrétně hypoteční krize, závisí také na tom, jaká je struktura hypotečních úvěrů na trhu. Protože pokud je na trhu velké množství hypotečních úvěrů, které mají fixované úrokové míry na dlouho dobu (můžeme zde hovořit na období delším než 5 let), potom jsou dlužníci schopni adekvátně reagovat na změny v ekonomice a případné navýšení úrokových měr, a tedy i splátek úvěrů zabudovávají do svých očekávání a hospodaření. Na trhu se tedy objevují 2 typy hypotečních úvěrů z hlediska výpočtu úrokové míry. Jedná se o úvěry s pevnou úrokovou mírou a úvěry s pohyblivou, neboli floatingovou úrokovou měrou.

Floatingové hypoteční úvěry

Jestliže se v naší analýze zaměříme na floatingový typ hypotečních úvěrů, můžeme vyčíst z dat několik trendů. První trendem je odklon od státem garantovaných a zajištěných hypotečních úvěrů ke konvenčním hypotečním úvěrům.

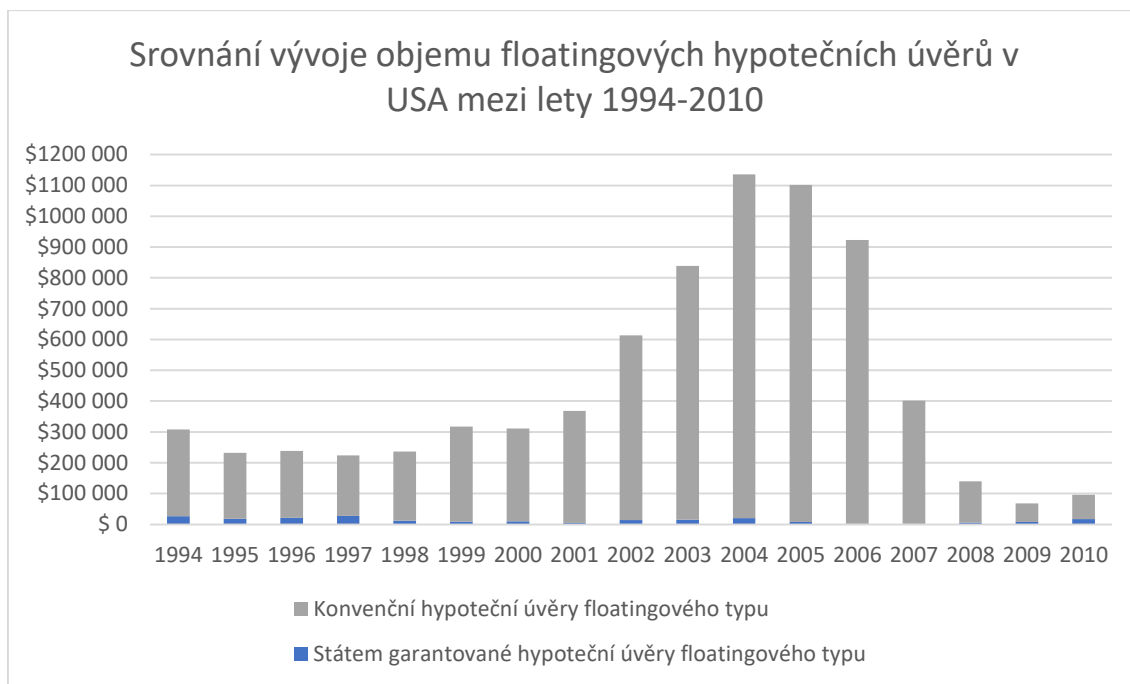
²⁹ The New York Times, U.S. Gives Banks Urgent Warning to Solve Crisis, online dne 7.8.2017 z <http://www.nytimes.com/2008/09/13/business/13rescue.html>

³⁰ Lehman Brothers, LEHMAN BROTHERS HOLDINGS INC. ANNOUNCES IT INTENDS TO FILE CHAPTER 11 BANKRUPTCY PETITION, online dne 7.8.2017 z http://www.lehman.com/press/pdf_2008/091508_lbhi_chapter11_announce.pdf



Graf 6 – Srovnání vývoje složení floatingových hypotečních úvěrů v USA mezi lety 1994 - 2010,
zdroj: vlastní zpracování z dat Federal Housing Finance agency

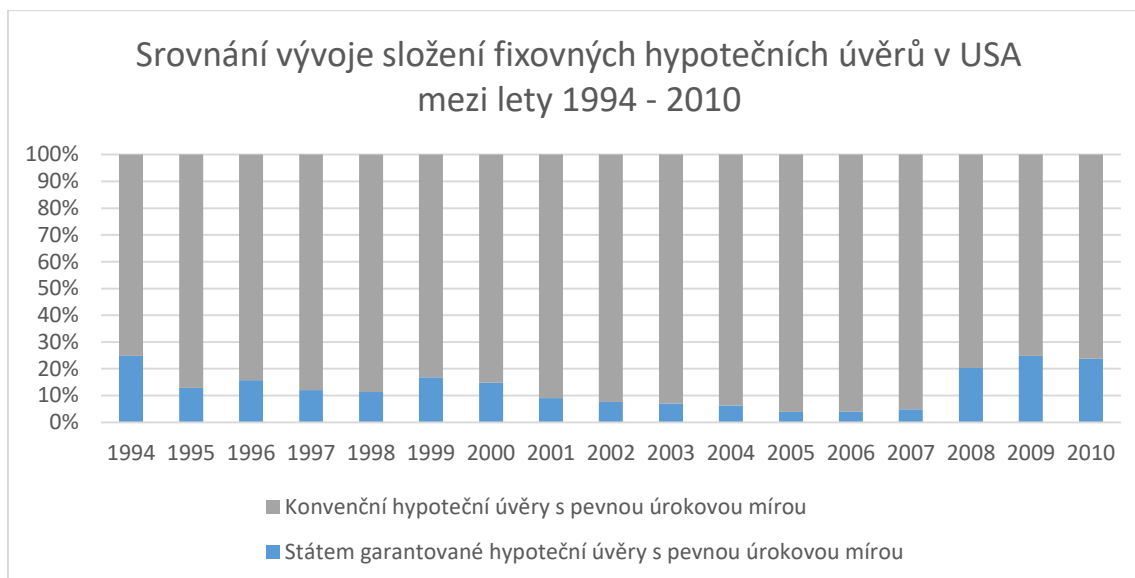
Od roku 1997 je možné sledovat postupný pokles státem garantovaných hypotečních úvěrů s floatingovou úrokovou mírou jak v poměrných, tak absolutních hodnotách (viz. graf č. 6). A to zejména s novou politikou prosazování osobního vlastnictví na území celé federace. Dalším výrazným snížení byl právě již v první kapitole zmíněný American Dream Downpayment Act, který snížil poměr státem garantovaných hypotečních úvěrů pod 1%. Tento vývoj signalizuje, že jak politika, tak legislativní a ekonomické kroky vedli k dosažení cíle, který si vláda určila. To, jestli byl dosažený cílový stav správně stanoven a určen, můžeme sledovat a celkovém vývoj jak konvenčních, tak statních hypotečních úvěrů po roce 2006.



Graf 7 - Srovnání vývoje objemu floatingových hypotečních úvěrů v USA mezi lety 1994 - 2010, zdroj: vlastní zpracování z dat Federal Housing Finance agency

Hypoteční úvěry s fixní úrokovou sazbou

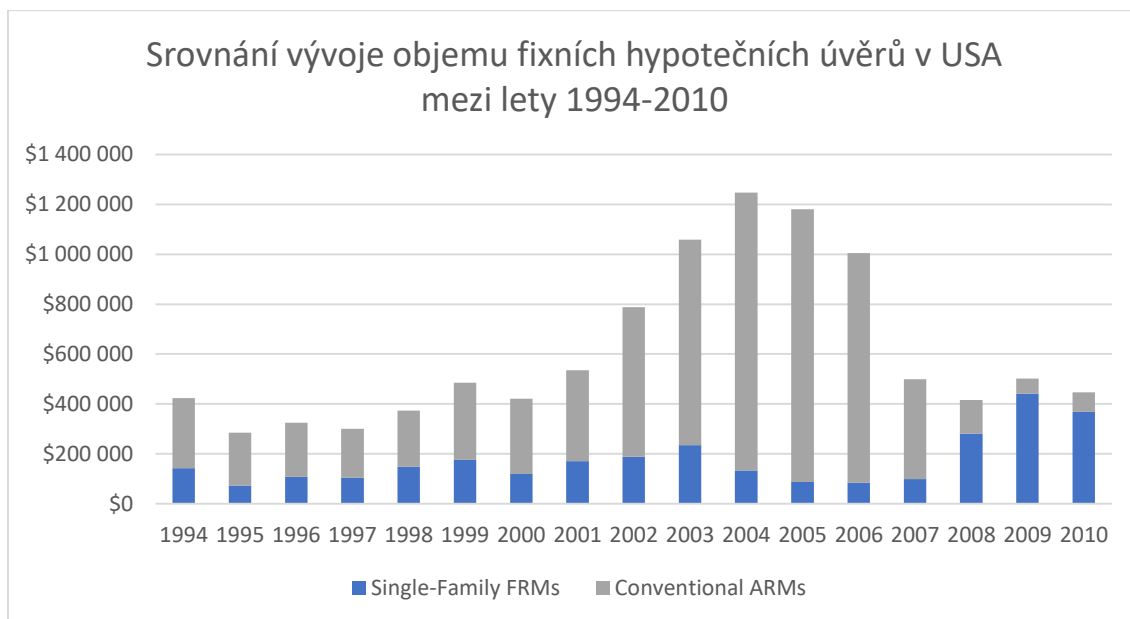
Dále budeme analyzovat vývoj hypotečních úvěrů s fixní úrokovou mírou. Zde pozorujeme větší poměr státem garantovaných a zajištěných hypotečních úvěrů. Hlavním důvodem je zejména typ žadatelů o úvěr. Po těchto je požadováno vyšší kreditní hodnocení a větší bonita. Zároveň žadatelé, kteří tyto podmínky splňují, dosahují vyššího vzdělání a je u nich důvodné předpokládat vyšší schopnost posoudit, zda jsou v pozici, která jim umožňuje úvěr splatit. I proto častěji sáhnou po zajištěném hypotečním úvěru, který jim garantuje nižší úrokovou míru výměnou za vysoké kreditní skóre a bonitu.



*Graf 8 - Srovnání vývoje složení fixovaných hypotečních úvěrů v USA mezi lety 1994 - 2010,
zdroj: vlastní zpracování z dat Federal Housing Finance agency*

Pro dotvoření obrazu situace na trhu nahlédneme také na graf absolutních hodnot trhu s fixovanými hypotékami. Zde sledujeme odlišný trend oproti trhu s floatingovými hypotečními úvěry. Respektive do roku 2003 vidíme růst, který při pominutí menších výkyvů, můžeme srovnat s trhem s floatingovými úvěry. Avšak po roce 2003 sledujeme výrazný propad jak konvenčních, tak i státem garantovaných hypoték. Oproti tomu sledujeme rostoucí trend trhu floatingových hypotečních úvěrů.

Výrazný propad trhu floatingových hypotečních úvěrů se však neprojevuje na trhu fixovaných hypotečních úvěrů. A to zejména z toho důvodu, že fixované hypoteční úvěry nereagují okamžitě na změny úrokové míry centrální banky. Pokud totiž dojde k navýšení zápujční úrokové míry centrální banky, bankovní půjčky zdražují (skrže úrokovou míru) a těm dlužníkům, kteří si zvolili floatingovou úrokovou míru na svém hypotečním úvěru se okamžitě (hovoříme zde o minimální zpoždění v řádu týdnů) zvyšuje splátka. Jak již bylo zmíněno, mnoho toxických hypotečních úvěrů bylo bráno na hranici uplatitelnosti a proto takové okamžité zvýšení splátek daných úvěrů vedlo k velkému objemu zesplatněných hypotečních úvěrů a tedy i ke zmenšení daného trhu, jak je možné sledovat na grafu č. 6 a nikoliv na grafu č. 7, tedy grafu vývoje fixních hypotečních úvěrů.



*Graf 9 -Srovnání vývoje objemu floatingových hypotečních úvěrů v USA mezi lety 1994 - 2010,
zdroj: vlastní zpracování z dat Federal Housing Finance agency*

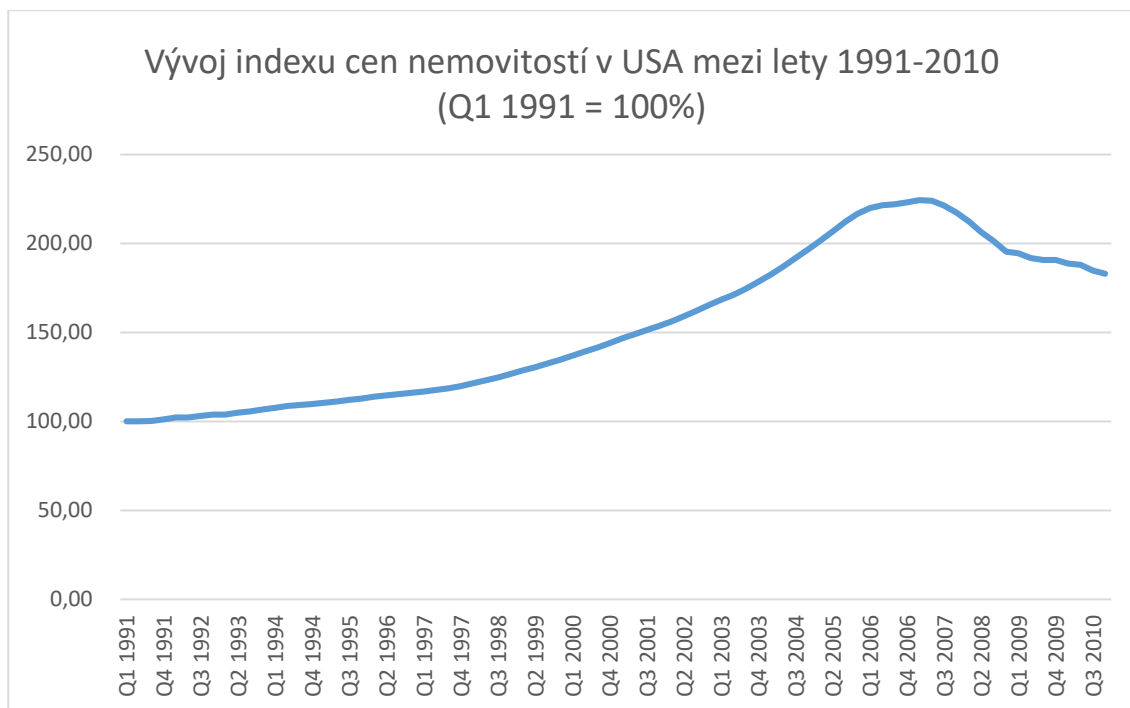
2.3. House price index

Index cen nemovitostí vyjadřuje odchýlení ceny reprezentativní nemovitosti v dané lokalitě od zvolené základny. V dlouhodobém horizontu dokáže tento index signalizovat zdražování, či zlevňování nemovitostí, celkově tedy změnu ceny. Pro účely této práce bylo pro index cen nemovitostí vybráno delší časové období z toho důvodu, že zejména v tomto odvětví je nutné sledovat dlouhodobější trend vývoj dané veličiny, před klíčovým obdobím analýzy z důvodu nižší volatility aktiv, jako jsou nemovitosti.

Na trhu nemovitostí je možné sledovat růst po celé sledované období 1991-2003. Mezi lety 1991 a 2003 došlo k nárůstu tohoto indexu na extrémní 175%. Pro zdůraznění této změny cen nemovitostí si zdražování popíšeme na vzorovém domě.

Patrový jednogenerační dům na předměstí Washingtonu se zastavěnou plochou 200m² se v roce 1991 prodával za \$1 000 000. Na začátku roku 1998 již hodnota nemovitosti byla \$1 200 000. V roce 2003 měla nemovitost tržní hodnotu téměř \$1 800 000. Jednalo se zejména o růst mezi lety 2000-2003, který se shoduje s trendem nárůstu hypotečních úvěrů.

Po roce 2003 ceny nemovitostí stále strmě rostly. Tento trend se udržel až do konce roku 2006. Následně v reakci na události na trhu začala cena nemovitostí klesat a trh s nemovitostmi se dostal do bludného kruhu.



Graf 10 - Index cen nemovitostí v USA mezi lety 1991-2010,
zdroj: vlastní zpracování z dat Federal Housing financial agency

Klesající cena nemovitostí vedla k nemožnosti výhodně refinancovat nemovitosti a hypoteční úvěry s nezafixovanou úrokovou mírou zaznamenaly růst splátek skrze růst úrokových měr na těchto úvěrech. To následně vedlo ke zpožděným splátkám či zesplatňování hypoték u těch příjemců, kteří pozbyli schopnosti splácet. Tím se na trhu vytváří rostoucí nabídka domů. Pokud je na trhu více domů, než jich je poptávaných, tak jejich cena dále klesá. Kruh se uzavírá, jelikož s klesající cenou nemovitostí se dále snižují možnosti refinancování hypotečních úvěrů atd.³¹ Prosinec 2007 tak znamenal již 10. měsíc klesajících cen nemovitostí. Ceny za 10 měsíců klesly v některých oblastech USA až o 6,1%.³²

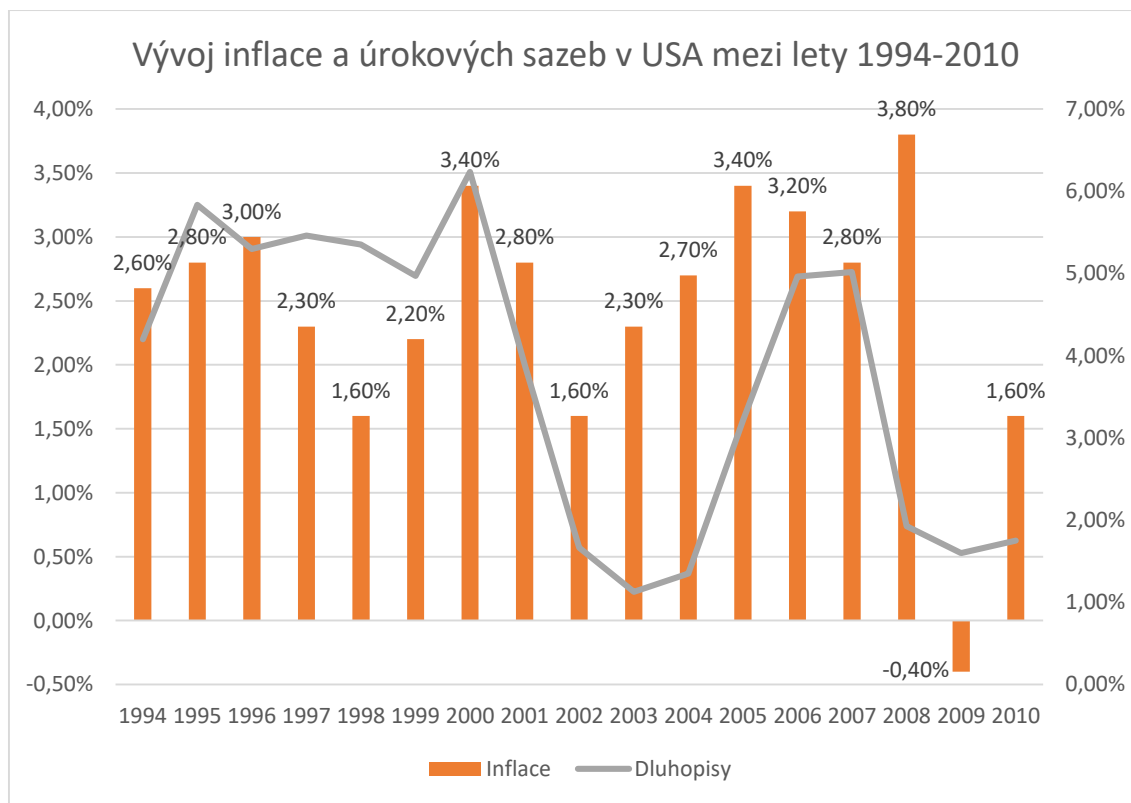
2.4. Úroková míra

Úroková míra, kterou budeme v následující části analyzovat je taková úroková míra, za kterou centrální banka (v tomto případě tedy FED) zapůjčuje hotovostní prostředky finanční institucím. Je to hlavní nástroj monetární politiky centrální banky, skrze který může tlumit, nebo naopak stimulovat poptávku po zápůjčce na trhu oběžných

³¹ Department of Statistics and operations ,Subprime mortgage crisis, online dne 6.8.2017 z <http://www.stat.unc.edu/faculty/cji/fys/2012/Subprime%20mortgage%20crisis.pdf>

³² The New York Times, Home Prices Fall for 10th Straight Month, online dne 6.8.2017 z <http://www.nytimes.com/2007/12/26/business/27home-web.html>

aktiv. Růst takové úrokové míry signalizuje, že centrální banka očekává, nebo již zaznamenala na straně poptávky po penězích faktory, které mohou v dlouhé období vést až do krize. Naopak při poklesu krátkodobých úrokových měr centrální banka předpokládá expanzivní a je možné očekávat ekonomický růst.



Graf 11 - Vývoj inflace a úrokových sazeb v USA mezi lety 1994-2010, vlastní zpracování z dat usinflationcalculator.com a FED of ST. Louis

V grafu č. 10 je možné sledovat vývoj inflace v USA mezi lety 1994-2010. Měnová politika FEDu a její reakce jsou založeny zejména vývoji inflace. Z křivky vývoje krátkodobé úrokové míry státních dluhopisů v USA mezi lety 1994 – 2010 je proto možné sledovat reakce FEDu na vývoj inflace v ekonomice. Od roku 1995 je vidět inflace oscilující kolem hodnoty 3%. K tomu se FED postavil neměnnou monetární politikou v oblasti úrokové míry. Pokles inflace v roce 1997, respektive 1998 se odrazil v úrokové míře FEDu poklesem o 0,5 procentního bodu. Následující vývoj byl ovlivněn Dot-Com bublinou a jejím prasknutím. Inflace vystoupala nejvýše od roku 1991 a FED zareagoval zvýšením centrálních sazeb na 6,4% pro její utlumení. Dot-com bublina vyústila v roce 2000 pádem akcií velké většiny, do té doby extrémně úspěšných, internetových projektů, jako například Amazon.com, Cisco nebo třeba eBay. Důvodem vytvoření a následného

splasknutí této bubliny bylo zejména spekulativní obchodování s akcie daných společností na akciovém trhu.

Právě prasknutí této bubliny a pád cen akcií velkých internetových firem nasměroval investory za jiným typem investic, konkrétně do nemovitostí. Inflace se vrátila na předkrizové hodnoty a FED zaujal podpůrnou, nebo lépe řečeno oživovací politiku nízkých úrokových sazeb. Velkou část na tomto vývoji má také vláda, která se rozhodla podpořit tzv. Americký sen a podpořila ideu, že každý Američan má bydlet ve svém. Krom legislativních změn a úlev v daňovém systému se jednalo zejména o federální regulaci z roku 2000, skrze kterou Úřad pro bydlení a rozvoj měst nařídil Fannie Mae and Freddie Mac odkoupit v následujících 10 letech hypoteční úvěry v hodnotě \$2,4 bilionu. Cílem této regulace bylo umožnit středně a nízkopříjmově postaveným rodinám (celkem přibližně 28,1 milionu rodin) získat hypoteční úvěr, díky kterému si pořídili svou vlastní nemovitost³³. Tyto kroky oddělily jasnou vazbu míry inflace a úrokových sazeb a jejich diferenciaci byla jedním z faktorů, které přispěly ke krizovému období americké ekonomiky.

V prosinci 2000 Zákon o modernizaci komoditních nástrojů definuje úrokové sazby, směnné kurzy a akciové indexy jako „vyloučené komodity“. To znamená, že je možné obchodování swapů úvěrových selhání hedgefondy, investičními bankami a dokonce pojišťovnami³⁴. Swap úvěrového selhání (dále jen CDS z anglického Credit default swap) je finanční derivát, který umožňuje přenést riziko nesplacení úvěru (v našem případě hypotečního) z jednoho subjektu na druhý. Tento, kdo CDS nakoupí se tímto pojišťuje proti riziku nesplacení úvěru, ze strany subjektu, kterému úvěr poskytl. Na druhé straně se emitent CDS zavazuje k uhrazení části či celého úvěru v případě, kdy příjemce úvěru svůj závazek nesplatí v plné či částečné výši³⁵.

Hlavním problémem tohoto zákona z roku 2000 je fakt, že nad hedgeovými fondy, investičními bankami a pojišťovnami v té době nebyl tak důsledný dohled v rámci obchodování s hypotečním akciovými papíry, a proto bylo možné operovat s nimi mimo invence a možnosti například Fannie Mae a Freddie Mac. Zejména tyto nehlídané operace

³³ U.S. Department of Housing, HUD ANNOUNCES NEW REGULATIONS TO PROVIDE \$2.4 TRILLION IN MORTGAGES FOR AFFORDABLE HOUSING FOR 28.1 MILLION FAMILIES, zdroj: online dne 5.8.2017 z <https://archives.hud.gov/news/2000/pr00-317.html>

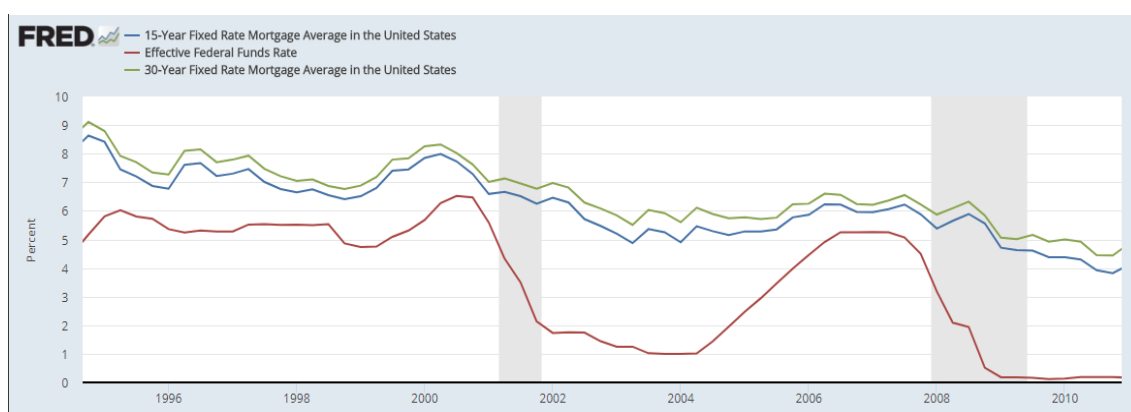
³⁴ U.S. Congress, Commodity Futures Modernization Act of 2000, zdroj: online dne 5.8.2017, z <https://www.congress.gov/bill/106th-congress/house-bill/5660/text>

³⁵ Investopedia.com, Credit default swap, zdroj: online dne 5.8.2017 z <http://www.investopedia.com/terms/c/creditdefaultswap.asp>

na finanční trzích přispěli k pádu Lehman Brothers, AIG nebo například Bear Stearns v roce 2008.

Pozitivní nálada v ekonomice, rostoucí objem hypotečních úvěrů na počátku 21. století a federální politika dovedla FED k přesvědčení, že není nutné korigovat poptávku skrze vyšší úrokovou míru a postupným snižováním mezi lety 2001-2004 dostala záůjční úrokovou míru na do té doby historické minimum, a to 1,00% v červnu roku 2003. To signalizovalo celé ekonomice a subjektům v ní působícím, že není čeho se obávat. FED tímto krokem signalizoval, že ekonomice se daří a je otevřen jejímu růstu. Právě i tato nálada centrální řídicího orgánu ekonomiky přispěla k vytvoření hypoteční bubliny v celkem krátkém období. Následný růst úrokových sazeb začal roztáčet spirálu zvyšujících se nákladů hypotečních úvěrů (při nezanedbatelném počtu hypotečních úvěrů s relativně krátkou fixací úrokových měr) a tím růstovou tendencí úvěrových selhání hypotečních úvěrů. Další vývoj společně s dalším růstem sazeb byl již pouze roztočenou spirálou, která směřovala k nevyhnutelnému krizovému scénáři.

Úrokové sazby FEDu, jak již bylo řečeno, ovlivňují přímo vývoj úrokových sazeb hypotečních úvěrů. Níže je tedy možné srovnat vývoj centrálních úrokových sazeb FEDu, hypotečních úvěrů s délkou fixace 30 a 15 let. Je třeba říct, že tyto délky fixace se na americkém trhu vyskytují minimálně, avšak obraz o vývoji úrokových sazeb nám zprostředkují vhodný.



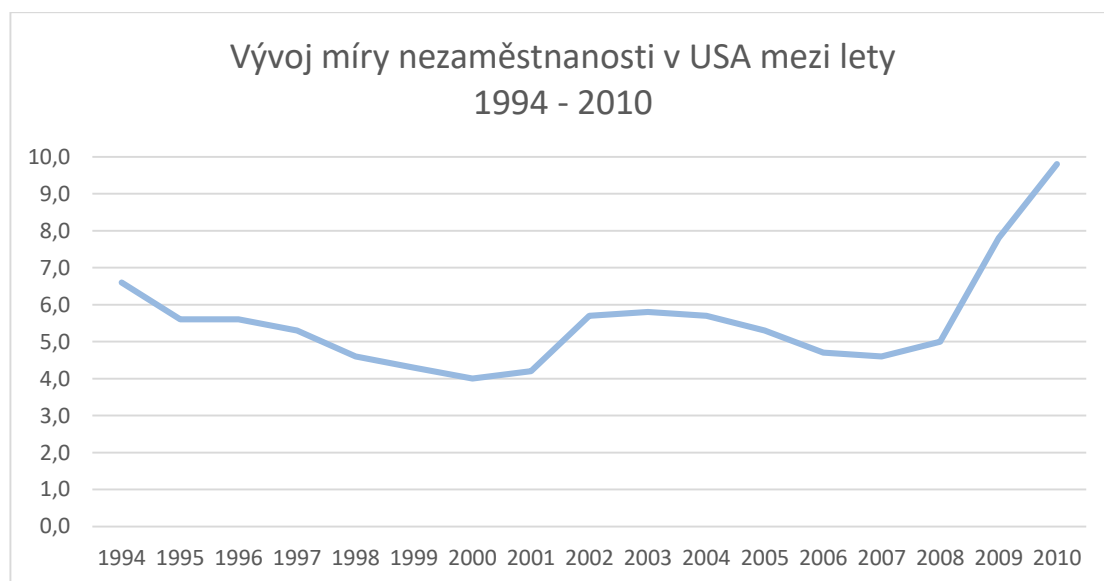
Graf 12 - Vývoj centrálních úrokových sazeb a sazeb hypotečních úvěrů s délkou fixace 30 a 15 let,
zdroj: <https://fred.stlouisfed.org/series/MORTGAGE15US#0>, šedě jsou vyznačeny recesní období americké ekonomiky

2.5. Shrnutí vývoje ekonomiky USA mezi lety 1994-2010

Americká ekonomika na konci 20. století zažívala boom v podobě rozmáhajícího se internetového šílenství. Společnosti podnikající na internetu, ale také společnosti zaměřující se na internetovou bezpečnost, či vývojářské firmy, které na konci 20. století znamenaly špičku ve svém oboru mohly nabýt pocitu, že našly zlatou žílu. Akcie firem rostly a nic nenaznačovalo, že by tento růst měl někdy skončit, protože internet byl objevem století (můžeme tuto fázi také považovat za jednu ze schumpeterovských inovačních vln). Společně s tímto růstem klesala i nezaměstnanost, což vyvolalo v investorech pocit, že se nejedná o tržní bublinu, ale pouze o expanzivní fázi hospodářského cyklu. Avšak právě kvůli rostoucím cenám začali investoři ve velkém spekulovat s cennými papíry společností jako eBay či Amazon. Iracionální investice a nesplnitelná očekávání dohnaly trh až k tzv. Dot-com bublině. Ta znamenala kolaps akciového trhu s cennými papíry. Pro internetové firmy to ve velké části případů znamenalo konec, jiným to velmi zkomplikovalo vstup do 21. století (příkladem může být již zmíněný Amazon, který je dnes největším eshopem na světě). Tato bublina tak uvrhla americkou ekonomiku do recese a nejistoty, která se projevila o ve zvýšení nezaměstnanosti, jelikož firmy si začali utahovat pomyslné opasky a rušily nepotřebná pracovní místa.

Po této recesní fázi se investoři na amerických trzích snažily najít méně výnosné, avšak to jistější investice. Rozhodnutí padlo na nemovitosti. Logika tohoto rozhodnutí je poměrně jednoduchá. Bydlet se bude vždy, kanceláře a obchody budou také vždy potřebné. Nemovitost bezdůvodně neztratí hodnotu ani nezmizí, za určitých podmínek ani není možné ji zcizit. Zároveň se trh s nemovitostmi dočkal i vládní podpory. Vláda se rozhodla v opětovně obnovující se ekonomice snížit krátkodobou úrokovou míru za účelem posílení své ekonomiky. Zároveň bylo cílem vlády většině obyvatel USA splnit americký sen. Za ten vláda USA považovala kromě stabilního zaměstnání také bydlení ve svém, neboli osobní vlastnictví nemovitosti. Přestože jsou příjmové nůžky v USA poměrně otevřené, cílem bylo zprostředkovat americký sen všem američanům. Skrze legislativní změny, daňové reformy a úlevy vláda vytvářela postupný nátlak na poskytovatele hypotečních úvěrů a druhotně také na státem financované společnosti, které odkupovaly hypoteční úvěry v podobě hypotečních cenných papírů a neméně také na snižování překážek pro poskytování hypotečních úvěrů i nízko příjmovým žadatelům.

Tento tlak spolu s nízkou úrokovou mírou významně přispěl nejen k růstu ekonomiky a úvěrové aktivity spolu s opětovným poklesem nezaměstnanosti, ale také k postupnému uvolňování kritérií pro poskytnutí hypotečních úvěrů. Tento stav následně dovoloval poskytovatelům hypotečních úvěrů schválit žádosti o úvěr téměř všem žadatelům. Následná distorze trhu s hypotečními úvěry se vyznačovala vysokým procentem floatingových hypotečních úvěrů, které kvůli zvyšování splátek těchto úvěrů zaznamenávaly opoždění splátek či dokonce zesplatnění těchto úvěrů. Tato distorze způsobila pád cen nemovitostí a tím postupné snižování hodnoty hypotečních cenných papírů. Tento pád cen způsobil platební neschopnost nejedné investiční společnosti. Tím, že byla skrze explozi hypoteční bubliny americká ekonomiky znovu uvržena do krize a recesního období, dochází k ještě většímu propouštění a významnému nárůstu nezaměstnanosti mezi 2008 a 2010 (viz graf č 13).³⁶ Po roce 2009 nezaměstnanost dosáhla téměř 10% (nezapočítáváme dobrovolnou nezaměstnanost) což byla pro USA hodnota známá naposledy v 80. letech 20. století.³⁷



*Graf 13 - Vývoj míry nezaměstnanosti v USA mezi lety 1994-2010,
Zdroj: vlastní zpracování z dat Bureau of Labor Statistics*

³⁶ Mathieu Dufour and Özgür Orhangazi, Capitalism, Crisis and Class: The United States Economy After 2007-2008 Financial Crisis, zdroj: online dne 6.8.2017 z <https://www.google.cz/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwiOrPLYmcPVAhUJtxQKHf9kBKsQFggmMAA&url=https%3A%2F%2Fwww.aeaweb.org%2Fconference%2F2014%2Fretrieve.php%3Fpdfid%3D237&usg=AFQjCNHqw6htlryozCGXlgt60rXcw9X14A>

³⁷ Trading Economics, USA unemployment rate, online dne 6.8.2017 z <https://tradingeconomics.com/united-states/unemployment-rate>

Z výčtu událostí v americké ekonomice mezi lety 1994-2010 je tedy možné vyčíst, že z důvodu nedostatečné dohledu kontrolních orgánů, nevhodně zvolené politiky vlády a finanční nezodpovědnosti poskytovatelů hypotečních úvěrů došlo v poměrně krátké době k nafouknutí bubliny na hypotečním trhu. Hlavními činiteli této ekonomické krize byly nízké sazby úrokových měr, nedostatečný dohled centrální banky a v rámci pozitivní nálady na trhu také nedodržené zásady hodnocení rizikovosti investice.

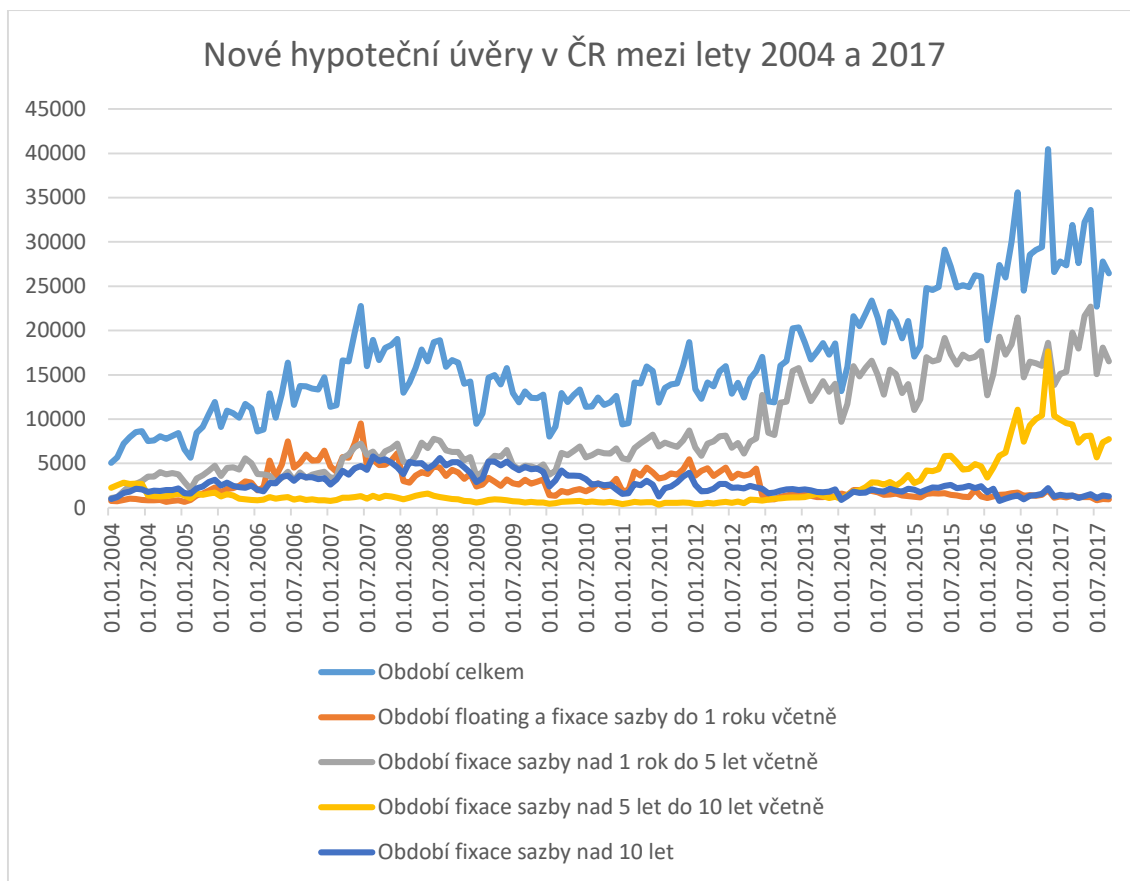
3. Současná situace na českém trhu

Tato část práce má za cíl popsat současný stav české ekonomiky ze stejných hledisek, jakými předchozí část práce hodnotila ekonomiku americkou. Nejprve bude podroben analýze hypoteční trh z hlediska svého vývoje a struktury. Následně budou analyzovány kroky centrální banky v různých stádiích vývoje realitního a hypotečního trhu. Stejně jako v předchozí části, i v této bude region zkoumán z hlediska HPI indexu a jeho vývoje, tedy změny cen nemovitostí v průběhu zkoumaného období. Vývoj nezaměstnanosti a nabídkové strany realitního trhu v České republice tuto kapitolu uzavřou.

3.1. Hypoteční trh

Na českém hypotečním trhu nedochází k masivní destrukturalizaci, respektive k tak velké změně, jako na hypotečním trhu v USA. Politika České republiky i přes současný ekonomický boom nesměruje do stavu, ve kterém by měli všichni obyvatelé České republiky vlastnit nemovitost a bydlet tak ve svém a nebylo tomu tak ani v letech předchozích. Avšak i přes to má pozitivní vývoj ekonomiky dopad na trh s hypotečními úvěry velmi významný. Na grafu níže je zachycen kvartální vývoj objemu nových hypotečních úvěrů. Tento vývoj jasně koreluje s vývojem celkové ekonomiky. Růst celkového objemu nových hypotečních úvěrů v předkrizovém období hnala všeobecná pozitivita na trhu. Příchod krize snížil objem nových hypotečních úvěrů v roce 2010 až na úroveň roku 2005. Neznamenal to tedy absolutní útlum úvěrové aktivity, ale zchlazení úvěrového trhu na přibližně 5 let. Současně s oživením ekonomiky v roce 2013 a signály o možných plošných růstech mezd se úvěrová aktivita zvýšila a až do doporučení České národní banky pro komerční banky a úvěrové instituce v roce 2017

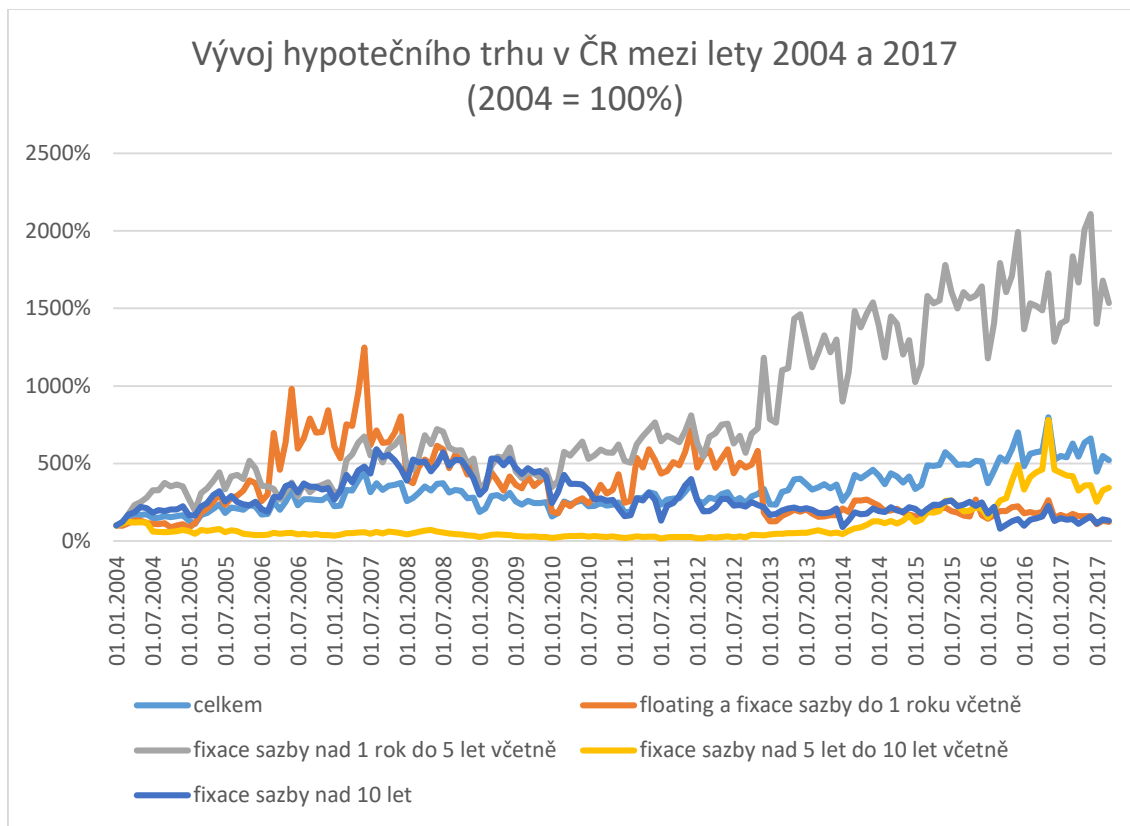
téměř exponenciálně rostla. Dále je možné z grafu vyčíst i složení nových hypotečních úvěrů dle doby fixování úrokových měr těchto hypotečních úvěrů. Tato analýza je přínosná zejména proto, protože je nám schopna podat informaci o citlivosti hypotečního trhu na skokovou změnu úrokových sazeb.



Graf 14 - Vývoj nových hypotečních úvěrů v ČR mezi lety 2004 a 2017, vlastní zpracování dat z databáze ARAD

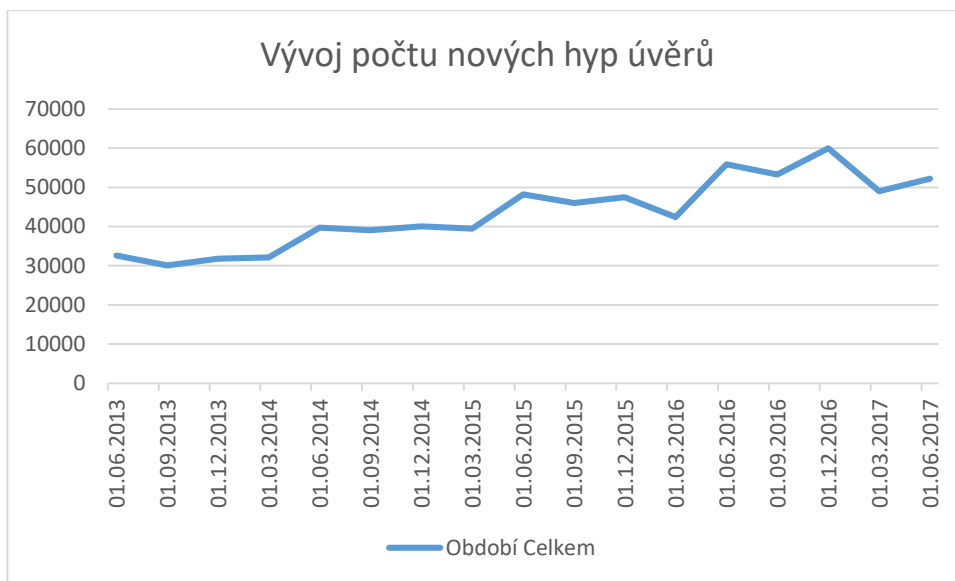
Pro lepší přehlednost jsou na grafu níže data převedena na procentuální přírůstky, se základnou v lednu 2004. Díky tomuto převodu můžeme vidět, že celkový objem nových hypotečních úvěrů vzrostl mezi lety 2004 a 2017 o přibližně 400%. Největší část nových hypotečních úvěrů tvoří úvěry s dobou fixace úrokových měr delší než 5 let a zároveň kratší než 10 let stejně jako úvěry s dobou fixace mezi 1 rokem a 5 lety. Ty zaznamenaly největší boom na počátku roku 2016, respektive na počátku roku 2012. Naopak v předkrizovém období, tedy v letech 2006 a 2007 je viditelný značný trend v krátkých či floatingových fixovaných úrokových mírách. Toto chování ekonomických subjektů na trhu opět potvrzuje převládající pozitivní náladu v ekonomice. Hlavní složkou struktury hypotečního trhu v roce 2017 jsou tak z téměř 62% úvěry s dobou fixace

1-5 let, z 30% hypoteční úvěry s délkou 5-10 let, a 5% hypoteční úvěry s dobou fixace delší než 10 let stejně tak jako floatingové hypoteční úvěry a úvěry s dobou fixace kratší než 1 rok.



Graf 15 - Vývoj hypotečního trhu v ČR mezi lety 2004 a 2017, vlastní zpracování dat z databáze ARAD

Věcným protiargumentem vůči předchozímu tvrzení o růstu hypotečního trhu je argument, co když růst počtu nových hypotečních úvěrů rostl minimálně, avšak průměrná výše hypotečního úvěru vzrostla rapidně. Na grafu níže je zobrazen vývoj počtu nových hypotečních smluv mezi lety 2013 a 2017. Pokud spojíme grafy vývoje hypotečního trhu v objemových veličinách a graf vývoje počtu hypotečních smluv, můžeme říct, že průměrná výše hypotečních úvěrů roste přibližně o 45% (1,44 milionu/úvěr v roce Q1 2003 oproti 2,08 milionu/úvěr v roce Q1 2017) a růst počtu nových smluv hypotečních úvěrů mezi lety 2013 a 2017 je 50%. Na růstu hypotečního trhu se tedy rovnoměrně podílí jak vyšší počet nových hypotečních úvěrů, tak jejich průměrná hodnota.



Graf 16 - Počet nových hypotečních úvěrů v České republice mezi lety 2013 a 2017, vlastní zpracování dat z databáze ARAD

V roce 2016 bylo na základě doporučení České národní banky omezeno poskytování 100% hypotečních úvěrů. Tyto úvěry bylo možné čerpat do 100% zástavní hodnoty (LTV) s doporučeným pásmem 90-100% pro maximálně 10% úvěrů.³⁸ Tento finanční produkt znamenal dle Zprávy o finanční stabilitě značné riziko, a to zejména z toho důvodu, že žadatel nebyl nucen část zástavní hodnoty nemovitosti zaplatit ze svých naspořených peněžních prostředků. Proto centrální banka doporučila úvěrovým společnostem snížit maximální možné čerpání hypotečních úvěru ve výši 95% LTV a maximálně 10% úvěrů mezi 85-95% od října 2016³⁹. K dalšímu doporučení přistoupila ČNB v dubnu 2017, kdy jeho obsahem bylo doporučené snížení maximální hodnoty úvěru na 90% LTV.⁴⁰

V USA se v období krize začala z důvodu zvyšujících se úrokových sazeb hypotečních úvěrů, a tedy vlastních splátek hypotečních úvěrů, zvyšovat míra selhání hypotečních úvěrů (Q1 2010, 11,53%)⁴¹. Tedy situace, kdy není dlužník schopen nadále

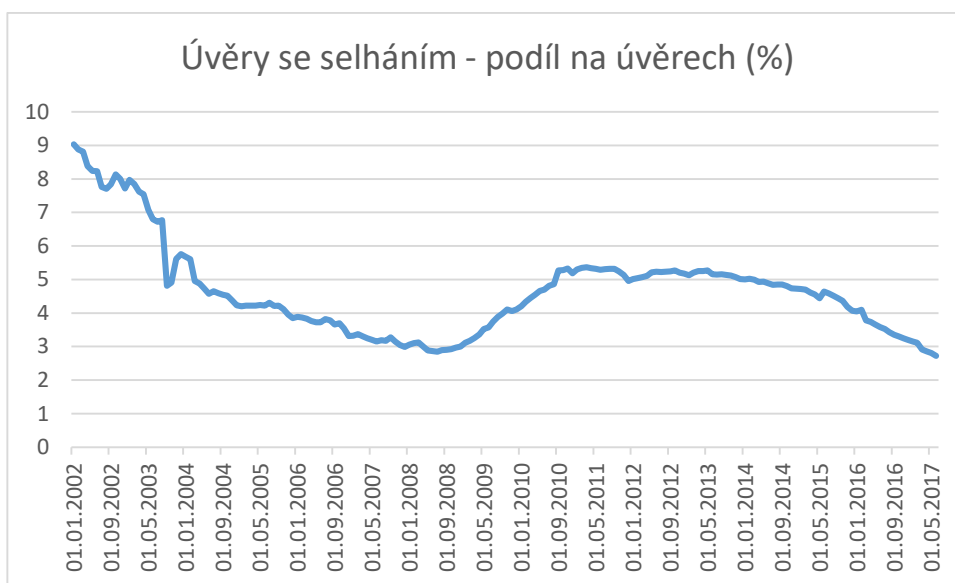
³⁸ Tisková konference ke zveřejnění 13. ZFS, ČNB, online dne 8.12.2017, dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/rusnok_frait_20170613_zfs_2016-2017.pdf

³⁹ Tisková konference ke zveřejnění 13. ZFS, ČNB, online dne 8.12.2017, dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/rusnok_frait_20170613_zfs_2016-2017.pdf

⁴⁰ ČNB zpřísní hypotéky, půjčky na 100 procent hodnoty nemovitosti skončí, Česká televize, zdroj online dne 21.11.2017 dostupný z <http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/1816433-cnb-zprisni-hypoteky-pujcky-na-100-procent-hodnoty-nemovitosti-skonci>

⁴¹ Delinquency Rate on Single-Family Residential Mortgages, Federal bank of St. Louis, online dne 8.12.2017, dostupné z <https://fred.stlouisfed.org/series/DRSFRMACBS>

splácet hypoteční úvěr. Pokud si tuto oblast zanalyzuje v České republice, zjistíme, že vývoj úrokových selhání rozhodně nevykazuje podobné tendence, jako v USA počátkem 21. století. Naopak se od roku 2013 počet úvěrových selhání snižuje a v roce 2017 se vyrovnává hodnotám z překrizového období (přibližně 2,7% všech hypotečních úvěrů končí úvěrovým selháním). Jedná se tak o nejnižší hodnotu v novodobé historii České republiky. Tento trend značí relativní zdravot v oblasti hodnocení rizik a prověřování potenciálních příjemců hypotečních úvěrů stejně jako růstová část finančního cyklu a ekonomiky, které přispívají k úvěrové aktivitě a řádnému splácení.



Graf 17 – Úvěry se selháním vyjádřené jako podíl na celkových úvěrech,
zdroj: vlastní zpracování z databáze ARAD

Na hypotečních trhu je tedy možné sledovat postupné kroky centrální banky, která na základě informací z trhu upravuje svá doporučení s cílem posílit stabilitu trhu a zajistit ho před kolapsem a případnou hypoteční bublinou jakou bylo možné sledovat před dekádu v USA.

3.2. Centrální banka

Hlavním tvůrcem makroekonomické politiky v České republice je Česká národní banka, která svou politikou ovlivňuje mnoho faktorů, které jsou nejen pro vývoj finančních trhů ty nejdůležitější. Nejdůležitějším měnovopolitickým nástrojem, který je pro tuto analýzu klíčovým, je 2T Repo sazba. ČNB skrze repo operace reguluje množství peněz v oběhu. Likviditu od komerčních bank stahuje v případě, kdy chce inflaci tlumit,

bankám oproti hotovosti vystavuje cenné papíry (nejčastěji pokladniční poukázky) se splatností 14 dnů (proto název 2T). Naopak pokud je třeba posílit inflaci aby dosáhla svého cílového pásma, tak ČNB pumpuje peníze do ekonomiky skrze komerční banky výměnou za tyto cenné papíry.

Indexy spotřebitelských cen podle klasifikace COICOP - míra inflace

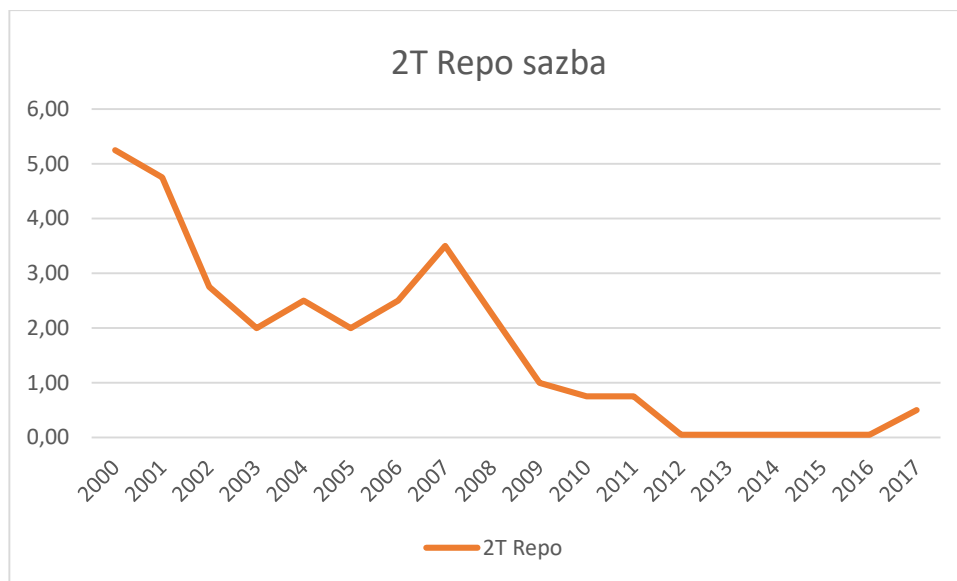
Měšicí jednotka: %
míra inflace

Území: Česká republika



Graf 18 - Vývoj indexu spotřebitelských cen v ČR mezi lety 2000 a 2016, zdroj: ČSÚ

Pokud předchozí tvrzení chceme ilustrovat na příkladu, tak je možné srovnat graf vývoje inflace v České republice a vývoj 2T Repo sazby ČNB. Obecným cílem ČNB v oblasti cílování inflace jsou v současné době 2% respektive flukтуаční pásmo kolem této hodnoty ± 1 p.b. Na grafu 2T Repo sazeb je tedy možné vypořozovat kdy se inflace z tohoto pásma odchýlila. Na počátku 21. století 2T Repo sazba ČNB dosahovala 5%, jelikož bylo třeba tlumit 4-5% inflaci v letech 2000 a 2001. Od roku 2001 postupně ČNB snižovala 2T Repo sazbu, jelikož ekonomice se dařilo a nebylo třeba do ni zasahovat. Další významnou reakcí byl navýšení 2T Repo sazeb s obecnou pozitivitou na trzích, která předcházela ekonomické krizi a nesla se ve znamení zvýšené spotřeby. Jednalo se o cílené zchlazení ze strany ČNB pro zmírnění dopadů krize. Po roce 2008, respektive 2009, kdy se celosvětová ekonomika nacházela v krizi bylo třeba razantně snížit 2T Repo sazbu, až na technickou nulu, respektive 0,05% v roce 2012. Tento krok měl zejména podpůrnou funkci pro co nejrychlejší nastartování ekonomiky v pokrizovém období.

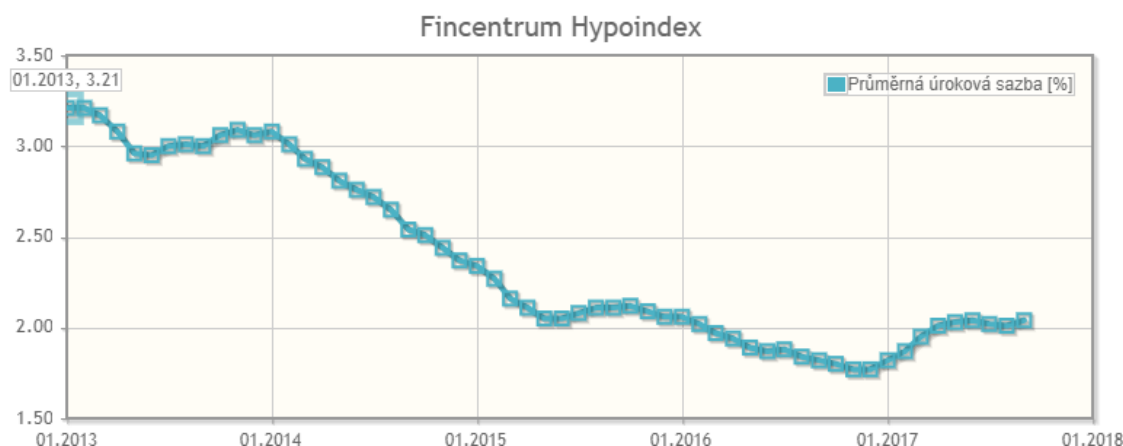


Graf 19 - Vývoj 2T Repo sazby v ČR mezi lety 2000 a 2017, zdroj: ČNB

ČNB 3.8.2017 přistoupila ke zvýšení 2T Repo sazby, a to o 20 bazických bodů, na 0,25%. Změnila tak sazby úrokových měr poprvé od roku 2012. Jedná se zejména o reakci na zvyšující se inflaci (3%) a situaci na hypotečním a nemovitostním trhu.⁴² Následně dne 2.11.2017 překročila ČNB k dalšímu zvýšení úrokových sazeb, a to konkrétně ke zvýšení 2T Repo sazby na hodnotu 0,50%.⁴³ Zvýšení úrokových sazeb se ve velmi krátké době projevuje i na hypotečním trhu, kdy na grafu Hypoindexu níže můžeme sledovat jak pokles úrokových měr od roku 2013, tak opětovný znatelný nárůst od roku 2017. Současná hodnota Hypoindexu je 2,04% (k 12.11.2017), což je průměrná úroková sazba pro všechny typy hypotečních úvěrů.

⁴² Tisková zpráva ČNB ze dne 3.8.2017, online dne 12.11.2017 zdroj: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2017/20170803_menove_rozhodnuti.html

⁴³ Tisková zpráva ČNB ze dne 2.11.2017, online dne 12.11.2017 zdroj: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2017/20171102_menove_rozhodnuti.html



Graf 20 - Vývoj sazeb hypotečních úvěrů, zdroj: Fincentrum Hypoindex

Zákon č. 6/1993 o České národní bance kromě cíle cenové stability nařizuje ČNB sledovat a posuzovat rizika ohrožující finanční systém. Na základě tohoto zákonného nařízení tak ČNB vytváří tzv. makroobezřetnostní politiku. Ta má za cíl ochránit skrze pečlivý dohled ČNB finanční stabilitu země.⁴⁴ Součástí makroobezřetnostní politiky je stanovování tzv. proticyklické kapitálové rezervy. Tento nástroj slouží především jako ochrana finančního systému proti chování bankovního sektoru v období finančního cyklu. Nadměrná úroková expanze může způsobit kolísání celé ekonomiky což narušuje její stabilitu. Při zvýšení systémového rizika orgán zodpovědný za výkon makroobezřetnostní politiky zvýší tuto kapitálovou rezervu, kterou následně kumuluje bankovní sektor. V případě snížení tohoto rizika centrální orgán bez prodlení tuto rezervu snižuje. Existence těchto rezerv slouží jako tlumící prvek, který sníží šok, který se v případě selhání bankovního sektoru přenesení do ekonomiky s nižší razancí. Tato proticyklická rezerva byla poprvé v České republice vyhlášena v roce 2014. V současné době je její hodnota 0,5% rizikové expozice banky, ale již v současné době je vyhlášena nová sazba, a to 1% s platností od 1.7.2018 (hranice se stanovuje rok před vstupem v platnost, zejména z důvodu možné strukturální přípravy bankovního sektoru na toto zvýšení). Toto zvýšení má za cíl zajistit ochranu ekonomiky v případě zhroucení bankovního sektoru na pozadí současné úvěrové aktivity.⁴⁵

Dalším nástrojem makroobezřetnostní politiky je kapitálová rezerva ke krytí systémového rizika. Jedná se o rezervu, jejíž výše se liší dle významnosti jednotlivých

⁴⁴ Makroobezřetnostní politika, ČNB, online dne 8.12.2017, dostupné z:

https://www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/makroobezretnostni_politika/

⁴⁵ Proticyklická kapitálová rezerva, ČNB, online dne 8.12.2017, dostupné z:

https://www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/makroobezretnostni_politika/proticyklicka_kapitalova_rezerva/index.html

bank. Pád jakékoliv banky totiž může snížit důvěru v bankovní sektor jako celek. A proto se centrální banka snaží jak o stabilitu celého sektoru, tak o stabilitu všech bank na trhu působících, aby předešla případnému pádu některé z bank a případnému runu na banky, který by mohl mít fatální následky.⁴⁶ Dalším nástrojem je bezpečnostní kapitálová rezerva. Její výše je neměnná a slouží pro uchování kapitálu banky, je složena zejména kmenovým kapitálem banky. Jedná se o 2,5% z rizikové expozice každé z bank, které tvoří bankovní sektor v České republice.⁴⁷

ČNB v mimo makrobezpečnostní politiku provádí také mikrobezpečnostní politiku jejíž podstatou je v současné době korigovat negativní vliv nízkých úrokových sazeb na finanční stabilitu země. A proto se ČNB zaměřuje také na chování ekonomických subjektů na trzích a nejen skrze doporučení komerčním bankám a úvěrovým institucím, ale také díky informování veřejnosti o dalším vývoji ekonomiky se snaží toto chování optimalizovat.

Zpráva o finanční stabilitě

Centrální banka vydává každý rok tzv. Zprávu o finanční stabilitě. Skrze tuto publikaci nejprve přehledně shrnuje vývoj za poslední období a výhled do období následujících. Zpráva o finanční stabilitě prvotně nahlíží jak na regionální, tak na lokální makroekonomickou situaci. Dále podrobně rozebírá všechny aspekty domácí makroekonomické, jak jsou finanční trhy, domácnosti, nezaměstnanost aj.

Pro tuto práci jsou zprávy o finanční situaci v České republice důležité nejenom jako datová základna, ale zejména jako přehledný průvodce vývojem výhledu a analýz centrální banky, která je, jak již bylo uvedeno, hlavním orgánem, který trh směřuje kýženým směrem a je schopen ovlivnit situaci na různých trzích. V následující části bude tedy přehledně rozebrán vývoj zpráv o finanční stabilitě od roku 2011 do současnosti. Toto období bylo zvoleno zejména z toho důvodu, že se ekonomika od roku 2011 viditelně začíná obnovovat po krizovém období.

⁴⁶ Kapitálová rezerva ke krytí systémového rizika, ČNB, online dne 8.12.2017, dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/makrobezretnostni_politika/kapitalova_rezerva_ke_kryti_systemoveho_rizika/index.html

⁴⁷ Bezpečnostní kapitálová rezerva, ČNB, online dne 8.12.2017, dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/makrobezretnostni_politika/bezpecnostni_kapitalova_rezerva/index.html

V roce 2011 je možné v celé Evropě sledovat vyšší očekávání v oblasti růstu, než reálně ekonomiky rostou. Jedná se zejména o pomalé nastartování východních a jižních ekonomik, které se pomaleji vzpamatovávají ze šoku. V České republice, jak banky, tak pojišťovny bez větších problémů splňují nejprísnější testy, kterým je ČNB podrobuje a je tedy možné říci, že nehrozí přímé ohrožení trhu selháním ze stran bank a pojišťoven. Test likvidity, kterým ČNB testuje zejména riziko bilanční a tržní likvidity, je také v pořádku. Již v tomto období je možné ve Zprávě o finanční stabilitě sledovat doporučení ČNB, aby byla zvýšena pozornost v oblasti bydlení.

Hypoteční boom ještě není možné sledovat, avšak je třeba se dle ČNB do budoucna zaměřit na citlivost hypotečních úvěrů na změnu úrokových měr. A to nejen v souvislosti s výhledovým snižováním úrokových měr, ale zejména z důvodu poklesu reálných příjmů domácností. K tomu všemu zároveň roste zadlužení domácností a je nutné sledovat příjmový vývoj. Dalším důvodem, proč ČNB zvedá varovný prst nad trhem bydlení je nový trend v hypotečních úvěrech, tzv. floatingové úvěry. Tento trend je možné sledovat i na grafu č. 13, kde oranžová linka, označující floatingové úvěry, vystupuje z vývoje ostatních úvěrů. Jak nové, tak ty úvěry, kterým končí období fixace, mohou zvolit módní cestu floatingové úrokové míry, což ještě více zvyšuje citlivost hypotečních úvěrů na změnu úrokových měr.

Z hlediska makrobezpečnostní politiky je problémem zejména obecná nejistota v bilance komerčních bank. Zejména se jedná o reportovanou kvalitu aktiv, dostatečnost opravných položek vytvářených vůči potenciálním úvěrovým selháním a nepřiznání úvěrového rizika. Systémové riziko zůstává utlumené, jelikož se vazby mezi bankami nezvyšují a objem rizikových expozic se celkově snižuje. Indikátory cyklické složky naznačují, že finanční systém České republiky vstupuje do fáze mírného úvěrového oživení a je tedy možné očekávat zvýšenou úvěrovou aktivitu. Doposud je český bankovní sektor jedním z nejlikvidnějších v Evropě, vklady stále převyšují objemy poskytnutých úvěrů.

Rok 2012 nepřinesl v oblasti odolnosti bank významnou změnu, avšak oproti předchozímu vývoji se zvyšuje podíl úvěrových selhání u hypotečních úvěrů. Nepřispívá k tomu ani fakt, že ekonomiky v celé Evropě jsou stále ve fázi recese. A to zejména z důvodu snižujícím se reálným příjmům domácností. Ty na základě tohoto vývoje snižují svoji spotřebu a současně i úvěrovou aktivitu. ČNB se v České republice zaměřuje na mladé rodiny v Praze a Brně, které považuje za budoucí možnou hybnou sílu, která může

nastartovat větší úvěrovou aktivitu a tak rozpohybovat ekonomiku. V Evropě stejně jako v České republice sledujeme doposud klesající trend v cenách nemovitostí.

ČNB nepovažuje zhoršenou příjmovou situaci domácností za přímé riziko, avšak je třeba brát v potaz ohrožení nízkopříjmové části domácností. S nástupem mírné recese v roce 2012 se finanční cyklus z hlediska makrobezpečnostní politiky ponořil zpět do pesimistických očekávání a nízké úvěrové aktivity. I přes meziroční stagnaci objemu nových hypotečních úvěrů se jeví objem hypotečních úvěrů vůči HDP v ekonomice jako optimální, tedy jejich růst odpovídá dlouhodobému vývoji HDP. Zdroje systémového rizika se s postupným propojováním jednotlivých složek finančního sektoru začínají zvyšovat. Největší provázanost lze sledovat mezi nebankovními finančními institucemi a fondy. Hlavním rizikem, na který poukazuje ČNB, je možnost skokového zvýšení úrokových sazeb z důvodu zhoršení úvěrového portfolia.

První zprávy o oživení české, potažmo evropské ekonomiky, ČNB zařazuje do Zprávy o finanční stabilitě pro rok 2013, konkrétně jeho závěr. Banky a pojišťovny jsou stále pevnou a jistou součástí české ekonomiky, která se začínám probouzet z období recese. S obecnou růstovou náladou banky začínají uvolňovat úvěrové standarty a je možné očekávat úvěrovou expanzi. ČNB tyto kroky zaznamenává a zvyšuje svou makroekonomickou obezřetnost. Centrální banka doporučuje komerčním bankám a úvěrovým institucím přísně hodnotit bonitu klientů a jejich schopnost přidělený úvěr řádně splácet společně s přidělováním vhodných rizik hypotečním úvěrům.

Reálné příjmy domácností zaznamenaly stagnaci, avšak zejména díky uvolnění úvěrových standardů se jejich zadlužení zvýšilo. V konečném důsledku to ale nemusí znamenat negativní vývoj, jelikož úrokové sazby se v průběhu roku snížily, a tak se významně nezměnilo splátkové zatížení domácností. Slabým článkem jsou stále pouze nízkopříjmové domácnosti, kterým se však zadlužení významně nezměnilo. ČNB v souvislosti se ztřešenou makrobezpečnostní politikou provedla analýzu, jejíž výsledkem je zjištění, že skokové zvýšení úrokových měr nebude mít velký dopad na předlužení domácností. Pro toto období je tedy možné říci, že hypoteční trh vyhovuje doporučením centrální banky a komerční banky dále neuvolňují úvěrové standarty společně s adekvátním přidělováním rizik hypotečním úvěrům a vhodnou strukturou hypotečních úvěrů.

ČNB tedy nadále upozorňuje na možná rizika z důvodu potenciálního zhoršení úvěrového portfolia. Kromě toho se však zaměřuje také na způsob hodnocení rizik ze stran

pojišťoven a družstevních záložen, které vykazují dlouhodobě vyšší rizikovost oproti komerčním bankám. Dalším přímým rizikem skokového zvýšení úrokových sazeb by mohlo být snížení hodnoty penzijních fondů, které se z velké části skládají ze státních dluhopisů jejichž hodnota by skokově klesla. ČNB také poprvé zaznamenává přehřívání nemovitostních trhů v zahraničí, avšak riziko podobného vývoje v České republice je dle ČNB poměrně nízké. Dalším makrobezpečnostním nástrojem, který chce ČNB legislativně prosadit je možnost stanovit maximální možnou výši hypotečních úvěrů ve smyslu maximální výše úvěru vůči hodnotě zastavené nemovitosti (LTV).

V souvislosti s pozitivním vývojem ekonomiky a zdravou úvěrovou aktivitou klesly úrokové míry v roce 2014 na historické minimum. V ekonomice je možné sledovat pozitivní očekávání v oblasti růstu a prosperity. S touto situací na trhu se pojí, jak bylo možné sledovat na příklad USA, zejména riziko uvolňování úvěrových standardů, nekontrolovaný hypoteční boom a nárůst rizika úvěrových selhání. ČNB hodnotí úvěry jako jedno z možných systémových rizik, proto doporučuje opětovné zpřísnění kritérií pro přidělení hypotečního úvěru žadateli. Jak banky, tak pojišťovny nadále drží své jisté postavení.

Domácnosti také pocítují tržní euforii a reálné příjmy začínají růst, což přispívá zejména k ekonomické aktivitě, ale také udržitelnosti dluhu a zejména stabilnějšímu finančnímu postavení domácností. Ceny nemovitostí rostou pouze v nejžádanějších oblastech jako je Praha nebo například Brno. V Praze se začínají objevovat investiční nákupy nemovitostí. Na druhé straně se jako vyrovnávací cenový mechanismus začíná v Praze zvyšovat bytová výstavba.

Doporučení makrobezpečnostní politiky zahrnují pro rok 2014 zejména dostatečnou kapitálovou přiměřenost bankovního sektoru, a to zejména z důvodu potenciální možnosti absorpce šoku ze skokového zvýšení úrokových sazeb. ČNB poprvé uplatňuje sadu doporučení úvěrovým institucím vůči začínajícímu přehřívání realitního trhu. Pro penzijní společnosti stejně jako pro úspěšné žadatele o hypoteční úvěr však v ekonomice stále existuje úvěrové riziko.

Pojišťovny se v roce 2015 v očích ČNB poprvé dostaly do problémů, jelikož se poprvé staly citlivé na úrokové riziko. Na druhé straně banky stále těmto rizikům úspěšně odolávají. Zejména další růstový trend ekonomiky přispívá k dalšímu uvolňování úvěrových standardů. Proto ČNB přistupuje z důkladnému přezkoumávání postupu bank

při vyčíslování hodnot zajištění (LTV). Jedná se zejména o to, čím žadatel za svůj úvěr ručí.

Zdražování nemovitostí je možné sledovat v celé Evropě a jedním z možných vysvětlení tohoto zdražování jsou uvolněné měnové podmínky centrální banky v Evropě. Růst cen nemovitostí a sbližování nabídkových a realizovaných cen může znamenat nebezpečné roztočení cenové spirály. Již v roce 2015 jsou ceny nemovitostí v České republice hodnoceny jako mírně nadhodnocené (přibližně 5%).

Klesá nezaměstnanost, reálné příjmy domácností dále rostou společně s jejich zadlužením. Domácnosti se zadlužují zejména skrze hypoteční úvěry, ale žadatelé s nižšími příjmy, kteří nesplňují úvěrové standardy pro hypoteční úvěry, volí spotřebitelské úvěry, které chtějí použít na bydlení. U hypotečních úvěrů je možné zaznamenat růst v délce fixace, a to přibližně na 4,5 roku. To je samo o sobě pozitivní ukazatel, který by vypovídal o nízké citlivosti na změnu úrokových měr, jelikož 4,5 roku je adekvátní doba, za kterou je možné přizpůsobit příjmy novým úrokovým mírám. Ale na trhu, jak již bylo řečeno, existuje velké množství hypotečních úvěrů s floatingovou úrokovou mírou a dále je zde nemalý počet spotřebitelských úvěrů, které úrokovou mírou reagují s menší zpožděním, avšak relativně rychle. Tato situace na trhu s bydlením je dle ČNB rizikem, jelikož skokové zvýšení úrokových měr by vedlo ke ztrátám z hypotečních úvěrů. Ceny nemovitostí rostou v celém regionu. Nejedná se o rovnoměrný růst ve všech oblastech, velká města zaznamenávají významnější růst cen (největší růst cen v Praze).

V prostředí dlouhodobě nízkých úrokových sazeb a rostoucích cen nemovitostí se začíná vytvářet rizika pro celkovou finanční stabilitu ekonomiky. Se zvyšujícím se zadlužením domácností roste riziko úvěrových a příjmových šoků. S rostoucím objemem úvěrů, zejména na bydlení a výstavbu, se začíná roztáčet spirála mezi cenami nemovitostí a objemem hypotečních úvěrů na jejich pořízení. Úvěrové instituce čelí v prostředí nízkých úrokových sazeb tlaku na svou ziskovost. Tento tlak je nutí přijmout vyšší úvěrová rizika a tím pádem uvolňují úvěrové standardy, což zvyšuje další tržní rizika. V prostředí dlouhodobě nízkých úrokových sazeb přistoupila ČNB na zvýšení proticyklické kapitálové rezervy na 0,5% rizikových expozic s platností od 1.1.2017 (doposud na 0,0%). Cílem tohoto opatření je navýšení rezerv pro případnou absorpci šoku ze skokového zvýšení úrokových sazeb v budoucnu.

V současné době pojišťovny stále vykazují mírně rizikovější strukturu aktiv a vyšší citlivost na úrokové riziko, ale bankovní sektor zůstává stabilní. Ekonomika

pokračuje v nastaveném tempu růstu, a to jak v Evropě, tak zejména v České republice. ČNB přistupuje k doporučení snížení maximální LTV hodnoty úvěru. Nejprve k 95% hodnoty zajištění a následně na 90% hodnoty zajištění. Tento krok má vést k mírnému zchlazení trhu s úvěry na bydlení a tím pádem ke zmírnění či zastavení růstu cen nemovitostí. Dalším důvodem je snížení rizikovosti úvěrů, protože úvěry se 100% LTV volí zejména rizikovější klienti.

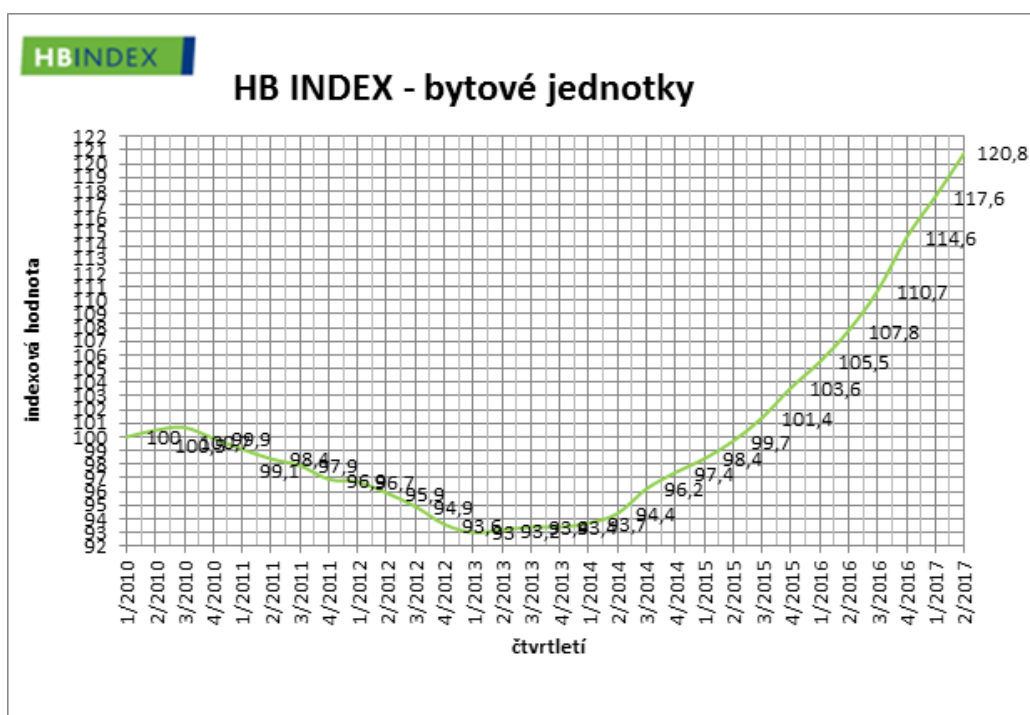
Růst cen zrychluje jak u nemovitostí, tak i u pozemků. Tento růst je rychlejší než růst reálných příjmů, tím pádem dochází ke zhoršování dostupnosti vlastního bydlení. ČNB předpokládá na základě makroekonomických doporučení postupné ochabnutí růstu těchto cen a možný návrat k tržním hodnotám. V oblasti přidělování úvěrů ČNB doporučuje komerčním bankám a úvěrovým institucím v rámci posuzování splnění podmínek pro přidělení úvěru sledovat u žadatele ukazatele DTI a DSTI. DTI neboli Debt-to-income, tedy vztah zadlužení žadatele vůči jeho příjmu. DSTI neboli Debt service-to-income, tedy vztah dluhové služby úvěru vůči příjmu žadatele. Zvláštní pozornost při posuzování nároku na přidělení úvěru doporučuje ČNB, pokud je hodnota DTI více než 8 a hodnota DSTI překračuje 40%. V rámci makrobezpečnostní politiky ČNB 1.7.2017 zvyšuje sazbu proticyklické kapitálové rezervy na 1% (o 0,5 p.b.). Za tímto zvýšením stojí zejména konstatní a rychlý růst úvěrů. Se zvyšujícím se systémovým rizikem proto ČNB navyšuje tuto sazbu, aby ochránila ekonomiku před možným rizikem ze strany bankovního sektoru. K tomuto kroku přistupuje v období růstu, jelikož v dobrých časech je snadnější vytvořit rezervu na časy horší.⁴⁸ Největším rizikem je stále roztáčení spirály mezi cenami nemovitostí a úvěry na jejich pořízení. Snaha o legislativní ukotvení možnosti stanovit maximální možné LTV pro hypoteční úvěry nestihlo před volbami projít sněmovnou, a proto se tato možnost odsouvá a je odpovědností nové vlády tento nástroj makrobezpečnostního dohledu legislativně ukotvit.

3.3. HPI index

House Price index, neboli index cen nemovitostí v České republice mimo jiných sestavuje jako HB index i Hypoteční banka. Hypoteční banka představila index vývoje cen nemovitostí v České republice v dubnu roku 2011. Tento ukazatel je založen na reálných odhadech tržních cen nemovitostí, které si prostřednictvím hypotečního úvěru

⁴⁸ Tisková konference ke zveřejnění 13. ZFS, ČNB, online dne 8.12.2017, dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/rusnok_frait_20170613_zfs_2016-2017.pdf

pořídili klienti Hypoteční banky. Tržní ceny jsou mnohem přesnější než ceny nabídkové, které klienti nalézají například v katalogích realitních kanceláří. HB INDEX je zkonstruován s využitím hedonického modelu, který sleduje až 30 různých parametrů nemovitostí. Do modelu vstupují údaje získané z odhadů cen nemovitostí, které jsou předmětem hypotečních úvěrů od Hypoteční banky.⁴⁹ Index sleduje vývoj cen na 3 typech nemovitostí, a to na bytových jednotkách, rodinných domech a pozemcích. Jako bazická hodnota je vždy rok 2010, pro něhož je zvolena výchozí hodnota 100%.



Graf 21 - Vývoj cen bytových jednotek v ČR,

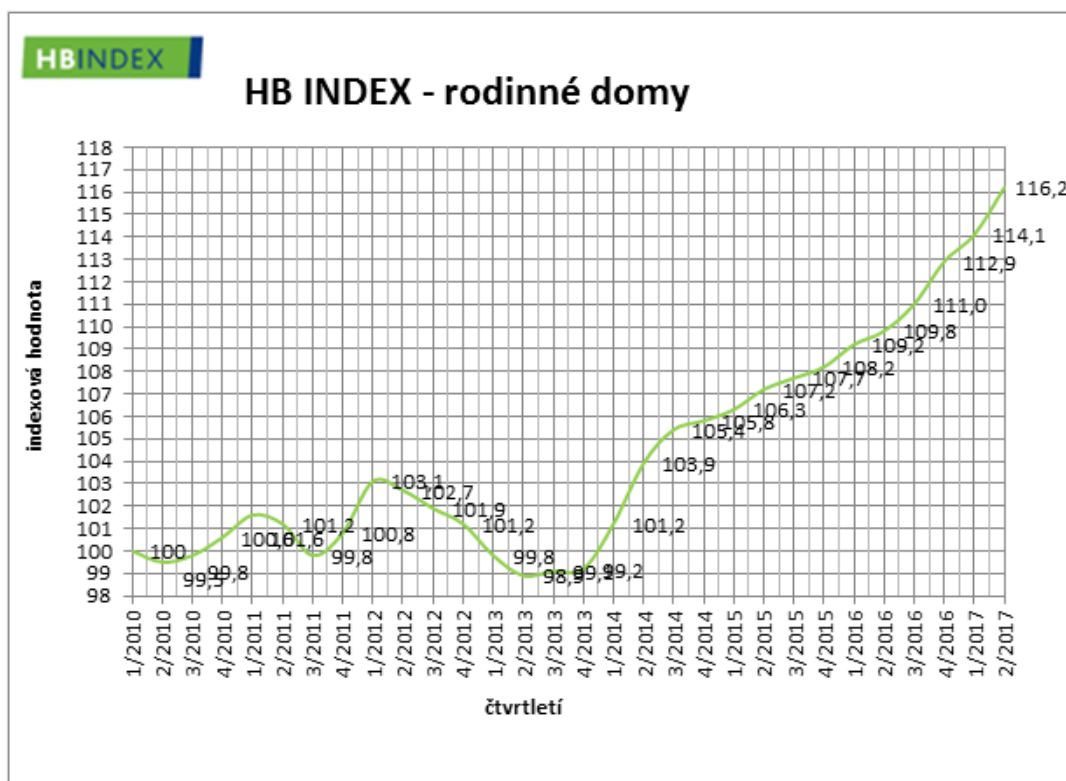
zdroj: <https://www.hypotecnibanka.cz/o-bance/pro-media/hb-index/rust-cen-nemovitosti-zrychluje-nejvice-u-bytu/>

U bytových jednotek je mezi lety 2010 a 2014 jasně viditelný klesající trend. Ten je ovlivněn zejména převyšující nabídkou na poptávku. Opětovné nastartování růstu cen bytových jednotek po roce 2014 souviselo především se zvyšující se poptávkou v Praze a středních Čechách. V roce 2015 poprvé růst cen bytových jednotek překračuje růst inflace a míří k hodnotám z roku 2010. Tohoto trendu také začínají využívat developéři, kteří na nových projektech nadsazují ceny a věří v pozitivní náladu na trhu.⁵⁰

⁴⁹ HB index Hypoteční banky, online dne 12.11.2017 z: <https://www.hypotecnibanka.cz/o-bance/pro-media/hb-index/ceny-rezidencnich-nemovitosti-mezirocne-1/>

⁵⁰ HB index Hypoteční banky, online dne 12.11.2017 z: <https://www.hypotecnibanka.cz/o-bance/pro-media/hb-index/ceny-rezidencnich-nemovitosti-mezirocne-1/>

Ve 3Q 2016 je hodnota meziročního růstu bytových jednotek na hodnotě 9,3 procentního bodu a Praha začíná čelit problému zužující se nabídky bytů, kdy byty s cenovkou 50 000/m² již nejsou k dispozici.⁵¹ Další růst ve Q2 2017 pouze potvrzuje stabilní poptávku po bytech nejenom v Praze, ale regionech po celé České republice.



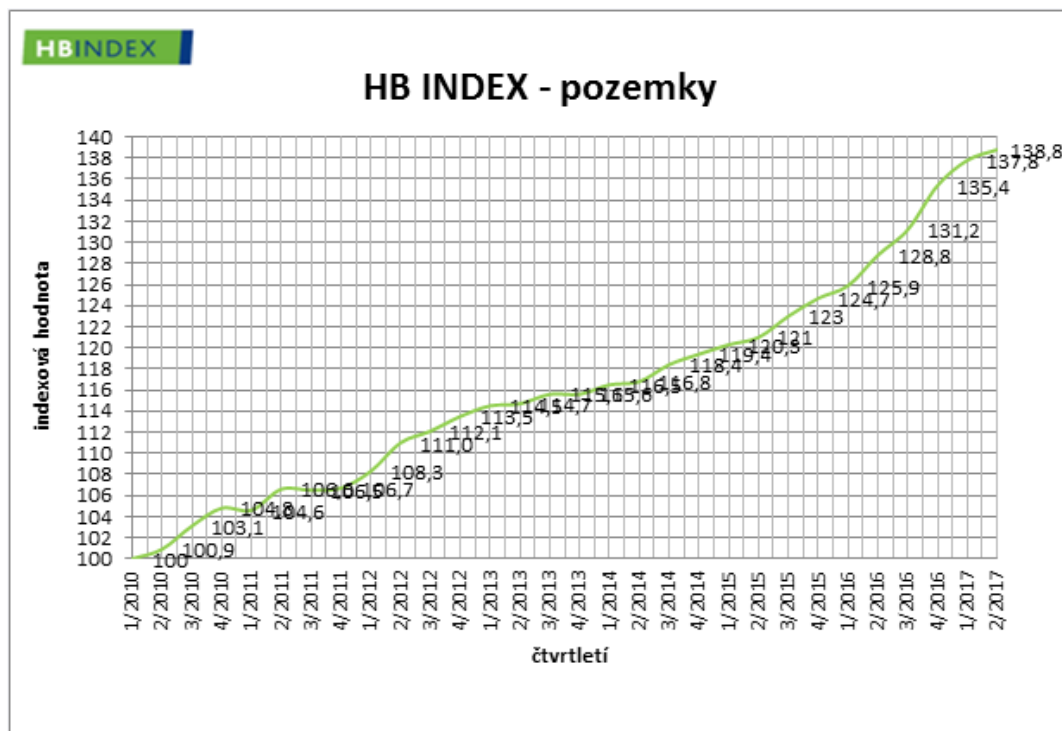
Graf 22 - Vývoj cen rodinných domů v ČR,

zdroj: <https://www.hypotecnibanka.cz/o-bance/pro-media/hb-index/rust-cen-nemovitosti-zrychluje-nejvice-u-bytu/>

Oproti klesajícímu trendu v první polovině 2. dekády 21. století u bytů, ceny rodinných domů kolísaly až do roku 2013 kolem hodnot z let 2010. Jednalo se zejména o výhodné podmínky financování a trend bydlení v domě, oproti bytům. Následný růst od roku 2014 nejdříve doháněl ceny bytů, proto je možné sledovat růst o 4 procentní body v prvním pololetí roku 2014 a následné vyrovnání trendu cen domů a bytů.

Ceny pozemků jsou dle HB indexu nejstabilnější. Meziročně se jedná o srovnatelné nárůsty, které jsou na úrovni inflace, či mírně nad ní.

⁵¹ HB index Hypoteční banky, online dne 12.11.2017 z: <https://www.hypotecnibanka.cz/o-bance/pro-media/hb-index/silna-poptavka-zvysuje-ceny-nemovitosti/>



Graf 23 - Vývoj cen pozemků v ČR,

zdroj: <https://www.hypotecnibanka.cz/o-bance/pro-media/hb-index/rust-cen-nemovitosti-zrychluje-nejvice-u-bytu/>

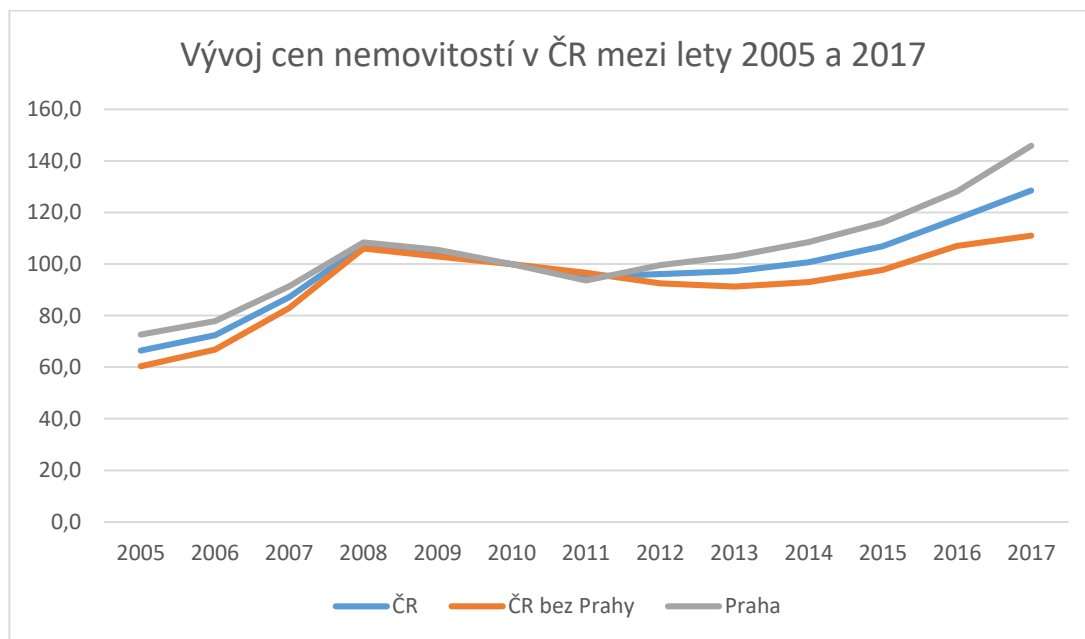
Doposud byla provedena analýza vývoje cen nemovitostí dle HB indexu od roku 2010 na základě realizovaných cen. Na základě této analýzy byl potvrzen trend rostoucích cen nemovitostí, který v posledních letech překračuje inflační růst. Kromě cen realizovaných, které jsou tvořeny střetem nabídky a poptávky na trhu, na trhu existují i ceny nabídkové.

Graf níže je sestaven z dat ČNB o vývoji nabídkových cen všech nemovitostí v České republice. Pro větší přehlednost a eliminaci zkreslení je v grafu jak celkový vývoj, tak vývoj v hlavním městě (kde můžeme předpokládat jiný vývoj než ve zbytku republiky) a ostatních regionech. Jako bazický rok je opět zvolen rok 2010. V předkrizovém období je možné sledovat odlišný vývoj cen v Praze a zbytku republiky, kdy ceny v Praze tvořily 73% báze z roku 2010 a ceny ve zbytku republiky pouze 60%. V následné ekonomické krizi došlo ke sladění cen v celé republice a tento trend bylo možné sledovat až do roku 2012.

V roce 2012 došlo ke skokovému nárůstu cen v Praze, kdežto ceny ve zbytku republiky pokračovaly v postupném poklesu. Ceny nemovitostí v České republice, kromě Prahy, začaly růst až v roce 2015 a do dnešního dne nejsou stejné, jako v hlavním městě.

Pro náhled vývoje HPI indexu je níže přiložený graf. Z něj je možné vyčíst, že ceny nemovitostí rostly v předkrizovém období podobným tempem v celé České

republiky (ceny v Praze ale byly i předkrizovým obdobím vyšší než ve zbytku regionů). Přelom let 2008 a 2009 znamenal pro ceny nemovitostí na dlouhou dobu hraniční hodnoty, protože následná krize donutila jak majitele nemovitostí, tak developery snížit ceny až o 25% v roce 2012 oproti hodnotám předkrizovým. Následné již avizované oživení české ekonomiky je na grafu možné sledovat přibližně od roku 2013. Toto oživení přineslo v následujících 4 letech růst cen nemovitostí v Praze o 46%, v regionech o 11% a průměrný růst cen v celé České republice se zastavil na 29% v roce 2017.



Graf 24 - Vývoj cen nemovitostí (Q4 2010 = 100%), zdroj: ČSÚ

Mnozí analytici před takto rychlým růstem cen nemovitostí varují a domnívají se, že tak prudkým nárůstem stojí příliš dlouhá stavební řízení. Lukáš Kovanda, analytik společnosti Cyrrus, poukazuje i na měnovou politiku ČNB, která intervencemi z roku 2013 poslala úrokové sazby k technické nule a podpořila tak hypoteční úvěry na úkor jiných investičních nástrojů.⁵²

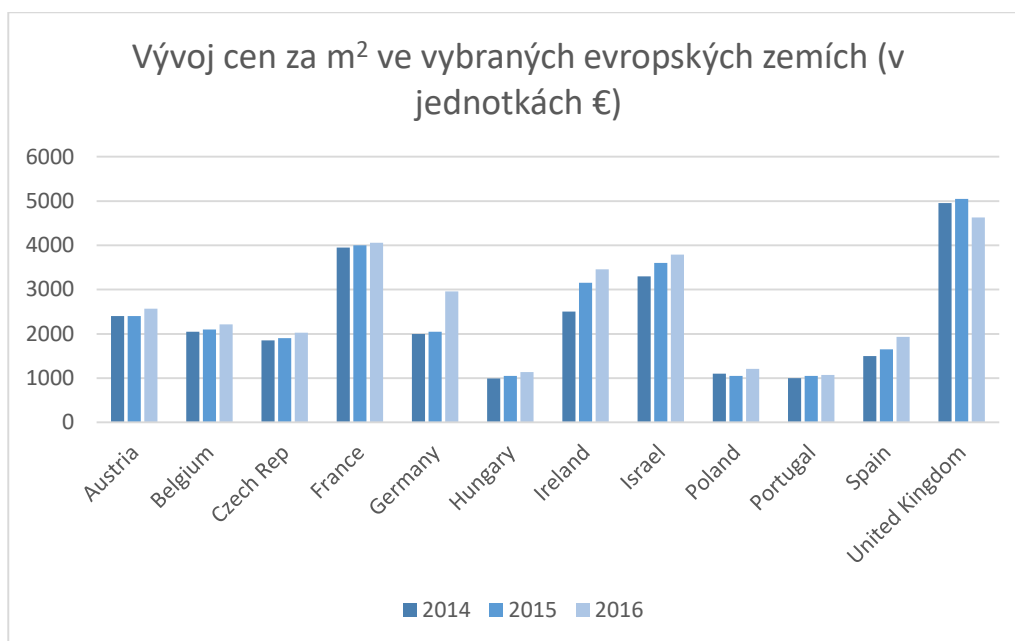
Situace v Evropě

Přehled o dlouhodobém vývoji nemovitostního trhu již několik let v řadě poskytuje analýza Property Index společnosti Deloitte, která porovnává ceny nemovitostí

⁵² Aktuálně.cz, Ceny bytů a domů v Česku rostou nejrychleji v celé EU. Situace je varovná, říká analytik, online dne 24.11.2017, dostupné z <https://zpravy.aktualne.cz/ekonomika/ceny-bytu-a-domu-v-cesku-rostou-nejrychleji-v-cele-eu-situac/r~bd2377666c8c11e79c3f0025900fea04/?redirected=1511602810>

jak v evropských zemích, tak v metropolích Evropy. Pro tuto práci je možné z Property index analýz využít hned několik.

První analýzou je analýza vývoje cen nemovitostí ve vybraných zemích Evropy. Pro srovnatelnost výsledků byla data sledována jako cena za metr čtvereční obytné plochy. Jak je z grafu níže viditelné, ve všech vybraných zemích ceny nemovitostí v období mezi lety 2014 a 2016 rostly. Jedinou výjimkou je Spojené království, kde pokles mezi lety 2015 a 2016 zapříčinila zejména apreciace Eura vůči britské Libře (Euro posílilo o 14,9%). Pokud by k tomuto významnému posílení nedošlo i ve Spojeném království by naše analýza zaznamenala růst cen nemovitostí.

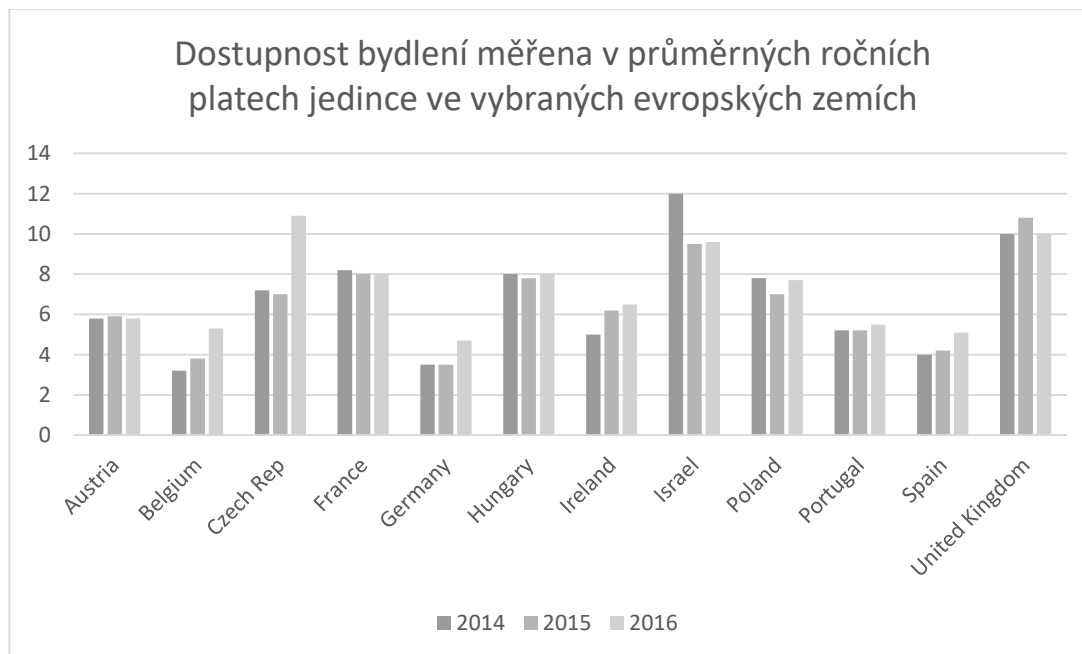


Graf 25- Vývoj cen za m² ve vybraných evropských zemích, vlastní zpracování z dat Property index společnosti Deloitte

Z dat je tedy možné říci, že v celé Evropě cena nemovitostí stoupá. Za tímto vývoje může stát měnová politika centrálních bank, která nastavuje nízké úrokové míry, které zvýhodňují hypoteční úvěry a podporuje tak aktivitu na realitním trhu.

Následující graf poskytuje náhled na vývoj dostupnosti bydlení ve vybraných zemích Evropy. Kromě toho, že jsem si již řekli, že ceny nemovitostí rostou plošně v celé Evropě (různými meziročními tempy), tak je důležité zanalyzovat, zda je tento růst zapříčiněn pouze měnovou politikou centrálních, nebo zda k tomu přispívá i výborná ekonomická situace v Evropě. Pokud by tento růst byl zapříčiněn zejména pozitivní situací v ekonomice, potom můžeme předpokládat, že by společně s růstem cen

nemovitostí rostly i mzdy. Proto můžeme stanovit i jednoduchou premisu, kdy, s přímým vlivem situace v ekonomice na růst cen nemovitostí neporoste jejich relativní dostupnost měřena průměrným ročním příjmem jedince v dané ekonomice.



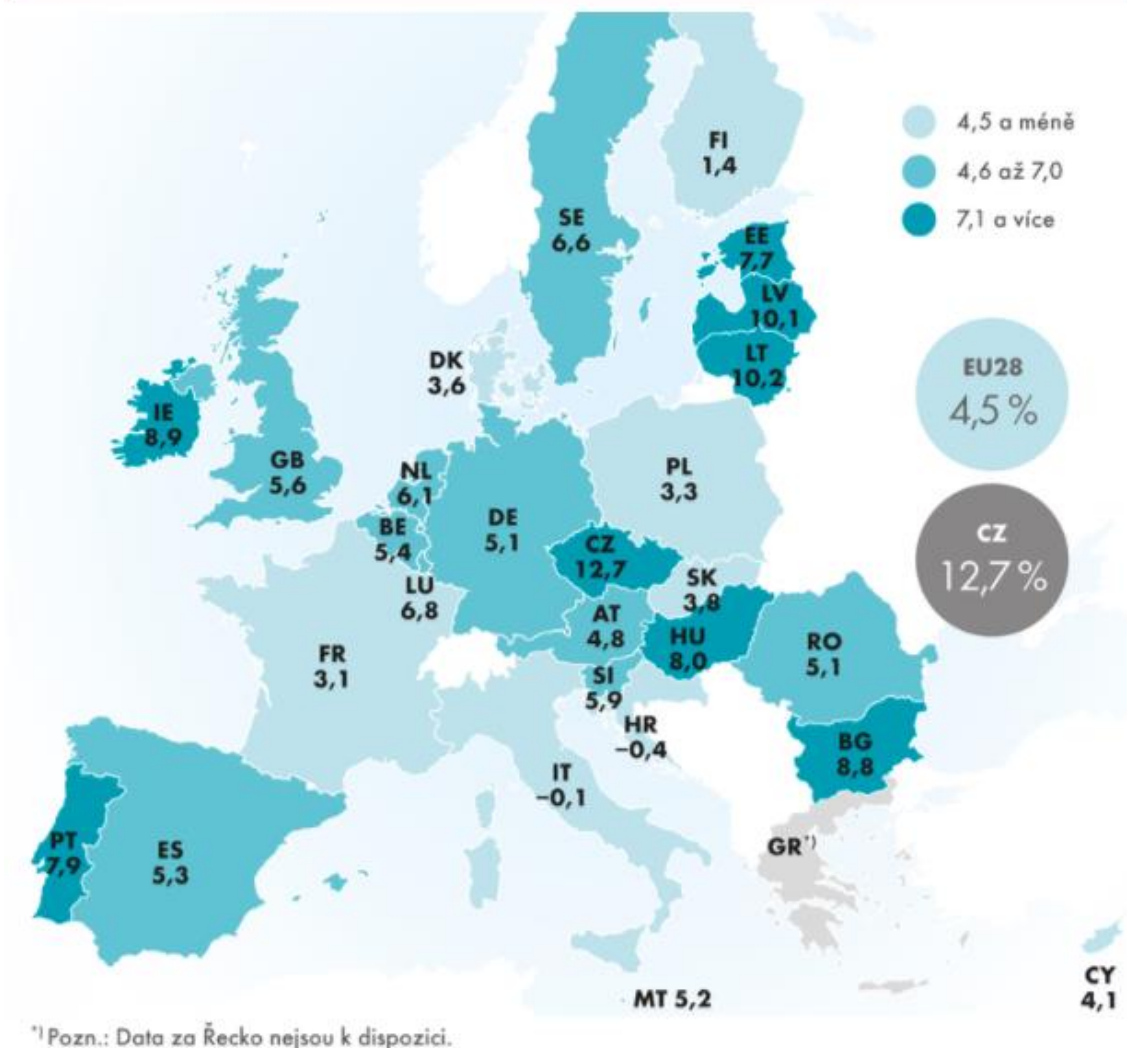
Graf 26 - Dostupnost bydlení měřena v průměrných roční platech jedince ve vybraných evropských zemích, vlastní zpracování z dat Property index společnosti Deloitte

Tato analýza již neukazuje tak konzistentní závěry jako analýza předchozí. Zatímco například v Izraeli došlo i přes postupné zdražování nemovitostí k výraznému zvýšení jejich dostupnosti (lze tedy předpokládat výrazné zvýšení průměrné mzdy v Izraeli mezi lety 2014 a 2015), na druhé straně jsou země jako Španělsko, Německo, Belgie, Spojené království (zde je třeba opět poukázat na apreciaci Eura oproti britské Libře) a Česká republika, kde růst průměrné mzdy nekoreloval s růstem cen nemovitostí a dostupnost nemovitostí se tak výrazně zhoršila.

Pokud k analýze celkového vývoje trhu nemovitostí dle data společnosti Deloitte připojíme data, která publikovat Eurostat za 1. čtvrtletí roku 2017, můžeme vidět, že meziročnímu růstu indexu cen nemovitostí jednoznačně dominuje Česká republika, ve které došlo meziročně k nárůstu cen nemovitostí o 12,7%. Oproti tomu růst průměrné mzdy za stejné období zaznamenal růst pouze 5,3%⁵³.

⁵³ Kurzy.cz, Mzdy, online dne 23.11.2017 z <http://www.kurzy.cz/makroekonomika/mzdy/>

Meziroční růst indexu cen nemovitostí, 1. čtvrtletí 2017



Obrázek 1 - Meziroční růst indexu cen nemovitostí, zdroj: Statistika a My, měsíčník ČSU, online dne 24.11.2017
dostupný z: <http://www.statistikaamy.cz/2017/09/ceny-nemovitosti-v-eu-rostou/>

Pro srovnání německé ceny nemovitostí vzrostly ve sledovaném období o 5,1% oproti růstu průměrné mzdy o 2,6%⁵⁴.

Z data a analýz o vývoji cen na realitním trhu v Evropě je možné stanovit dílčí závěr, a to takový, že nadměrný růst cen nemovitostí je možné sledovat ve střední a západní Evropě. Vývoj cen nemovitostí je rychlejší než růst mezd a proto se zhoršuje dostupnost bydlení v daném regionu. Této situaci nepřispívá ani mírná měnová politika

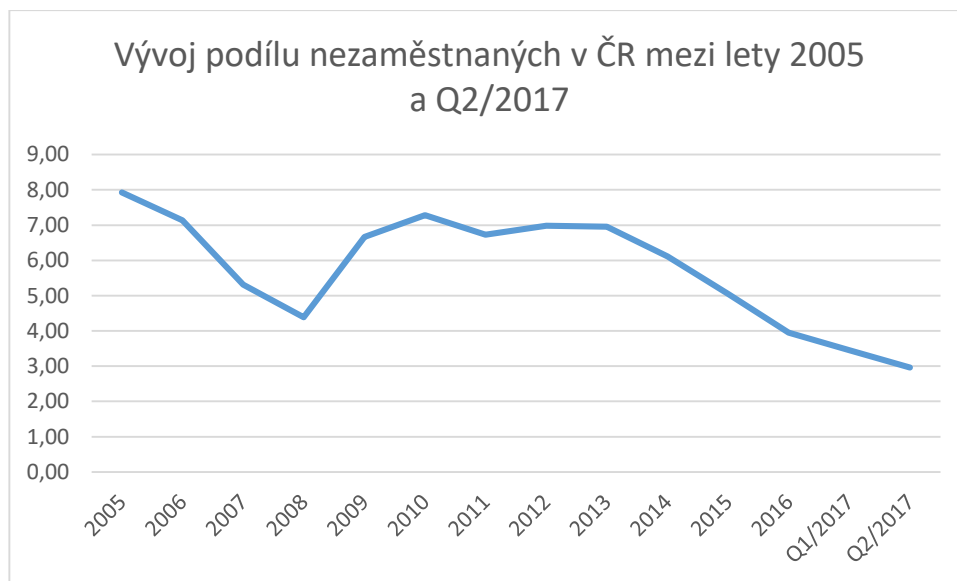
⁵⁴ German wages, Tradingeconomics.com, online dne 23.1.2017 z <https://tradingeconomics.com/germany/wages>

centrálních bank daného regionu (ČNB, ECB, Bank of England), kdy nastavené nízké úrokové míry podporují růst realitního trhu, podporují investiční nákup nemovitostí a upozadují jiné investiční nástroje.

3.4. Nezaměstnanost

Ministerstvo práce a sociální věcí v roce 2013 změnil metodiku výpočtu nezaměstnanosti, respektive Podíl nezaměstnaných osob. Oproti předchozímu výpočtu nezaměstnanosti, tedy podílu nezaměstnaných osob ve věku 15-64 let na počtu všech ekonomicky aktivních osob ve věku 15-64, se od roku 2013 počítá podíl nezaměstnaných osob mezi 15-64 vůči všem osobám ve stejné věkové kategorii. Za touto změnou je především snaha sjednotit metodiku pro srovnatelnosti v rámci regionu Evropy a dosahovat stejných výsledků, které prezentuje Eurostat.

Graf níže je sestaven z přepočítaných dat dle nové metodiky aby bylo možné sledovat nezkreslený trend v nezaměstnanosti v České republice. Pozitivní vývoj nezaměstnanosti od roku 2005 zastavila a skokově navýšila celosvětová krize, která donutila velké množství firem rušit nepotřebná pracovní místa s cílem ušetřit peníze na pokrytí ztrát. I přes to nejvyšší naměřená hodnota (7,28%) v roce 2010 byla stále nižší než hodnota z roku 2005 (7,93%). Od roku 2010 se nezaměstnanost neměnila, důvodem je především recesivní stav pokrizové ekonomiky a všeobecná opatrnost (zejména ve vytváření nových pracovních míst a investicích do nich). Oživení české ekonomiky v roce 2013 znamenalo příliv cizího kapitálu a vytváření nových pracovních míst a postupné snižování nezaměstnanosti až na dnešní hodnotu kolem 3%. Je možné nezaměstnanost ještě snížit? V současné době je na trhu přibližně kolem 270 000 nezaměstnaných a 200 000 pracovních, je tedy na místě předpokládat určitou míru dobrovolné nezaměstnanosti a neochotu se za práci stěhovat. A proto je racionální předpokládat spíše stagnaci či mírný nárůst nezaměstnanosti v České republice než její další klesání. Jedná se totiž o nejnižší hodnotu od vzniku samostatného státu.

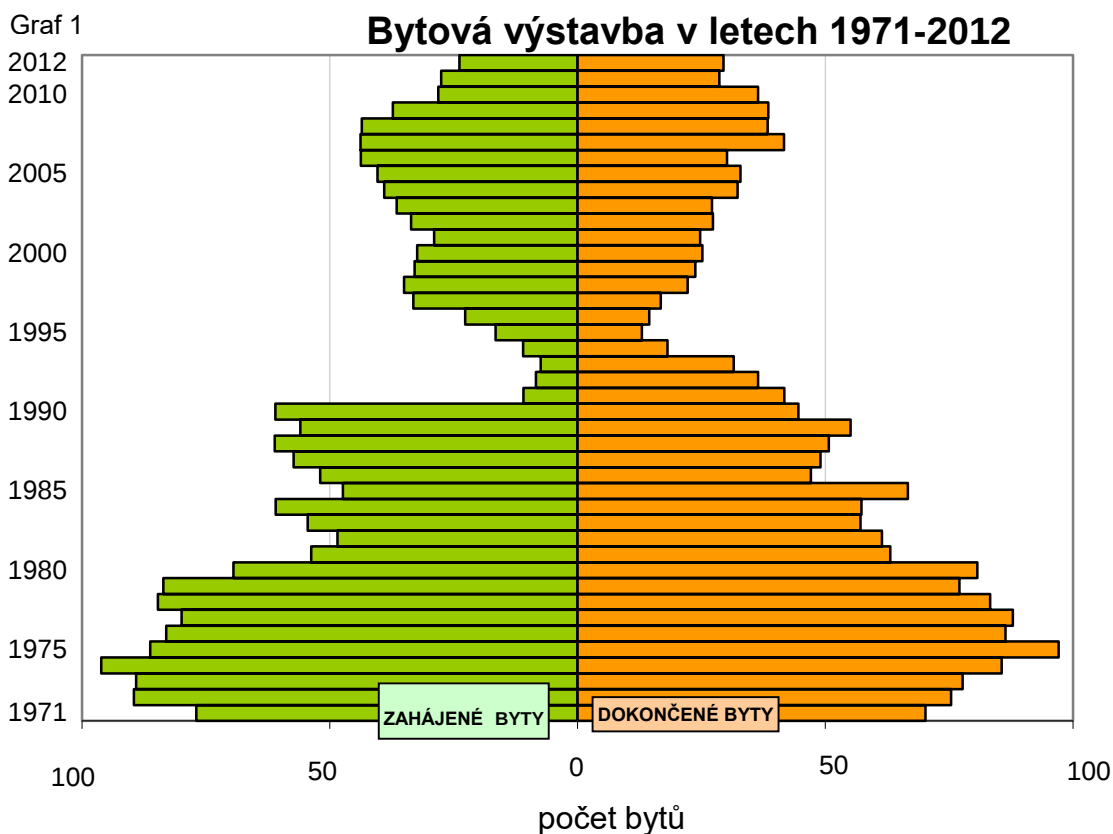


Graf 27 - Vývoj podílu nezaměstnaných v ČR mezi lety 2005 a Q2/2017, zdroj: MPSV

3.5. Výstavba

V předchozích částech této práce byla rozebrána poptávková strana daného tématu. Oproti poptávce ale existuje nabídka. V našem případě se jedná zejména o nabídku bytů a domů na nemovitostním trhu. Tuto nabídku tvoří buď majitelé, kteří nemovitost vlastní, a nebo v poslední době velmi rozšířený způsob nabídky nemovitostí přímo developerem, který danou nemovitost staví/vystavěl.

Pro plnou představu o vývoji a změnách na nemovitostním trhu v České republice je třeba se vrátit téměř 3 dekády zpět. Po pádu komunismu, tedy ze stavu, kdy velká část nemovitostí nebyla v osobním vlastnictví, se začaly postupně byty skrze privatizace dostávat byty a domy do osobního vlastnictví. Tento převod byl pozvolný avšak důsledný a konstantní, jelikož v roce 2015 dle ČSÚ je 80% všechny nemovitostí (neřadíme zde komerční nemovitosti) v osobním vlastnictví.



Graf 28 - Vývoj bytové výstavby v letech 1971-2012 v ČR,
zdroj: ČSÚ

Na grafu výše je jasně viditelná bytová politika minulého režimu. Masová výstavba převážně panelových domů, která v některých krajských městech i v roce 2017 tvoří obří sídliště nevzhledných domů s vysokou koncentrací nejenom lidí, ale také automobilů. Druhým jevem, který je možné sledovat v grafu výše je přibližná délka výstavby jednotlivých bytů. Nejlépe viditelná délka výstavby je v roce 1974, respektive 1975, kdy byl dokončen přibližně stejný počet bytů, jako byl předchozí rok zahájen. Jedná se o zjednodušenou premisu, jelikož podrobná data pro tato období nejsou k dispozici, avšak do roku 1990 je možné sledovat jak v levé, tak v pravé části téměř podobný vývoj (vpravo o rok posunutý). Kdežto po roce 1990 byla bytová výstavba významně zpomalena. Jedním z důvodů byla situace na trhu, kdy na jedné straně začalo fungovat tržní prostřední demokratického zřízení, na druhé straně převládala nízká kapitálová vybavenost tržních subjektů a všeobecná opatrnost. Dalším důvodem byla situace v oblasti zákonů (komplikované vyřizování stavebních povolení a jiných potřebných úředních dokumentů), ale také nadměrná nabídka oproti poptávce. Mírné oživení přinesla zvýšená výstavba po roce 1995 a dále rostla až do roku 2007. I přes toto oživení se počet dokončených bytů dramaticky nezvýšil, můžeme tedy přepokládat průběžné dokončování

zahájených bytů a proměnlivou délku jejich výstavby. Nemovitostní trh ekonomická krize v roce 2008 paralyzovala, avšak na bytové výstavbě se krize projevila mírným snížením výstavby na úrovni přelomu století. Tato relativně nevýrazná reakce má však důsledek v procesu, který předchází zahájení výstavby. Tímto procesem je stavební povolení a územní plán.

Jak již bylo řečeno, jedním z důvodů proč tak výrazně klesla bytová výstavba po pádu komunismu, bylo vhodné nastavení bytové politiky, územního plánu a s tím související stavební povolení. Bohužel neexistují statistiky průměrné délky vyřízení stavebního povolení, avšak odborníci říkají, že v dnešní době je délka řízení o přidělení stavebního povolení například na bytový dům v horizontu 7-9 let⁵⁵. Tento fakt můžeme označit jak za negativní faktor situace na nemovitostním trhu, tak za faktor pozitivní. Negativním faktorem proto, protože zmíněná délka řízení znemožňuje pružněji reagovat na tržní poptávku. Pozitivním faktorem, protože zmíněná délka řízení znemožňuje reagovat pružněji na tržní poptávku. Výsledkem je tedy snížená elasticita nabídky, ale tato snížená elasticita je mimo jiné také pozitivní, protože omezuje investiční výstavbu, která při špatném načasování vede k úvěrovým ztrátám ze stran developerů.

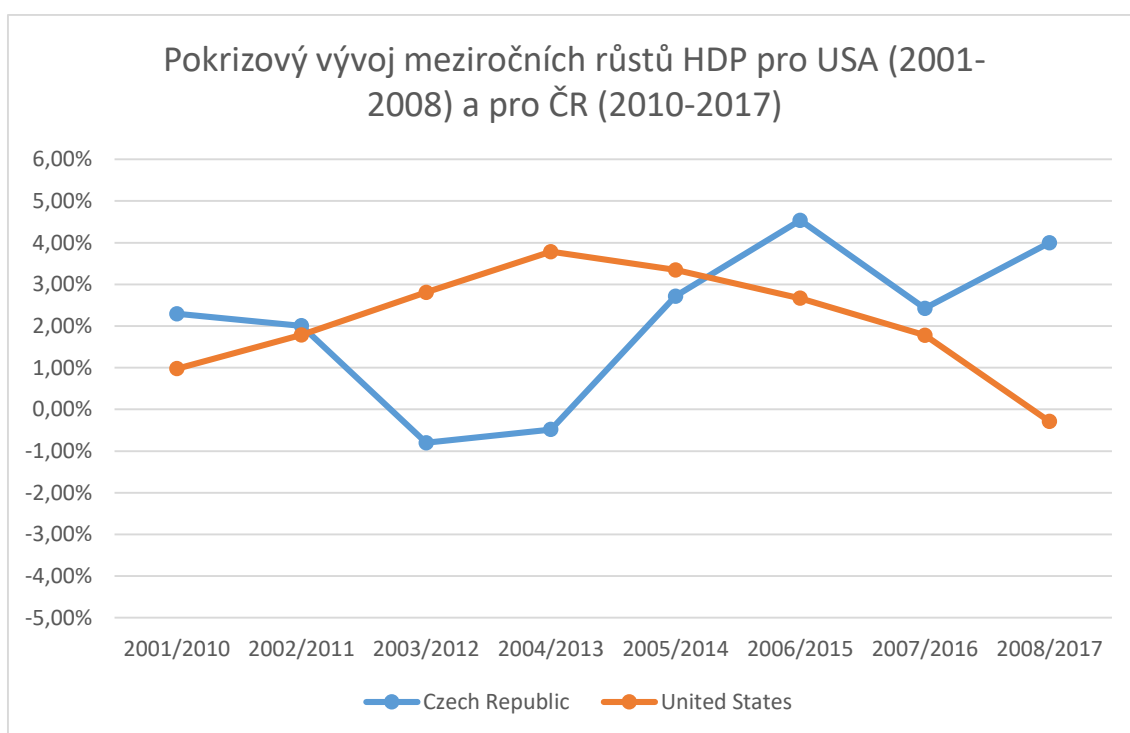
4. Testování krizových faktorů v USA v podmínkách ČR

Hlavní hypotézou této práce je tvrzení, že v České republice je možné v současné době sledovat průvodní jevy hypoteční krize jakou známe z USA z přelomu let 2008-2009, která následně vyústila v celosvětovou ekonomickou krizi. V první části práce byla popsána situace v USA, faktory a kroky nejen politické, ale také monetární, které významnou měrou přispěly k vytvoření této krize. Následně byla nastíněna současná situace a vývoj ekonomiky a politiky v České republice, rozebrána struktura hypotečního trhu, vývoj cen nemovitostí a bytové politiky. Zda je možné sledovat průvodní jevy hypoteční krize stejné nebo totožné krizi v USA nám objasní následná analýza faktorů, které stály za vznikem krize v USA, v prostředí a ekonomice České republiky.

⁵⁵ Jan Kuntorád, Hypotéky bez nemovitostí: Jak podpořit bytovou výstavbu

4.1. Makroekonomická situace

První srovnávanou oblastí bude celkové situace ekonomiky. Je třeba říct, že vývoj v USA byl vývojem pokrizovým (Dot-Com bublina) a situace v ekonomice neměla standardní parametry a ani chování ekonomických subjektů nebo stejné, tak v období bez přímého vlivu krize. Existuje všeobecná snaha o co nejrychlejší znovunastartování celé ekonomiky a osvobození se od proběhlé krize. Proto bude možné v další podkapitolách sledovat již zmíněné podpurné chování centrálních bank, způsob politického chování, ale i chování samotných spotřebitelů.

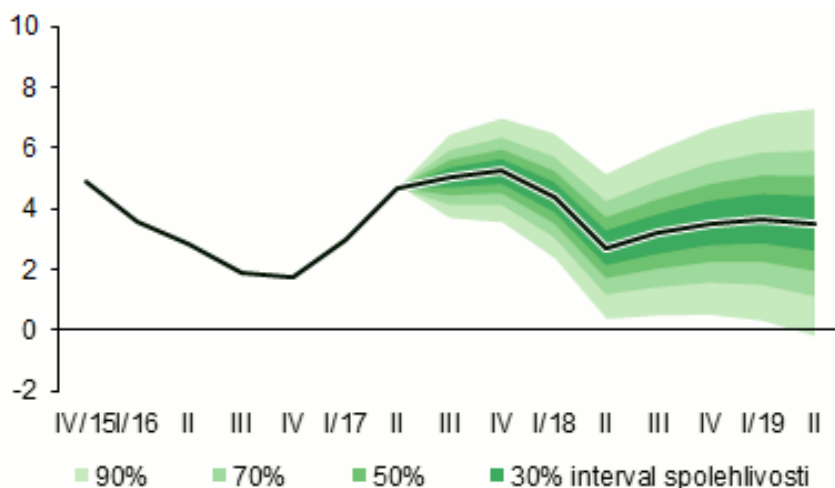


Graf 29 - Pokrizový vývoj meziročních růstů HDP pro USA (01-08) a pro ČR (10-17) - rok 2017 je odhad dle meziroční změny Q2 a Q3 2017, vlastní zpracování z dat World Bank a ČNB

Na grafu srovnání vývoj meziročních změn HDP pro obě ekonomiky jsou použita data ze dvou různých období. Data pro USA byla zvolena od roku 2001, protože prasknutí Dot-com bubliny významně ovlivnilo celou ekonomiku USA a bylo jakýmsi restartem ekonomiky a taktéž novou fází monetární politiky pro FED. Pro Českou republiku bylo zvoleno období po celosvětové ekonomické krizi z let 08/09, tedy od roku 2010. Tyto dvě zmíněné krize se nedají srovnávat svou velikostí ani dopadem na dané ekonomiky, avšak obě znamenaly zlomový moment pro vývoj ekonomiky a po jejich odeznění bylo třeba jednat.

Zatímco v USA rostlo HDP v pokrizovém období konstantní tempem a dosáhlo svého maxima ve sledovaném období za 4 roky, česká ekonomika byla krizí zasažena mnohem znatelněji a i 3 roky po krizi se potýkala s negativním ročním přírůstkem HDP. Hlavním důvodem může být zejména velikost a závislost obou ekonomik. Zatímco USA, jehož ekonomika tvoří téměř 25% světového HDP, hodnota českého hrubého domácího produktu tvoří 0,25% světového HDP. I přes tento vývoj se ekonomika v České republice po období několikaleté recese stejně jako zbytek evropských ekonomik probírala a od roku 2013 roste (meziroční růst v roce 2015 zaznamenal hodnoty 4,54%).

Můžeme tedy říct, že pokrizový vývoj ekonomiky je v České republice oproti USA viditelně pomalejší. Avšak po pomalejším startu je česká ekonomika schopna dosahovat stejných růstových hodnot jako ekonomika americká. Je proto vhodné k tomuto tématu zařadit i prognózu ČNB o vývoji HDP v České republice. Z té je vidět, že ČNB předpokládá postupné zvolňování meziročních růstů HDP k hodnotě 3%.



Graf 30 - Prognóza vývoje HDP dle ČNB, zdroj: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/

Vývoj ekonomiky je jedním ze signálů ekonomickým subjektům působícím na trhu o situaci v ekonomice, na základě kterého upravují své chování a očekávání. Růstová fáze národního hospodářství podporuje ekonomickou a zejména úvěrovou aktivitu na trzích. S dlouhotrvajícím růstem mohou nejen investoři, ale i bankovní instituce ztratit zábrany a uvolnit kontrolní mechanismy, díky čemuž například v Americe došlo k hypotečnímu boomu a následné krizi. Proto je třeba při srovnání ekonomik zmínit, že tak dynamický růst, jakým meziročně roste v současné době HDP České republiky může

být v konečném důsledku z hlediska možného vzniku bubliny na některém z trhů spíše negativní, než pozitivní zprávou.

Součástí makroekonomických ukazatelů je i inflace, neboli změna cenové hladiny. V obou ekonomikách je její výše, ať již přímo či nepřímo ovlivnitelná a ovlivňovaná centrálními bankami skrze mezibankovní půjčky. Srovnání inflací v obou zemích (obdobně jako u vývoje ekonomiky, dle fáze ekonomiky) ztěžuje fakt, že na cenovou hladinu působí mnoho faktorů. Z důvodu velké odlišnosti ve velikosti ekonomik nelze očekávat, že v případě shodného či podobného vývoje cenových hladin, lze na tomto základě započítat tento vývoj jako jeden z indikátorů možné krize.

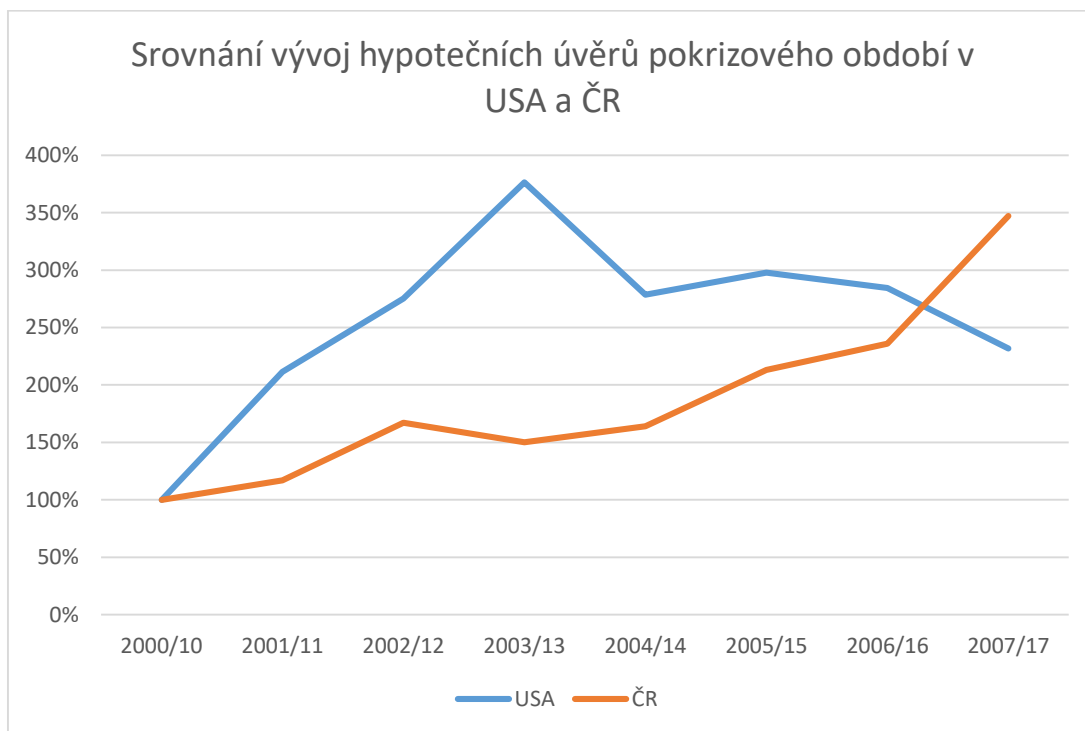
4.2. Hypoteční trhy

Opačným případem, a tedy významným indikátorem možné krize, je vývoj hypotečního trhu v obou ekonomikách a jeho struktura. V přechozích kapitolách byl představen jak vývoj na americkém hypotečním trhu, tak vývoj současného trhu hypotečních úvěrů v České republice. Z důvodu odlišných objemů obou hypotečních trhů z hlediska úvěrových hodnot byly v obou případech již převedeny růstové hodnoty na procentuální přírůstky a je tak možné srovnat jejich vývoj a posoudit, zda existují důvodné obavy z krizového vývoje v České republice.

Prudký růst objemu hypotečních úvěrů v USA po roce 2000, a tedy po krizi způsobenou Dot-Com bublinou byl zapříčiněn zejména politickou situací a monetární politikou FEDu. Jak již bylo řečeno nejenom legislativa, ale i sami politici v čele s několika prezidenty Spojených států amerických učinili nemalé kroky, aby se naplnil cíl, kdy každý američan bude bydlet ve vlastní nemovitosti. Současně FED přizpůsobil úrokové sazby možnému znovunastartování ekonomiky a tím podpořil úvěrovou aktivitu s nízkými úrokovými sazbami. Na grafu číslo 5 je tak možné sledovat nárůst všech typů konvenčních hypotečních úvěrů a to až na hodnoty 950% oproti roku 1994 (při zvolení roku 2000 jako základny pro výpočet růstu se v roce 2003 jedná o růst téměř 400% a tedy zčtyřnásobení objemů hypotečních úvěrů za 3 roky⁵⁶). Vývoj hypotečních úvěrů v České republice bude analyzován po ekonomické krizi, tedy od roku 2010. Během 3 let vzrostl objem hypotečních úvěrů na českém hypotečním trhu o 150% a na svém dosavadním

⁵⁶ Data z Federal housing financial agency byla upravena pro výpočet při zvolené základně v roce 2000

maximu byl na konci roku 2016, kdy jeho nárůst činil 347% oproti roku 2013 viz graf č. 30.

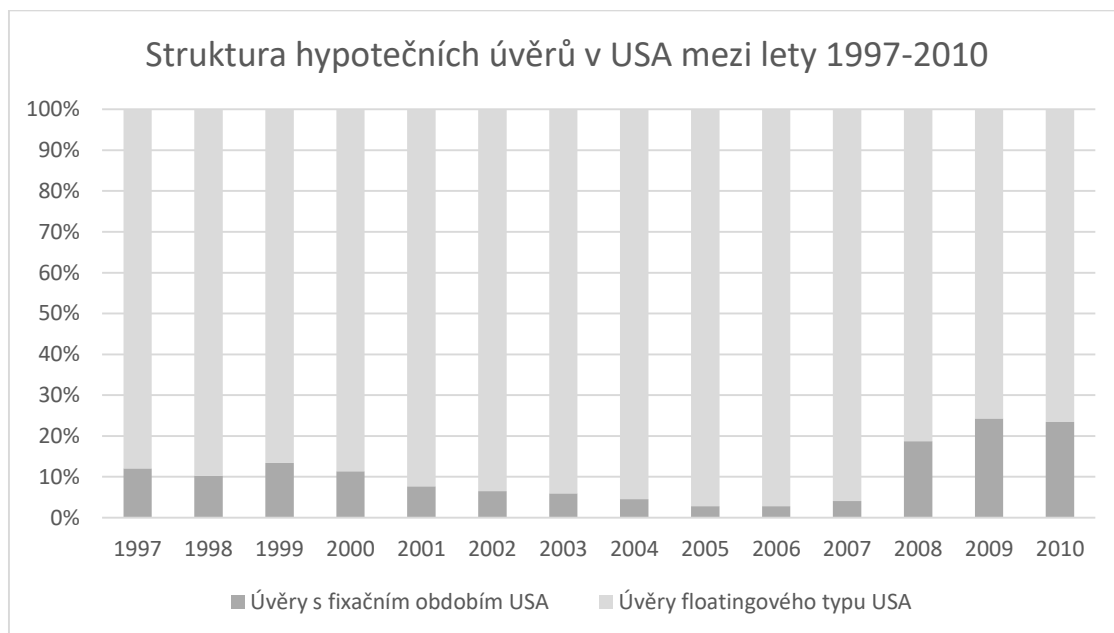


Graf 31 - Srovnání vývoje hypotečních úvěrů pokrizového období v USA a ČR,
zdroj: vlastní zpracování z data databáze ARAD a Federal Housing Finance Agency

Z grafu výše je možné sledovat odlišné vývoje růstu objemu hypotečních úvěrů v ekonomice. Zatímco v USA se jednalo o masivní růst v období ihned po krizi s postupným slábnutím v dalších fázích, v České republice se jedná o postupný růst bez mimořádných meziročních změn tohoto trendu. Vývoj obou trhů je tedy ihned po krizi růstový, i když ne srovnatelně rychlý, v USA se jednalo o boom nejenom z důvodu úrokových sazeb na trhu, ale zejména z politických prohlášení nejvyšších státních činitelů. Právě ta, jak již bylo řečeno, dopomohla k masivnímu růstu hypotečních úvěrů ve všech vrstvách obyvatelstva. V České republice se jedná zejména o růstovou fázi ekonomiky, která současně s nízkými úrokovými mírami podpořila úvěrovou aktivitu ekonomických subjektů mezi kterými se rozšiřovala informovanost a proto je možné sledovat postupný vývoj hypotečního trhu, nikoliv zásadní skoková období. Závěrem této části analýzy by se tedy dalo říci, že rozdíl mezi vývojem v USA a České republice je zejména rychlost růstu hypotečního trhu v obou zemích, zatímco v USA se jednalo o masivní růst v prvních letech pokrizového období za přispění úrokových sazeb (tedy za politikou FEDu), tak následně za politikou bydlení, která byla nastavena velmi štědře.

V České republice je růst naopak pozvolný a dalo by se říci téměř lineární, který souvisí zejména s postupným rozpohybováním pokrizové ekonomiky, růstem mezd při zachování nízkých úrokových sazeb a v konečné důsledku i většímu nárůstu hypotečních trhu než v USA, a to za zřetelně zdravějších a pro investory jistějších okolností.

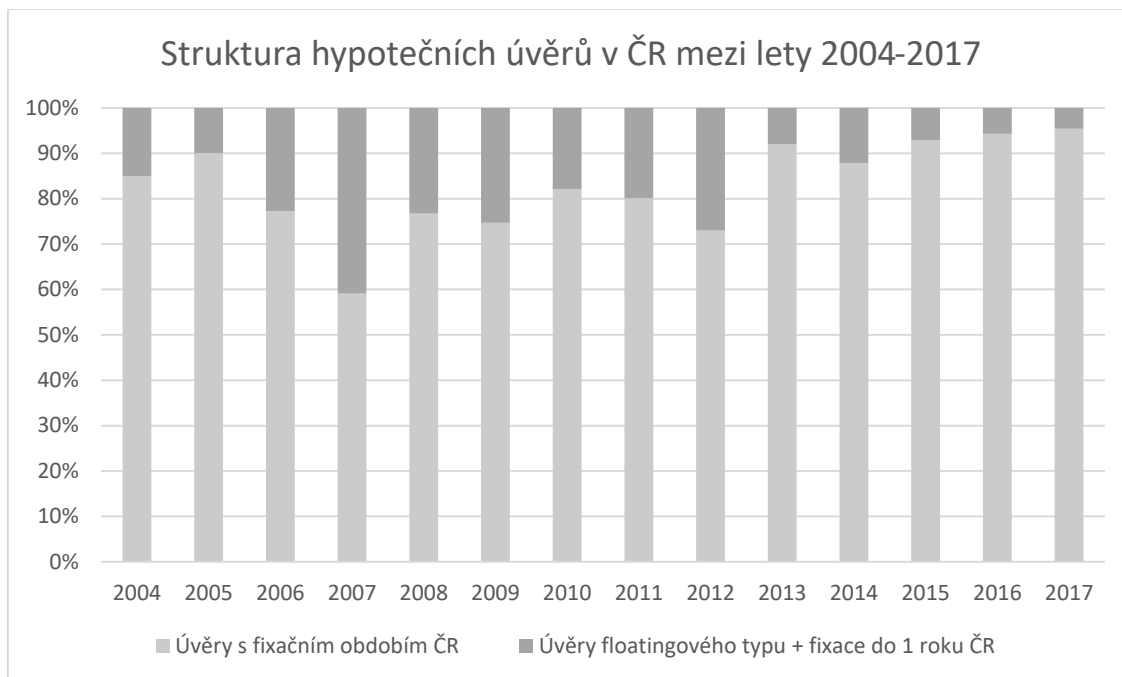
Po analýze celkového vývoje hypotečního trhu je třeba také zanalyzovat jeho strukturu z hlediska objemu hypotečních úvěrů dle období fixace úrokových měr. Tato analýza je zapotřebí zejména z toho důvodu, že trh, který se skládá ze své většiny z úvěrů, které mají období fixace 10 a více let, může pružně a jistěji reagovat na mimořádné výkyvy úrokových měr, než trh, který se skládá zejména z floatigových úvěrů, či úvěrů s krátkodobou (do 1 roku včetně) fixací úrokové míry.



Graf 32 - Struktura hypotečních úvěrů v USA mezi lety 1997-2010, zdroj: vlastní zpracování z dat Federak Housing Financial Agency

Struktura hypotečních úvěrů v USA byla již historicky velmi příznivě nakloněna floatingovým hypotečním úvěrům, nebo z originálu, úvěrům s upravitelnou úrokovou sazbou. Názorů proč tomu tak je mnoho, jedním argumentem může být nižší finanční gramotnost v USA a floatingová úroková míra se tak může v určitých fázích vývoje ekonomiky zdát jako ta nejvýhodnější investice přebytečných finančních prostředků. Proto již v překrizovém období byl hypoteční trh v USA velmi náchylný na změny úrokových měr (ve roce 1997 bylo na hypotečním trhu vypůjčeno 88% objemu za floatingovou úrokovou míru. Pokrizový vývoj ještě více zvrátil pomyslné jazýčky vah a

v roce 2005 bylo více než 97% objemů hypotečních úvěrů zapůjčeno za floatingovou úrokovou míru. Není proto divu, že skokové zvýšení úrokových sazeb vedlo k hypoteční krizi.



*Graf 33 - Struktura hypotečních úvěrů v ČR mezi lety 2004-2017,
zdroj: vlastní zpracování dat z databáze ARAD*

Již na první pohled je na grafu vývoje struktury hypotečních úvěrů české republiky vidět odlišnost v přístupu k hypotečním úvěrům. V České republice jsou poměry floatingových a fixovaných hypotečních úvěrů v přesném opaku vůči USA (v tomto případě jsou do floatingových hypotečních úvěrů v ČR zařazeny i úvěry s fixací do 1 roku, ty mohou taktéž v případě skokového zvýšení úrokových sazeb znamenat určitou hrozbu jak pro dlužníky, tak i věřitele). Historicky dané jak chování ekonomických subjektů, tak orgánů politických, včetně dohledových orgánů vytvořilo určitou kulturu hypotečního trhu. Tato kultura se vyznačuje především vysokou opatrností na trhu a odráží i odlišný vývoj regionu. Americké žití na dluh se v České republice neprojevuje, a tak většina žadatelů o hypoteční úvěr volí úvěr s určitým obdobím fixace (viz graf č. 15). I v období nejnižších úrokových sazeb a úrokové aktivity se na českém hypotečním trhu nezvýšil poměr floatingových hypotečních úvěrů nad 40% (2007). Takto zásadní rozdíl ve strukturách hypotečního trhu obou zemí může být hlavním faktorem, který určuje, zda se za jinak nezměněných podmínek nafoukne na hypotečním trhu nová bublina, která exploduje v ekonomickou krizi, a nebo se jedná o relativně udržitelný růst,

který při správné regulační politice určitých institucí bude do budoucna znamenat méně signifikantní dopady, než ekonomická krize. Jedná se právě již o zmíněnou citlivost hypotečního trhu na změnu úrokových sazeb. Zatímco v USA se každá změna úrokových sazeb promítá do splátek téměř všech hypotečních úvěrů s minimálním administrativním zpožděním, na českém hypotečním trhu se stejná změna promítne okamžitě do minima úvěrů, zbytek trhu je schopen reagovat pružně, protože se má čas vyšším splátkám přizpůsobit. V USA se tedy po skokovém zvýšení úrokových sazeb zesplatnila velká část hypotečních úvěrů, které nebyli schopni dlužníci splácet, zatímco v České republice bude nárůst úvěrových selhání minimální.

Pokud bychom tedy chtěli na základě této podkapitoly stanovit dílčí závěr, tak je možné říci, že struktura hypotečního trhu se v České republice zásadně liší od struktury trhu v USA, a je tedy na místě předpokládat, že struktura hypotečního trhu v České republice má nízkou citlivost na změnu úrokových sazeb a nehrozí zde nafouknutí hypoteční bubliny a růst úvěrových selhání.

4.3. Kroky centrální banky

Hypoteční trhy z velké části ovlivňují centrální banky skrze monetární politiku a v případě ČNB také skrze makroobezřetnostní politiku. Mocným nástrojem jsou úrokové sazby, pomocí kterých centrální banky ovlivňují jak cenovou hladinu, tak úvěrovou aktivitu a mnoho dalších aspektů trhu. Již na první pohled z již uvedeného textu je zřejmé, že se ČNB určitým způsobem poučila z ekonomické krize 21. století a můžeme říci, že se doposud snaží vyvarovat hlavních přešlapů FEDu, které měly vliv a rozvoj a vývoj krize.

Jestliže se zaměříme na chování centrálních bank ve stejném časovém období, jako v předchozích analýzách, můžeme sledovat že FED dlouhou dobu popíral existenci jakékoliv bubliny a potenciální krize. A to jak verbálně, tak svým chováním. Jak již bylo zmíněno, existenci bubliny přiznal Alan Greenspan až 17.8.2007. Velkou měrou měla vliv na toto chování politika země na počátku 21. století. Úroková míra po krizi klesala v souvislosti se snahou oživit ekonomiku a opět nastartovat důvěru ve finanční trhy společně se stimulací úvěrové aktivity. V roce 2003 klesla úroková míra až na historické minimum, 1%. Tento krok snížil úrokové sazby úvěrů na minimum. Takto silný signál trhům společně s ignorací možné krize vedl k vytvoření krize na hypotečním a realitním

trhu. Z důvodu pozdního zásahu FEDu (od roku 2003 do roku 2005 se zvýšila úroková míra o 3,25 procentního bodu) se zesplatnila velká část úvěrů a vytvořená bublina explodovala. Takový nárůst úrokových sazeb totiž na trhu s převážně floatingovými hypotečními úvěry a úvěry jiného typu znamenal zvýšení úrokové části hypotečních úvěrů téměř ze dne na den a mnoho dlužníků nebylo schopno na tuto situaci reagovat.

V případě České republiky, respektive ČNB, se nedá hovořit o přesném opaku, ale rozhodně nejde o totožné chování, jako v případě FEDu. ČNB si je dle zpráv o finanční stabilitě, které každoročně vydává, vědoma existujícího rizika na nemovitostním a hypotečním (finančním) trhu. Na toto riziko upozorňuje již od roku 2011, tedy téměř s koncem ekonomické krize z let 2008/2009. Zároveň se v případě České republiky nejedná o politický nátlak. Obecně zastávané politické názory (před parlamentními volbami v roce 2017) neobsahují témata zpřístupnění vlastního bydlení širokým masám obyvatelstva. Pokud se jedná o politiku bydlení, nejčastějším tématem jsou sociální byty a problémové lokality, nikoliv politika „bydlení ve svém pro všechny“.

A právě tento stav umožňuje ČNB pečlivý dohled nad vývojem ekonomiky České republiky. K prvním významným doporučením ČNB v roce 2016, respektive 2017 v rámci makrobezpečnostní politiky. Prvním opatřením se snahou snížit systémové riziko bylo doporučení komerčním bankám a úvěrovým institucím ukončit poskytování hypotečních úvěrů ve 100% výši LTV. Tímto doporučením chtěla ČNB snížit úvěrovou aktivitu na trhu a zpevnit kritéria úvěrových standardů komerčních bank, aby tak předešla jejich uvolňování, jako to bylo možné sledovat v USA. Na druhé straně měl tento krok chránit komerční banky před potenciálními ztrátami z úvěrových selhání a přenesení tohoto šoku do celé ekonomiky. Prostým doporučením tedy ČNB vytvořila trend nápravy úvěrových standardů a zredukovala počet nových hypotečních úvěrů. Dalším krokem pro nasměrování trhů správným směrem bylo zvýšení úrokových sazeb z technické nuly na 0,25% v srpnu roku 2017. Toto zvýšení povede k vyšším úrokovým sazbám na úvěrech, to povede k dalšímu snížení žadatelů o úvěr, kteří splní přísná kritéria pro přidělení úvěru. Tento krok ČNB dále upevnila dalším zvýšením úrokových sazeb, a to na 0,5% v září 2017. Zároveň ústně predikovala další zvyšování sazeb v průběhu následujících let. To v ekonomice, ve které převládají úvěry s převážně dlouhodobější fixací úrokových měr umožňuje dlužníkům přizpůsobit se novým sazbám a minimalizuje riziko nárůstu úvěrových selhání. Celkově v rámci makrobezpečnostní politiky ČNB již od roku 2011 zmiňovala rizika, která mohou plynout z nízkých úrokových sazeb. Skrze svá doporučení (a snahu ukotvit legislativně možnost použití dalších makrobezpečnostní nástrojů, jako

např. stanovení maximální výše LTV) se snažila a stále snaží upozornit na systémová rizika a předcházet jim.

Po analýze chování centrálních bank v pokrizovém období můžeme tedy FED označit za pomyslného pštrosa Emu, kterému však hlavu do písku pomohl zatlačit jak Bílý dům, tak Kongres svou politikou a prohlášeními. Odmítání krize na úkor všeobecné positivity a prosperity vedlo k největší ekonomické krizi současnosti, která se z amerického trhu rozšířila do celého světa. O ČNB je možné říci, že před sebou měla odrazující příklad, jak nečelit pokrizovému vývoji. Měla šanci se poučit z chyb FEDu a zdá se, že tak činí. Krom pečlivého sledování ekonomiky, ČNB přistupuje i k zásadním doporučením bankovními sektoru, skrze která je při jejich splnění schopna efektivně čelit možné vznikající bubliny. Ať již tato doporučení považujeme za správná či špatná, rozhodně je to lepší chování, než chování FEDu na počátku 21. století. Závěrem této analýzy je tedy možné zhodnotit chování ČNB v roli centrálního dohledu jako vhodnější a opatrnější, než chování FEDu. Úspěšnost těchto kroků bude možné zhodnotit v horizontu několik let a se znalostí vývoje finančních a nemovitostních trhů.

4.4. Nemovitostní trh

Kromě hypotečního trhu a kroků centrálního dohledu je součástí analýzy i trh nemovitostí. Ten je důležitý zejména z pohledu růstu cen, nebo lépe HPI indexu. Vývoj hypotečních trhů v pokrizovém období má v obou regionech růstovou tendenci. Ta je způsobena zejména ekonomickou situací a kroky centrálního dohledu. Jak se poptávka po nemovitostech zvětšuje, reaguje trh postupným zvyšováním cen nemovitostí. Růst cen nemovitostí je možné sledovat v obou zemích. V USA (graf č. 10) ceny nemovitostí od roku 2000 stouply o 150-200% v závislosti na lokalitě. Pokud toto zvýšení cen porovnáme s růstem cen nemovitostí v České republice, je možné sledovat, že ceny v České republice v pokrizovém vývoji vzrostly o 110-130% v závislosti na lokalitě (viz. graf č. 23). Za předpokladu, že opětovné nastartování české ekonomiky po krizi je znatelně těžkopádnější, jak jsme analyzovali v podkapitole 5.2., je možné předpokládat, že ceny postupně porostou ke stejným nebo podobným procentuálním hodnotám, jako tomu bylo v USA. V předchozí analýze jsme však stanovili dílčí závěr, že kroky ČNB byly oproti FEDu včasné a pravděpodobně vhodně cílené. Za těchto zjednodušených předpokladů je tedy možné vyloučit možnou hypoteční bublinu. V tom případě je ale nutné položit si

otázku, kam až ceny nemovitostí jsou schopny růst a co jejich růst zastaví. Nejedná se totiž o ceny nemovitostí pouze v České republice, ale o ceny nemovitostí v celém regionu střední a západní Evropy.

Ceny může v dalších letech snížit buď krok ČNB, která bude dále navyšovat úrokové sazbu a tím znepřístupní hypotečních úvěry dalším žadatelům s relativně nízkou bonitou. Dalším faktorem může být výstavba nových bytů. V tomto případě však vliv zvýšené míry výstavby bytů a bytových domů blokuje obecně dlouhá délka stavebního řízení (ta v ČR v současné době trvá přibližně 9 let). V regionu Evropy není průměrná délka stavebního řízení tak dlouhá, avšak okamžité nasycení poptávky se v následujících letech nedá očekávat.

Vývoj cen nemovitostí v dalších letech v regionu Evropy a zejména v České republice bude tedy velmi záležet na chování ECB, respektive ČNB. Právě ta může ovlivnit v rozumném horizontu zchlazení nemovitostního trhu a alespoň zmírnit růst cen nemovitostí. Bohužel (a naštěstí) úrokové sazby ČNB nemohou růst v takové intenzitě, jako rostly v USA pod taktovkou FEDu (růst o několik procentních bodů v krátkém období může vést k nafouknutí hypoteční bubliny), a proto nelze očekávat úplné zastavení či dokonce pokles cen nemovitostí v horizontu několika dalších let. V dlouhém období se může začít vyrovnávat nabídka poptávce skrze dostavbu bytů a bytových domů. To bude moment, kdy se růst cen bytů zastaví a následně začne klesat, protože počet zahájených stavebních řízení bude odpovídat poptávce z období před 9 lety a proto začne nabídka převyšovat poptávku. Tento scénář lze však očekávat pouze za předpokladu ideálních reakcí ČNB na dění na trhu a stálé tempo růstu ekonomiky (což je značně zjednodušený předpoklad, jelikož hospodářský cyklus je neúprosný).

4.5. Politická situace

Prezidenti a politici v USA již od poloviny 20. století připravovali půdu a obyvatele na svou politiku „amerického snu“. Cílem této politiky bylo dosažení stavu, kdy každý Američan bude vlastnit svou nemovitost a nebude muset platit nájem někomu cizímu. Tomuto cíli se v následných dekáдах přizpůsobovali zákony, politika bydlení a na počátku 21. století postupně také rétorika a měnová politika FEDu. Ten pod politickým nátlakem verbálně odmítal vznik a existenci bubliny, kterou živil kongres a prezidenti

USA. Následná ekonomická krize byla proto o to ničivější, jelikož ji věřitelé a investoři nečekali a nepřizpůsobili tak svá rizika.

Bytová politika a politika bydlení v České republice také tendence nikdy nezaznamenala. Již od samotného vzniku České republiky je hlavním cílem bytové politiky zejména zajištění bydlení pro sociálně slabé, obyvatele v hmotné nouzi a vhodné právní a fiskální prostředí pro správné fungování trhu. Není zde možné sledovat stejné ani rámcově shodné politické tendence v oblasti bydlení jako v USA na počátku 21. století. ČNB tak není politickou garniturou přímo tlačena k ignoraci a zanedbání reakce na dění na trzích a je tak schopna včas a adekvátně reagovat buď doporučením nebo přímo zásahem do trhu. Zároveň je možné v současné době sledovat, že i v politických kruzích se debatuje o problému rostoucích cen nemovitostí a většinová podpora kroků centrální banky.

Závěr

V úvodu práce byl popsán vznik hypoteční bubliny na finančních trzích v USA a spolu s tím byly definovány hlavní faktory, které stály za vznikem této krize. Jednalo se zejména o politiku bydlení v USA v pokrizovém období prasknutí tzv. Dot-Com bubliny. Avšak nejen podpora politická, ale i monetární, tedy ze strany FEDu, přispěla k postupnému nafouknutí bubliny na finanční trzích a následné celosvětové ekonomické krizi. Cílená ignorance FEDu vůči existenci bubliny v ekonomice podporovala pozitivitu na trhu, která postupem času vytvořila hypoteční trh s téměř absolutní převahou floatingových typů hypotečních úvěrů bez státní garance. Tato struktura trhu jenom zhoršila následný dopad skokového zvýšení úrokových sazeb v americké ekonomice a téměř ze dne na den znesplatnila velké množství hypotečních úvěrů, věřitelé tím pádem přišli o značné množství aktiv alokovaných v úvěrech a ekonomika USA upadla do již zmíněné ekonomické krize.

V další části práce bylo úkolem zanalyzovat ekonomiku České republiky ze stejných hledisek, jako tomu bylo v části první. Nejprve byl popsán vývoj hypotečního trhu v České republice, a to zejména z pohledu vývoje trhu nových hypotečních úvěrů stejně tak jako jejich meziroční přírůstky a vývoj úvěrových selhání. Tento přístup vhodně analyzuje vývoj a dynamiku toho trhu a je tedy možné srovnat tyto vývoje mezi

oběma regiony. Následná analýza kroků centrálního dohledu, tedy ČNB, slouží zejména k analýze toho, jak centrální banka reaguje na změny na trhu a zda volí vhodnou makroobezřetnostní politiku v oblasti finanční stability a vydává věcná a účinná doporučení. Společně s růstem trhu hypotečních úvěrů je nutné stejně jako tomu bylo v kapitole věnované USA, zhodnotit vývoj cen nemovitostí, které společně s dalšími faktory signalizují, v závislosti na rychlosti růstu těchto cen, možné problémy či komplikace na trhu s nemovitostmi. Analýza vývoje nezaměstnanosti slouží pro dokreslení situace v ekonomice a srovnání mezi oběma regiony.

Po podrobném zanalyzování obou regionů práce směřuje ke své klíčové části, a to je srovnání faktorů, které hráli v USA klíčovou roli při vzniku ekonomické krize, v podmínkách a ekonomické situaci České republiky. První oblastí, která byla podrobena srovnání, byl vývoj hypotečních trhů. Byla srovnána data pokrizového vývoje (po prasknutí Dot-Com bubliny) hypotečního trhu v USA a pokrizový vývoj hypotečního trhu (po hypoteční/ekonomické krizi v USA z let 2008/2009) v České republice. Srovnání odhalilo pomalejší start české ekonomiky po prodělané krizi oproti ekonomice USA. Na druhou stranu tato analýza prokázala zdravější růst hypotečního trhu než v USA. Tato zdravost se projevila zejména v pozvolném a postupném růstu objemu hypotečních úvěrů oproti skokovému růstu v USA a následnému ochlazení hypotečních trhů. Dalším významným rozdílem mezi hypotečními trhy obou regionů je jejich struktura. Zatímco v USA se trh sestával zejména z hypotečních úvěrů floatingového typu, v České republice jsou hypoteční úvěry zejména s dlouhodobější dobou fixace úrokových sazeb. Na základě těchto zjištění je možné říci, že hypoteční trh v České republice má vhodnější strukturu, která je méně citlivá na změnu centrálních úrokových sazeb.

Následná analýza kroků centrálního dohledu vůči dění na trhu jasně prokázala laxní přístup FEDu v USA, který pod nátlakem politiky bydlení cíleně ignoroval vznikající hypoteční krizi na trhu a dále podporoval úvěrovou aktivitu nízkými úrokovými sazbami v ekonomice. Jeho následná reakce skrze skokové zvýšení úrokových sazeb, které na hypotečních trzích složených zejména z floatingových hypotečních úvěrů, způsobila v mnoha případech úvěrová selhání a pád věřitelských fondů. V České republice v současné době ani v minulosti neexistoval přímý tlak na zvýšení počtu držby nemovitostí ve výhradním vlastnictví soukromých osob (zde myšleno jako bydlení ve svém) a proto ani neexistuje přímý tlak na podporu nízkých úrokových sazeb a výhodných sazeb hypotečních úvěrů na ČNB ze strany státu či politiků. Pokud se tedy jedná o racionalitu centrálního dohledu v oblasti makroobezřetnostní politiky finanční

stability a cenové stability, z analýzy vyplývá, že ČNB se v ekonomice chová plně racionálně a nelze tak předpokládat přímý vliv jejich kroků na možný vznik krizové situace na hypotečním a realitním trhu.

Z hlediska růstu cen jsou oba regiony v pokrizovém období shodné, avšak stejně jako se projevil pomalejší start pokrizového růstu české ekonomiky, tak i v růstu cen nemovitostí je možné v České republice pozorovat pomalejší, přesto ale stabilní růst těchto cen. Z analýzy vyplynulo, že ceny nemovitostí v České republice mají z tržních předpokladů potenciál dosáhnout na stejné procentuální hodnoty růstu jako nemovitosti v USA. To v kontextu regionu Evropy znamená nejvyšší náročnost na pořízení nemovitosti, měřeno počtem průměrných roční platů. V roce 2016 potřeboval průměrný Čech 11 ročních platů na to, aby si mohl nemovitost pořídit. Spolu s efektem mzdových strnulostí a růstem cen nemovitostí se tato náročnost může do budoucna zvyšovat a znamenat problém jak pro nabídku, tak poptávku na hypotečních i realitních trzích. V regionu Evropy však růst cen nemovitostí není problémem pouze České republiky. Ve střední a západní Evropě je možné sledovat růst cen nemovitostí, který je zapříčiněn vyšší poptávkou po těchto nemovitostech společně s pozitivitou na trzích, které nejsou vždy plně racionální. Ve vybraných zemích severní a západní Evropy jsou ale doby stavebních řízení kratší než v České republice, a proto je racionální očekávat dřívější pokles tempa růstu či dokonce stagnace cen v těchto zemích oproti cenám v České republice.

Hypotéza stanovená v úvodu této práce (potvrzení existence hypoteční bubliny na trhu nemovitostí v České republice) se na základě provedených analýz nepotvrdila. Hlavním důvodem je především ostražitý dohled ČNB nad hypotečním a realitním trhem. Doporučení a následné zásahy do trhu signalizují i subjektům na trhu, co je možné do budoucna od trhu a také samotné ČNB očekávat a mají tedy možnost upravit svá očekávání. Dalším důležitým faktorem je i odlišná struktura hypotečního trhu. V České republice je hypotečních trh složen zejména z hypotečních úvěrů s fixací úrokových sazeb kolem 5 let. Takto dlouhá fixace umožňuje dlužníkům adekvátně a racionálně reagovat na změny úrokových sazeb na trhu. Nehrozí tak přímo opakování situace z USA, protože ČNB zvyšuje úrokové sazby průběžně a dlužníci mají čas na tyto změny reagovat. Potenciálním rizikem pro Českou republiku může být délka stavebních řízení, jejichž délka je nadstandardně dlouhá a neumožňuje adekvátně rychle reagovat zvýšením nabídky na danou tržní nabídku. Tato prodleva se projevuje v růstu cen nemovitostí a postupným zvyšováním kapitálové náročnosti na pořízení vlastním nemovitostí. Možným

řešením mohou být zjednodušená, avšak pečlivě provedená stavební řízení, která by umožňovala v rámci politiky bydlení nasýtit poptávku na realitním trhu v rámci regionů.

Prostorem pro další výzkum může být analýza vlivu sdílené ekonomiky na růst cen nemovitostí. Zejména existence služby Airbnb v současné době enormně zvyšuje pronájmy nemovitostí v centrech evropských metropolí. Mnoho kapitálově vybavenějších subjektů vidí příležitost snadného výdělku a proto jsou ochotni zaplatit za nemovitosti vyšší než tržní ceny, protože ví, že na této koupi v dlouhém období vydělají. Toto tržní chování má určitý vliv na plošný růst všech nemovitostí v daném regionu a bylo by tento vliv vhodné analyzovat (jak v oblasti realizovaných cen prodejních, tak průměrného nájmu). Spolu s touto analýzou by pak bylo možné navrhnout řešení, která hledají velká evropská města, a to jak vhodně regulovat tyto služby, snížit jejich negativní externalitu a zároveň je ponechat aktivní, jelikož zvyšují příliv turistů, a tedy příjmy z cestovního ruchu.

Zdroje

- Aktuálně.cz, Ceny bytů a domů v Česku rostou nejrychleji v celé EU. Situace je varovná, říká analytik
- Bezpečnostní kapitálová rezerva, ČNB, online dne 8.12.2017
- Buble Meter, Alan 'Froth' Greenspan: "We Had a Bubble in Housing"
- Case, Karl E., and Robert J Shiller. Is There a bubble in the housing Market?, 2003
- Case, Karl E., et al, What they have been thinking? Homebuyers behavior in hot and cold markets, 2012
- Cheng, Ing –Haw, et al, Wall Street and the housing bubble, 2014
- Česká televize, ČNB zpřísní hypotéky, půjčky na 100 procent hodnoty nemovitosti skončí
- ČNB, Kapitálová rezerva ke krytí systémového rizika
- ČNB, Makroobezřetnostní politika
- ČNB, Proticyklická kapitálová rezerva
- ČNB, Tisková konference ke zveřejnění 13. ZFS
- ČNB, Tisková zpráva ČNB ze dne 2.11.2017
- ČNB, Tisková zpráva ČNB ze dne 3.8.2017
- Demyanyk, Y.S. and O. Van Hemert, Understanding the subprime mortgage crisis, 2008
- Department of Statistics and operations, Subprime mortgage crisis
- Fannie Mae, About Us
- Federal bank of St. Louis, Delinquency Rate on Single-Family Residential Mortgages
- Federal Reserve History, Subprime Mortgage Crisis
- FILE CHAPTER 11 BANKRUPTCY PETITION

- HB index Hypoteční banky
- Ing. Oldřich Rejnuš, CSc. „Globální finanční krize“ a její hodnocení z hlediska budoucího vývoje světové ekonomiky, 2009
- Investopedia.com, Credit default swap,
- Jan Kuntorád, Hypotéky bez nemovitostí: Jak podpořit bytovou výstavbu
- John B. Taylor, Housing and Monetary Policy
- Joseph E. Stiglitz, Capitalist fools Chairman of FED
- Ben S. Bernank, The Recent Financial
- Turmoil and its Economic and Policy Consequences
- Junior Achievement USA, The Rise and Fall of the U.S. Housing Market
- Kurzy.cz, Mzdy
- Lehman Brothers, LEHMAN BROTHERS HOLDINGS INC.
- Mathieu Dufour and Özgür Orhangazi, Capitalism, Crisis and Class: The United States
- Economy After 2007-2008 Financial Crisis
- Milan Zelený, Geneze krize
- Nolo.com, Mortgage Basics FAQ
- Nolo.com, What is the difference between a conventional, FHA, and VA loan
- Riddel, Mary, Are housing bubble contagious?, 2011
- The Balance, Facts About the American Dream Downpayment Act
- The balance, Fed Funds Rate History: Highs, Lows and Chart With Major Events
- The Economist, In come the waves
- The Guardian, Financial Crisis: Timeline
- The New York Times, Fannie Mae Eases Credit To Aid Mortgage Lending
- The New York Times, For Lehman, More Cuts and Anxiety

- The New York Times, Home Prices Fall for 10th Straight Month
- The New York Times, U.S. Gives Banks Urgent Warning to Solve Crisis
- The Street, Lehman Brothers Amputates Mortgage Arm
- Trading Economics, USA unemployment rate
- Tradingeconomics.com, German wages
- U.S. Census Bureau News, CENSUS BUREAU REPORTS ON RESIDENTIAL VACANCIES AND HOMEOWNERSHIP
- U.S. Congress, Commodity Futures Modernization Act of 2000
- U.S. Department of Housing, HUD ANNOUNCES NEW REGULATIONS TO PROVIDE \$2.4 TRILLION IN MORTGAGES FOR AFFORDABLE HOUSING FOR 28.1 MILLION FAMILIES
- Washington post, How HUD Mortgage Policy Fed The Crisis

Seznam grafů

- GRAF 1 - OBJEM HYPOTÉK SOUKROMÝCH SUBJEKTŮ V USA MEZI LETY 1994 - 2010, ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ Z DAT FEDERAL HOUSING FINANCE AGENCY..... - 15 -
- GRAF 2 - OBJEM STÁTEM GARANTOVANÝCH HYPOTEČNÍCH ÚVĚŘŮ V USA MEZI LETY 1994 - 2010, ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ Z DAT FEDERAL HOUSING FINANCE AGENCY - 17 -
- GRAF 3 - OBJEM KONVENČNÍCH HYPOTEČNÍCH ÚVĚŘŮ V USA MEZI LETY 1994 - 2010, ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ Z DAT FEDERAL HOUSING FINANCE AGENCY..... - 19 -
- GRAF 4 - OBJEM HYPOTEČNÍCH ÚVĚŘŮ V USA MEZI LETY 1994 - 2010 SROVNÁNÍ, ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ Z DAT FEDERAL HOUSING FINANCE AGENCY - 20 -
- GRAF 5 - VÝVOJ HYPOTEČNÍCH ÚVĚŘŮ V USA MEZI LETY 1994-2010 (1994=100%), ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ Z DAT FEDERAL HOUSING FINANCE AGENCY - 21 -
- GRAF 6 – SROVNÁNÍ VÝVOJE SLOŽENÍ FLOATINGOVÝCH HYPOTEČNÍCH ÚVĚŘŮ V USA MEZI LETY 1994 - 2010, ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ Z DAT FEDERAL HOUSING FINANCE AGENCY - 25 -
- GRAF 7 - SROVNÁNÍ VÝVOJE OBJEMU FLOATINGOVÝCH HYPOTEČNÍCH ÚVĚŘŮ V USA MEZI LETY 1994 - 2010, ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ Z DAT FEDERAL HOUSING FINANCE AGENCY - 26 -
- GRAF 8 - SROVNÁNÍ VÝVOJE SLOŽENÍ FIXOVANÝCH HYPOTEČNÍCH ÚVĚŘŮ V USA MEZI LETY 1994 - 2010, ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ Z DAT FEDERAL HOUSING FINANCE AGENCY - 27 -
- GRAF 9 -SROVNÁNÍ VÝVOJE OBJEMU FLOATINGOVÝCH HYPOTEČNÍCH ÚVĚŘŮ V USA MEZI LETY 1994 - 2010, ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ Z DAT FEDERAL HOUSING FINANCE AGENCY - 28 -

GRAF 10 - INDEX CEN NEMOVITOSTÍ V USA MEZI LETY 1991-2010, ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ Z DAT FEDERAL HOUSING FINANCIAL AGENCY	- 29 -
GRAF 11 - VÝVOJ INFLACE A ÚROKOVÝCH SAZEB V USA MEZI LETY 1994-2010,	- 30 -
GRAF 12 - VÝVOJ CENTRÁLNÍCH ÚROKOVÝCH SAZEB A SAZEB HYPOTEČNÍCH ÚVĚŘŮ S DÍLKOU FIXACE 30 A 15 LET, ZDROJ: HTTPS://FRED.STLOUISFED.ORG/SERIES/MORTGAGE15US#0 , ŠEDĚ JSOU VYZNAČENY RECESNÍ OBDOBÍ AMERICKÉ EKONOMIKY	- 32 -
GRAF 13 - VÝVOJ MÍRY NEZAMĚSTNANOSTI V USA MEZI LETY 1994-2010,	- 34 -
GRAF 14 - VÝVOJ NOVÝCH HYPOTEČNÍCH ÚVĚŘŮ V ČR MEZI LETY 2004 A 2017, VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ DAT Z DATABÁZE ARAD.....	- 36 -
GRAF 15 - VÝVOJ HYPOTEČNÍHO TRHU V ČR MEZI LETY 2004 A 2017, VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ DAT Z DATABÁZE ARAD.....	- 37 -
GRAF 16 - POČET NOVÝCH HYPOTEČNÍCH ÚVĚŘŮ V ČESKÉ REPUBLICE MEZI LETY 2013 A 2017, VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ DAT Z DATABÁZE ARAD.....	- 38 -
GRAF 17 – ÚVĚŘY SE SELHÁNÍM VYJÁDŘENÉ JAKO PODÍL NA CELKOVÝCH ÚVĚŘECH, ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ Z DATABÁZE ARAD.....	- 39 -
GRAF 18 - VÝVOJ INDEXU SPOTŘEBITELSKÝCH CEN V ČR MEZI LETY 2000 A 2016, ZDROJ: ČSÚ	- 40 -
GRAF 19 - VÝVOJ 2T REPO SAZBY V ČR MEZI LETY 2000 A 2017, ZDROJ: ČNB.....	- 41 -
GRAF 20 - VÝVOJ SAZEB HYPOTEČNÍCH ÚVĚŘŮ, ZDROJ: FINCENTRUM HYPOINDEX	- 42 -
GRAF 21 - VÝVOJ CEN BYTOVÝCH JEDNOTEK V ČR, ZDROJ: HTTPS://WWW.HYPOTECNIBANKA.CZ/O-BANCE/PRO-MEDIA/HB-INDEX/RUST-CEN-NEMOVITOSTI-ZRYCHLUJE-NEJVICE-U-BYTU/	- 49 -
GRAF 22 - VÝVOJ CEN RODINNÝCH DOMŮ V ČR, ZDROJ: HTTPS://WWW.HYPOTECNIBANKA.CZ/O-BANCE/PRO-MEDIA/HB-INDEX/RUST-CEN-NEMOVITOSTI-ZRYCHLUJE-NEJVICE-U-BYTU/	- 50 -
GRAF 23 - VÝVOJ CEN POZEMKŮ V ČR, ZDROJ: HTTPS://WWW.HYPOTECNIBANKA.CZ/O-BANCE/PRO-MEDIA/HB-INDEX/RUST-CEN-NEMOVITOSTI-ZRYCHLUJE-NEJVICE-U-BYTU/	- 51 -
GRAF 24 - VÝVOJ CEN NEMOVITOSTÍ (Q42010 = 100%), ZDROJ: ČSÚ	- 52 -
GRAF 25 - VÝVOJ CEN ZA M2 VE VYBRANÝCH EVROPSKÝCH ZEMÍCH, VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ Z DAT PROPERTY INDEX SPOLEČNOSTI DELLOITE	- 53 -
GRAF 26 - DOSTUPNOST BYDLENÍ MĚŘENA V PRŮMĚRNÝCH ROČNÍ PLATECH JEDINCE VE VYBRANÝCH EVROPSKÝCH ZEMÍCH, VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ Z DAT PROPERTY INDEX SPOLEČNOSTI DELLOITE	- 54 -
GRAF 27 - VÝVOJ PODÍLU NEZAMĚSTNANÝCH V ČR MEZI LETY 2005 A Q2/2017, ZDROJ: MPSV	- 57 -
GRAF 28 - VÝVOJ BYTOVÉ VÝSTAVBY V LETECH 1971-2012 V ČR,	- 58 -
GRAF 29 - POKRIZOVÝ VÝVOJ MEZIROČNÍCH RŮSTŮ HDP PRO USA (01-08) A PRO ČR (10-17) - ROK 2017 JE ODHAD DLE MEZIROČNÍ ZMĚNY Q2 A Q3 2017, VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ Z DAT WORLD BANK A ČNB	- 60 -
GRAF 30 - PROGNOZA VÝVOJE HDP DLE ČNB, ZDROJ: HTTPS://WWW.CNB.CZ/CS/MENOVA_POLITIKA/PROGNOZA/	- 61 -
GRAF 31 - SROVNÁNÍ VÝVOJE HYPOTEČNÍCH ÚVĚŘŮ POKRIZOVÉHO OBDOBÍ V USA A ČR, ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ Z DATA DATABÁZE ARAD A FEDERAL HOUSING FINANCE AGENCY	- 63 -
GRAF 32 - STRUKTURA HYPOTEČNÍCH ÚVĚŘŮ V USA MEZI LETY 1997-2010, ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ Z DAT FEDERAK HOUSING FINANCIAL AGENCY	- 64 -
GRAF 33 - STRUKTURA HYPOTEČNÍCH ÚVĚŘŮ V ČR MEZI LETY 2004-2017, ZDROJ: VLASTNÍ ZPRACOVÁNÍ DAT Z DATABÁZE ARAD	- 65 -

Seznam obrázků

OBRÁZEK 1 - MEZIROČNÍ RŮST INDEXU CEN NEMOVITOSTÍ, ZDROJ: STATISTIKA A MY,
MĚSÍČNÍK ČSU, ONLINE DNE 24.11.2017 DOSTUPNÝ Z:
[HTTP://WWW.STATISTIKAAMY.CZ/2017/09/CENY-NEMOVITOSTI-V-EU-ROSTOU/](http://www.statistikaamy.cz/2017/09/ceny-nemovitosti-v-eu-rostou/). - 55 -