

Kdy přijde další krize?

Analýza dluhové udržitelnosti 2019

Úvod

Kdy přijde další finanční krize? Tento dotaz se periodicky vrací. Že se někdy někde krize objeví, je nadsada. Alarmisticky strašit krizí od rána do večera není příliš užitečné. Ovšem snažit se objektivně identifikovat oblasti, kde je zvýšená pravděpodobnost krize, je naopak žádoucí.

Finanční krize mohou představovat korekci přehnaných očekávání, resp. cen některých aktiv (ať to jsou cibulky tulipánů, reality nebo akcie). Finanční krizi může způsobit předlužení některé části ekonomiky. Dluhové krize obvykle mívají horší následky, délka a hloubka recesí, které je provázejí, bývají výraznější.

Dluhové krize lze rozčlenit podle sektorů ekonomiky. Nadměrné a neudržitelné zadlužení veřejného sektoru je cestou ke státnímu bankrotu.

Příliš vysoké dluhy domácností anebo firem mohou znamenat problémy pro bankovní sektor, pokud rychle roste podíl nesplácených úvěrů a půjček. Bankovní krizi může doprovázet „zamrznutí“ úvěrů s dopadem do reálné ekonomiky. Nezřídka se bankovní krize dříve nebo později promění v problém veřejných financí, případně přejde až ve státní bankrot.

Pozornost je třeba věnovat také zahraniční zadluženosti zemí. Chronicky vysoké schodky běžného účtu platební

bilance jsou ideálním podhoubím měnových krizí.

Sledováním dluhových rizik se zabývá celá řada institucí: Mezinárodní měnový fond, centrální banky, regulační instituce či ratingové agentury. Zpravidla se ovšem specializují na jednu z mnoha oblastí. Například zátěžové testy prováděné centrálními bankami vyhodnocují rizika v bankovním sektoru. Ucelený pohled často chybí.

V této analýze jsme jednoduchým a transparentním způsobem vyhodnotili dluhová rizika pro vlády, firmy i domácnosti v evropských zemích a mohli jsme tak vytvořit „mapu“ dluhových rizik v Evropě. Kde tedy může uhořet další krize?

Historie dluhových krizí

Historie dluhových krizí je velmi dlouhá. Jeden z prvních zaznamenaných případů dluhové krize je bankrot 11 ze 13 městských států starověkého Řecka v letech 377 až 373 před naším letopočtem.

V roce 1345 neměla Anglie dostatek prostředků na to, aby mohla splácet dluhy italským bankám.

Španělsko kvůli financování svých výbojů po Evropě zkrachovalo mezi roky 1557 a 1666 hned devětkrát, byť v té době drancovalo jihoamerické zásoby zlata.

Války přivedly k bankrotu v roce 1812 také Francii pod vedením Napoleona Bonaparta.

Problémy se splácením dluhů mělo v letech 1796 a 1802 Rakousko-Uhersko.

Sáhodlouhou sérií bankrotů se mohou „pochlubit“ jihoamerické země a současné problémy některých z nich ukazují, že tato série ještě nekončí.

Nicméně místo vyčerpávajícího historického exkurzu se podívejme na tři rozdílné případy dluhových krizí z nedávné historie.

1997: Měnová krize v České republice

Svou dluhovou krizí si prošla i česká ekonomika. Dluhová krize vyvrcholila měnovou krizí v roce 1997. Představovala kombinaci předlužení firem a následné krize bankovního sektoru, která musela být řešena sanací bankovního sektoru z veřejných prostředků, a krize platební bilance. Jak k takovéto dvojité dluhové krizi došlo? Primární příčinou byla neuvážená úvěrová expanze tehdy státních bank,

kteřá vedla k zadlužení českých firem a také stimulovala poptávku v ekonomice. Převís poptávky byl vyrovnáván rostoucími dovozy, což ale vedlo k narůstajícím deficitům běžného účtu platební bilance (zvyšování zahraničního zadlužení). Česká národní banka udržovala v první polovině 90. let fixní směnný kurz. Fixní směnný kurz v kombinaci s liberalizovanými kapitálovými toky učinil českou korunu snadným terčem pro spekulativní útok. Ten přišel v květnu 1997. ČNB reagovala intervencemi na obranu měny a zvyšováním krátkodobých úrokových sazeb. Nicméně boj neměla šanci vyhrát a byla nucena přejít na režim plovoucího směnného kurzu. V důsledku měnových turbulencí a vysokých úrokových sazeb prošla česká ekonomika v letech 1997 a 1998 recesí.

2008: Hypoteční krize v USA

Nedávným příkladem předlužení domácností je hypoteční krize v USA, která posléze přerostla ve finanční krizi a největší recesi od velké deprese ve 30. letech minulého století. Předlužení domácností podpořilo několik faktorů – „finanční inženýrství“, benevolentní regulace a dohled nad finančními trhy, státem podporované hypotéky a v neposlední řadě též uvolněná měnová politika FEDu. Finančním inženýrstvím se míní inovativní forma poskytování hypoték, kdy americké banky tehdy nedržely hypotéky ve svých účetních knihách, jak je to běžné v Evropě, ale prodávaly je třetím stranám, většinou investičním bankám. Komerční banky se tak příliš nestaraly o kvalitu poskytovaných hypoték, transformovaly se spíše ve zprostředkovatele hypotečních úvěrů s tím, že riziko nesplacení ponese někdo jiný. Této situaci říkají ekonomové morální hazard. Investiční banky zase tyto hypotéky transformovaly na cenné papíry (MBS – mortgage backed securities) a namixovaly je s jinými cennými papíry stejného typu do portfolií (CDO – collateralized debt obligation), která dále prodávaly do celého světa, zejména

investičním fondům. Ve finančním inženýrství se angažovaly i ratingové agentury, které dávaly portfoliím obsahujícím hypotéky relativně příznivé ratingové známky, a také pojišťovny, které pojišťovaly tato portfolia vydáváním credit default swapů (CDS). Toto finanční inženýrství krizi multiplikovalo a rozšířilo do celého světa. Výsledkem byla nejhlubší recese od dob velké deprese a téměř zhroucení globálního finančního systému.

Dluhová krize eurozóny

Na celosvětovou finanční krizi plynule navázala takzvaná dluhová krize eurozóny, která představuje klasickou krizi z předluženého vládního sektoru, byť příčiny dluhové krize byly u různých zemí různé. U některých zemí – Irsko a Španělsko – bylo prvotním impulsem k dluhovým problémům splasknutí bubliny na realitním trhu (předlužení domácností), které vedlo k problémům bankovního sektoru, jenž musel být nákladně sanován z veřejných rozpočtů. Jiné státy – Itálie a Portugalsko – doplatily na strukturální slabost svých ekonomik a pomalý potenciální růst (a tedy i pomalý růst příjmů veřejných financí) ve spojení s relativně vysokým zadlužením a tedy i

vysokými náklady na obsluhu dluhu. Extrémním případem bylo Řecko, které dlouhá léta zakrývalo skutečný stav svých veřejných financí. Krize vypukla v roce 2009, kdy vyšlo najevo, že deficit veřejných financí v daném roce bude mnohem více než plánovaných zhruba 4 % HDP (nakonec dosáhl 15,1 % HDP).

Dluhová krize se řešila s pomocí překlenovacích půjček od Mezinárodního měnového fondu a od záchranných fondů eurozóny (EFSF, ESM), které měly za cíl zajistit financování postižených zemí do doby, než se obnoví důvěra finančních trhů. Překlenovací úvěry obdrželo Řecko, Irsko, Portugalsko a španělské banky. Dále v případě Řecka došlo na odpis velké části hodnoty řeckých dluhopisů v držení soukromého sektoru (státní bankrot) a také na prodloužení splatnosti a snížení úrokových sazeb u překlenovacích půjček, které Řecku poskytly členské státy eurozóny. Nezbytným předpokladem pro úspěch záchranných programů byla tvrdá úsporná opatření, která navrátila veřejné finance většiny postižených zemí na udržitelnou trajektorii (viz část „Kde udeří příští krize?“).

Současné dluhové problémy ve světě

Zraky ekonomů se momentálně upínají zejména na Čínu a na rostoucí zadlužení čínských domácností. Zadlužení domácností se nachází na 50 % HDP, což je na horní úrovni toho, co je považováno pro rozvojovou zemi za akceptovatelné. Podle predikce Mezinárodního měnového fondu by se mělo toto zadlužení zvýšit do roku 2023 dále na 60 % HDP. V poměru k disponibilnímu příjmu domácností dosahuje zadlužení 110 %. Zadlužení je tvořeno primárně úvěry na bydlení, v menší míře pak spotřebitelskými úvěry. V době, kdy se Čína snaží kvůli obchodním konfliktům přeorientovat svoji ekonomiku na vnitřní zdroje růstu, by případné dluhové

problémy čínských domácností a omezení jejich spotřeby bylo obzvláště nepříjemné.

Aby toho nebylo málo, riziko představuje i zadlužení čínských firem. To spolu s rizikovým vývojem spotřebitelského dluhu předznamenává možnou krizi bankovního sektoru. Část firemního dluhu byla emitována jako dluhopisy denominované v amerických dolarech. Po případném oslabení juanu vůči dolaru by mohly mít ty firmy, které se nezajistily proti kurzovému riziku, problém se splácením těchto dluhopisů.

Zadlužení USA se opět dostalo do hledáčku ekonomů. Tentokrát se nejedná o zadlužení amerických domácností, ale zadlužení samotné americké vlády. Určitá rizika se ale objevují i u firemního zadlužení, jelikož řada amerických firem využila dlouhé období rekordně nízkých úrokových sazeb a navýšila finanční páku.

Americké veřejné finance byly v přebytku naposledy v letech 1999 a 2000 za administrativy prezidenta Billa Clintona. Od té doby jsou veřejné finance USA v permanentním deficitu, který v letech 2009, 2010 a 2011, kdy bylo třeba sanovat finanční sektor zasažený finanční

krizí, přesahoval 10 % HDP. Zadlužení vládního sektoru se zvedlo až na 108 % HDP v roce 2017 z 53,2 % HDP v roce 2000, kdy bylo na nejnižší hodnotě od roku 1990.

Pokud by zůstaly zachovány současné parametry fiskální politiky, zvýšilo by se zadlužení dle naší analýzy (metodika analýzy viz následující část) až na 150 % HDP v roce 2030. Rostoucí zadlužení USA spolu se špatným managementem fiskální politiky (problémy se zvyšováním dluhového stropu, opakované zablokování financování federální vlády) vedly agenturu S&P ke snížení ratingu USA z AAA na AA+. Navzdory unikátní pozici Spojených států, kdy za dluhopisy

Spojených států jakožto bezrizikových aktiv není alternativa a drtivá většina finančních institucí je nucena do nich investovat, představuje vývoj veřejných financí USA riziko pro globální ekonomický vývoj.

Dluhové problémy sužují i africké země. Dle statistik Světové banky jejich veřejné zadlužení až do roku 2012 klesalo. Od roku 2007 pokleslo z průměru 56 % HDP až na 37 % HDP. V tu dobu ale došlo ke změně trendu. Do roku 2016 narostlo zpět na průměrných 56 % HDP. V porovnání s vyspělými zeměmi se 56 % HDP může zdát málo, ale dluhopisy afrických zemí jsou rizikovější a nesou tedy větší výnos. I relativně nízké

zadlužení (měřeno západními standardy) může znamenat vysoké náklady na financování dluhu. Nad některými africkými zeměmi tak visí hrozba dluhové krize – hovoří se například o Zambii. Případná dluhová krize v Africe by měla významné geopolitické implikace. Klíčovým věřitelem afrických zemí je totiž Čína.

Naší ambicí ovšem není identifikovat všechna dluhová rizika, zaměřili jsme se pouze na evropské země. Důvodem je geografická blízkost a ekonomická provázanost Česka s těmito zeměmi a také dostupnost metodicky srovnatelných dat potřebných ke zvolené metodě analýzy.

Kde udeří příští krize v Evropě?

Metodika analýzy dlouhodobé udržitelnosti dluhu

Metodika identifikace dluhových rizik se sektor od sektoru liší. Někdy se používají jednoduchá „palcová“ pravidla. Příkladem je relace dluhů domácností k jejich disponibilnímu důchodu nebo poměr firemního dluhu k EBITDA. K hodnocení zadluženosti veřejného sektoru se používá analýza vyhodnocující dlouhodobou udržitelnost relace dluhu k HDP. Stabilitu bankovního sektoru by měla hlídat pravidla pro relaci dluhu a kapitálu, pravidla pro likviditu a pravidelné zátěžové testy ukazující, jak by se tyto parametry změnily za jiných ekonomických podmínek.

Pro vyhodnocení dluhových rizik jsme aplikovali analýzu dlouhodobé udržitelnosti dluhu, která bývá používána pro vládní dluhy a zahraniční zadluženost. Stejnou metodu jsme ovšem v této analýze použili také na vyhodnocení dluhových rizik v sektoru domácností a ve firemním sektoru. Podrobnější technický popis použité metody je uveden v příloze.

Základem této metody je zodpovězení otázky, zda bude v dlouhodobém horizontu dluh vůči příjmům stabilní, nebo bude klesat či růst. Odpověď na tuto otázku určují následující parametry: výchozí výše dluhu, výsledky běžného hospodaření, tempo růstu příjmů a výše úrokových sazeb.

Srovnatelnost napříč sektory a zeměmi zajišťuje použití dat získaných podle stejné metodiky. V tomto případě jsme sáhli po národních účtech, které publikuje Eurostat. Národní účty jsou sestavovány pro tokové proměnné, jako jsou příjmy, výdaje, disponibilní důchod či HDP, ale také pro stavové proměnné, jako je objem aktiv či zadluženost. V podstatě jde o obdobu firemního výkazu zisku a ztrát a rozvahy.

Pro výpočet dluhové dynamiky jsme jako výchozí dluh vzali objem úvěrů a vydaných dluhopisů v jednotlivých sektorech (standardní definice celkového dluhu). Poslední dostupné údaje o dluzích v národních účtech jsou pro zvolenou skupinu zemí z roku 2017.

Dluh se každý rok zvětšuje či zmenšuje o čisté půjčky/výpůjčky. To je v podstatě výsledek hospodaření upravený o výdaje na spotřebu a všechny daně a dotace. Lze si ho pro jednoduchost představit jako peníze, které vám zůstanou po zaplacení všeho, včetně útrat za zboží a služby, které můžete použít na splácení dluhu nebo vytváření úspor.

Pro výpočet dluhové dynamiky je nezbytné spočítat „primární bilanci“, což znamená vyloučit z čistých půjček výdaje na úroky z dluhu. Pro účely analýzy předpokládáme, že domácnosti, firmy a vlády se budou chovat stejně jako v posledním známém roce a i nadále budou udržovat relaci své primární bilance ke svým důchodům jako v roce 2017.

Důchody se myslí čistý disponibilní důchod v případě domácností, resp. čistý zisk u firem. V případě vládního sektoru předpokládáme stabilní poměr primární bilance a hrubého domácího produktu.

Disponibilní důchod domácností a firemní zisky v modelu rostou v souladu s odhadovaným růstem HDP a

očekávanou inflací. Odhad růstu HDP vychází z dlouhodobého trendu pro jednotlivé země získaného statistickými metodami z historických dat. Dále do budoucna předpokládáme 2procentní inflaci, což je hodnota v souladu s cílem ECB a dalších centrálních bank.

Odhad vývoje úrokových nákladů vychází z hodnoty dluhu v předchozím roce a implicitní úrokové sazby z dluhu. Implicitní úroková sazba konverguje v projektovaném horizontu od poslední hodnoty spočtené na historických datech k dlouhodobému průměru (zpravidla používáme průměr za posledních 15 let).

Dluh se mění podle výše úrokových nákladů a výše primární bilance. Klíčovým výsledkem je dynamika dluhu v jednotlivých sektorech a zemích. Pokud při výchozí hodnotě dluhu a výši popsaných parametrů dluh v relaci k důchodu roste, je dluh dlouhodobě neudržitelný, a naopak. Respektive je možné spočítat, jaká musí být výše „primární bilance“, aby při zvolených úrokových sazbách, růstu ekonomiky, inflaci a výchozí hodnotě dluhu, dluh vůči důchodu stagnoval či klesal. Tuto požadovanou „primární bilanci“ můžeme srovnat s její aktuální hodnotou v daném sektoru a zemi.

Pro výpočet udržitelnosti zahraničního dluhu země jsme použili podobnou metodu, kdy dynamika zahraničního dluhu závisí na „primárním saldu“ běžného účtu platební bilance, úrokových nákladech placených do zahraničí a výchozí hodnotě zahraničního dluhu.

Výsledky

Celkem byly analyzovány dluhy ve čtyřech oblastech ve 27 evropských zemích. V 92 případech dopadl test pozitivně, v 16 případech poukázal na riziko dlouhodobé neudržitelnosti dluhu při nezměněném chování subjektů v daném sektoru a zemi. Konkrétní výsledky uvádí následující tabulka.

Tab. 1 Výsledky analýzy dlouhodobé udržitelnosti dluhu

	Domácnosti	Firmy	Vládní sektor	Zahraniční dluh
Belgie	ano	ano	ano	ano
Bulharsko	ano	ano	ano	ano
Česko	ano	ano	ano	ano
Dánsko	ano	ano	ano	ano
Německo	ano	ano	ano	ano
Estonsko	ano	ano	ano	ano
Irsko	ano	ano	ano	ano
Řecko	ne	ano	ano	ano
Španělsko	ano	ano	ano	ano
Francie	ano	ano	ne	ano
Chorvatsko	ano	ano	ano	ano
Itálie	ano	ano	ne	ano
Kypr	ne	ne	ano	ne
Lotyšsko	ano	ano	ano	ano
Litva	ne	ano	ano	ano
Maďarsko	ano	ano	ano	ano
Nizozemsko	ano	ano	ano	ano
Rakousko	ano	ano	ano	ano
Polsko	ne	ano	ano	ne
Portugalsko	ano	ano	ne	ano
Rumunsko	ne	ano	ano	ne
Slovinsko	ano	ano	ano	ano
Slovensko	ano	ano	ano	ne
Finsko	ne	ano	ano	ano
Švédsko	ano	ano	ano	ano
Velká Británie	ano	ano	ne	ne
Norsko	ano	ano	ano	ano

Zdroj: Deloitte

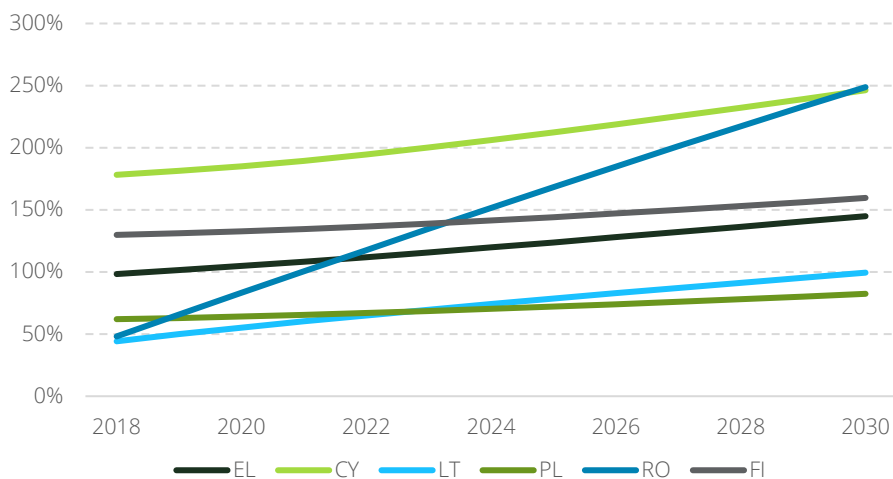
Zadlužení domácností

Naše analýza ukazuje, že dluhy domácností nejsou na udržitelné trajektorii v 6 evropských zemích. Jsou to Řecko, Kypr, Litva, Polsko, Rumunsko a

Finsko. Do roku 2030 by se v Řecku poměr dluhu domácností k jejich disponibilnímu důchodu zvýšil o 50 procentních bodů na 145 %, v případě Kypru o 71 procentních bodů na 246 %,

v Litvě o 61 procentních bodů na 91 %, v Polsku o 21 procentních bodů na 82 %, v Rumunsku o 219 procentních bodů na 249 % a ve Finsku o 31 procentních bodů na 160 %.

Obr. 1 Země s rostoucí trajektorií dluhů domácností v relaci k disponibilnímu důchodu



Zdroj: Deloitte

Firemní dluhy

Neudržitelné firemní dluhy analýza identifikovala pouze na Kypru, kde by se do roku 2030 relace finančních závazků firem k jejich příjmům zvýšila z 20,4 na 24,9. Nicméně Kypr je specifickým příkladem, neboť z daňových důvodů zde má sídlo velký počet firem původně

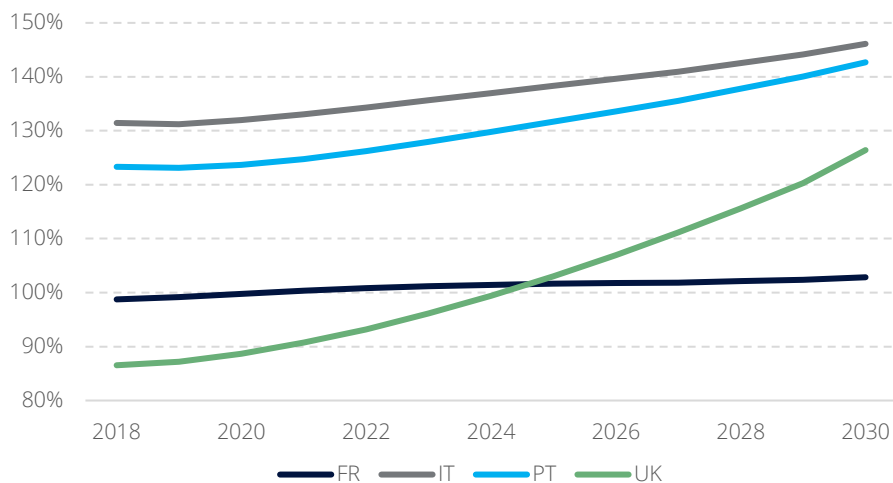
z jiných zemí. Mírně by se tento poměr zvýšil také ve Švédsku, nicméně tam je na poloviční úrovni a indikované zvýšení je relativně malé.

Dluhy vládního sektoru

Výsledky testu udržitelnosti vládního dluhu potvrdily některé „známé

podezřelé“, ale odhalily také země, o nichž se tak často v této souvislosti nemluví. Problém s trvale rostoucím vládním dluhem v poměru k HDP by mohly mít následující země: Francie, Itálie, Portugalsko a Velká Británie.

Obr. 2 Země s rostoucí trajektorií dluhu vládního sektoru v relaci k HDP



Zdroj: Deloitte

Vládní dluh Francie by při současném nastavení fiskální politiky stoupal sice pomalu, bez změny kurzu vlády ovšem trvale. V roce 2030 by dosahoval 103 % HDP. Vládní dluh Itálie by se ve stejném časovém rozmezí zvýšil o 15 procentních bodů na 146 % HDP. Dluhy portugalské vlády by stouply o 18 procentních bodů na 143 % HDP. Nejrychleji poroste zadlužení britské vlády, nedojde-li ke korekci fiskální politiky anebo výraznému zrychlení růstu ekonomiky. Do roku 2030 by se britský vládní dluh měl zvýšit o 39 procentních bodů na 126 % HDP.

Za pozitivum lze považovat, že po 10 letech úsporných opatření a odpisů dluhů se dostalo na udržitelnou trajektorii veřejné zadlužení Řecka. Z aktuálních zhruba 170 % HDP by při současném nastavení fiskální politiky mělo do roku 2030 poklesnout veřejné zadlužení ke 120 % HDP. Nemaou měrou k tomuto přispěly uměle snížené úrokové sazby u půjček od evropského stabilizačního fondu ESM.

Zahraniční dluh

Testem udržitelnosti zahraničního dluhu neprošlo 5 zemí. Jsou mezi nimi Kypr, Polsko, Rumunsko, Slovensko a Velká Británie. Zahraniční dluh Kypru by se za stávajících podmínek zvýšil do roku 2030 o 163 procentních bodů na 715 % HDP. Polský zahraniční dluh by stoupl o 17 procentních bodů na 85 % HDP a dále by stoupal. Zahraniční dluh Rumunska se ve stejném období zvýší o 41 procentních bodů na 93 % HDP. Slovenský zahraniční dluh stoupne o 10 procentních bodů na 121 % HDP. A konečně zahraniční dluh

Velké Británie vzroste o 21 procentních bodů na 333 % HDP.

Celkové hodnocení

Celkem si v testu udržitelnosti zadlužení v jednotlivých sektorech nejhůře vedl Kypr, kde test identifikoval neudržitelnou trajektorii dluhu ve třech oblastech (domácnosti, firmy, zahraniční dluh). O druhou příčku se dělí Rumunsko a Velká Británie se dvěma problematickými sektory. V případě Rumunska jde o domácnosti a zahraniční dluh. Ve Velké Británii jsou potenciálním problémem dluhy vládního sektoru a zahraniční dluh.

Zadlužení sektorů české ekonomiky

Zadlužení všech sektorů české ekonomiky jsme identifikovali jako dlouhodobě udržitelné.

Zadlužení českých veřejných financí aktuálně činí 32,7 % HDP. V horizontu 10 let by při udržení přebytku primární bilance a při pokračování ekonomického růstu mělo zadlužení postupně klesnout k 14 % HDP.

Zadlužení domácností se momentálně nachází na úrovni 60 % čistého disponibilního příjmu. Čeští spotřebitelé by měli při současném chování i v budoucnu zůstat v primárním přebytku – při současné míře úspor by nárůst disponibilních příjmů v budoucnu měl pokrýt úroky z dluhů. V poměru k disponibilnímu důchodu domácností by mělo jejich zadlužení v budoucnu klesnout až na 34 % čistého disponibilního důchodu v roce 2030.

Zahraniční zadlužení je rovněž dlouhodobě udržitelné. Kvůli devizovým intervencím ČNB sice vzrostlo až k 90 % HDP, ale v desetiletém výhledu by se mělo postupně snížit až na 60 % HDP. Česká ekonomika totiž vykazuje od roku 2014 přebytek běžného účtu platební bilance. Od roku 2016 je dokonce přebytek běžného účtu větší než úroky placené z vnějšího dluhu – ekonomika je v primárním přebytku. Primární přebytek by měl postupně snižovat vnější zadlužení v poměru k HDP.

Nejzajímavější je budoucí vývoj zadlužení firem. To bude mít v budoucnu dle naší analýzy tendenci se zvětšovat. Aktuálně činí firemní zadlužení 2,6násobek čistého provozního přebytku (EBIT). Ve výhledu by se měl navyšovat na 3,3násobek. Důvodem rostoucího zadlužení firem je příliš nízká „primární bilance“, resp. čistě půjčky a výpůjčky firemního sektoru. Ziskovost firemního sektoru v České republice je vysoká, nicméně když se zohlední čisté kapitálové transfery, zahrnující investiční dotace a rozsah investiční aktivity, jsou výsledky mnohem méně příznivé a staví firemní sektor před riziko narůstající zadluženosti.

Nicméně růst firemního dluhu je za stávajících podmínek pozvolný a v mezinárodním srovnání zůstává zadlužení nízké (průměr všech 28 států EU by tou dobou měl činit 3,9násobek). Výsledek se dá interpretovat tak, že při současném chování by firmy navyšovaly svoji finanční páku. Rizikem pro vývoj firemního zadlužení však může být omezení dotací z EU v budoucnosti.

Shrnutí

Dluhové krize nejsou zažehnány. Často se mluví o rychle rostoucím zadlužení domácností v Číně nebo příliš uvolněné fiskální politice v USA. V této analýze jsme se zaměřili na riziko neudržitelné zadluženosti v evropských zemích. Identifikovali jsme 16 potenciálně rizikových oblastí podle sektoru a země.

V případě zadluženosti domácností jsme problém identifikovali v 6 zemích. Patří mezi ně Řecko, Kypr, Litva, Polsko, Rumunsko a Finsko.

Firemní sektor je relativně zdravý, neudržitelné firemní dluhy analýza identifikovala pouze na Kypru.

Neudržitelnou trajektorii dluhu vládního sektoru vykazují 4 země: Francie, Itálie, Portugalsko a Velká Británie. Bez korekce fiskální politiky bude dluh v poměru k HDP v těchto zemích i nadále stoupat.

Testem udržitelnosti zahraničního dluhu neprošlo 5 zemí. Jde o Kypr, Polsko, Rumunsko, Slovensko a Velkou Británii.

Detailní pohled na českou ekonomiku ukazuje bezproblémový vývoj zadluženosti domácností, vlády a zahraničního dluhu České republiky.

Oblastí, která si do budoucna zaslouží podrobnější pohled, je vývoj příjmů a zadluženosti firemního sektoru. Bez značného objemu dotací a při stávající investiční aktivitě by zadluženost tohoto sektoru mohla neustále stoupat. Nicméně výchozí nízká úroveň zadluženosti a pozvolná trajektorie zvyšování dluhu prozatím obavy zmírňují.

Příloha

Metodika hodnocení dlouhodobé udržitelnosti

Vývoj vládního dluhu lze popsat následující pohybovou rovnicí:

$$D_t = (1 + i_t)D_{t-1} - PB_t, \quad (1)$$

kde D_t značí vládní dluh, PB_t primární bilanci (bilanci nezahrnující úrokové výdaje) a i_t nominální úrokovou míru, kterou jsou úročeny vládní dluhopisy (vše v čase t). Rovnice popisuje, že vládní dluh se navyšuje o úroky z dluhu, naopak se snižuje o primární přebytek (nebo naopak navyšuje o primární deficit).

Vydělíme-li rovnicí (1) nominálním HDP (součinem reálného HDP Y_t a cenové hladiny P_t), dostaneme tvar:

$$\frac{D_t}{P_t Y_t} = \frac{(1+i_t)}{(1+\pi_t)(1+g_t)} \frac{D_{t-1}}{P_{t-1} Y_{t-1}} - \frac{PB_t}{P_t Y_t},$$

kde π_t značí inflaci a g_t reálný růst HDP. Z definice reálné úrokové míry r_t se dá výše uvedená rovnice přepsat do tvaru:

$$d_t = \frac{(1+r_t)}{(1+g_t)} d_{t-1} - pb_t, \quad (2)$$

kde d_t je veřejné zadlužení v poměru k HDP a pb_t primární bilance v poměru k HDP. Z rovnice (2) vyplývá, že za jinak stejných okolností zvyšuje dluh v poměru k HDP reálná úroková míra, počáteční úroveň dluhu v poměru k HDP; naopak dluh snižuje reálný růst ekonomiky a přebytek primární bilance. Rovnice (2) se dá dále přepsat na tvar:

$$d_t - d_{t-1} = \frac{(r_t - g_t)}{(1+g_t)} d_{t-1} - pb_t, \quad (3)$$

který kvantifikuje dynamiku dluhu vůči HDP. Zásadní pro dynamiku dluhu je rozdíl mezi reálnou úrokovou mírou a mírou růstu ekonomiky a také výše primární bilance v poměru k HDP. Je-li růst ekonomiky vyšší než reálná úroková míra, může si země dovolit sestavovat rozpočty s primárním deficitem. Je-li naopak růst ekonomiky nižší než reálná úroková míra, musí země sestavovat rozpočty s primárním přebytkem. Z rovnice (3) lze odvodit výši primární bilance stabilizující poměr dluhu k HDP (pb_t^*), kdy $d_t - d_{t-1} = 0$.

$$pb_t^* = \frac{(r_t - g_t)}{(1+g_t)} d_{t-1} \quad (4)$$

Rovnice (4) ukazuje, že primární bilance nutná ke stabilizaci dluhu k HDP je přímo úměrná zadlužení v poměru k HDP. Jestliže je reálná úroková míra vyšší než růst ekonomiky, je potřeba primární přebytek ke stabilizaci dluhu k HDP. Rovnice (4) se dá také interpretovat jako úroveň dluhu, která je udržitelná při dané primární bilanci. Pro posouzení, zdali je dluh určité země udržitelný či nikoliv, porovnáváme aktuální primární bilanci s pb_t^* .

Výše uvedená metodika popisuje posouzení udržitelnosti veřejného dluhu k HDP. Po určité modifikaci ji však používáme i pro hodnocení udržitelnosti spotřebitelského dluhu k disponibilním příjmům, firemního dluhu k EBITDA a zahraničního dluhu k HDP.

Autoři



David Marek
dmarek@deloittece.com
+420 606 656 599



Václav Franče
vfrance@deloittece.com
+420 608 233 624

Deloitte.

Deloitte označuje jednu či více společností Deloitte Touche Tohmatsu Limited, britské privátní společnosti s ručením omezeným zárukou („DTTL“), síť jejich členských firem a jejich spřízněných subjektů. Společnost DTTL a každá z jejich členských firem představuje samostatný a nezávislý právní subjekt. Společnost DTTL (rovněž označovaná jako „Deloitte Global“) služby klientům neposkytuje. Více informací o naší globální síti členských firem je uvedeno na adrese www.deloitte.com/cz/onas.

Společnost Deloitte poskytuje služby v oblasti auditu, poradenství, právního a finančního poradenství, poradenství v oblasti rizik a daní a související služby klientům v celé řadě odvětví veřejného a soukromého sektoru. Díky globálně propojené síti členských firem ve více než 150 zemích a teritoriích má společnost Deloitte světové možnosti a poznatky a poskytuje svým klientům, mezi něž patří čtyři z pěti společností figurujících v žebříčku Fortune Global 500®, vysoce kvalitní služby v oblastech, ve kterých klienti řeší své nejkompexnější podnikatelské výzvy. Chcete-li se dozvědět více o způsobu, jakým zhruba 245 000 odborníků dělá to, co má pro klienty smysl, kontaktujte nás prostřednictvím sociálních sítí Facebook, LinkedIn či Twitter.

Společnost Deloitte ve střední Evropě je regionální organizací subjektů sdružených ve společnosti Deloitte Central Europe Holdings Limited, která je členskou firmou sdružení Deloitte Touche Tohmatsu Limited ve střední Evropě. Odborné služby poskytují dceřiné a přidružené podniky společnosti Deloitte Central Europe Holdings Limited, které jsou samostatnými a nezávislými právními subjekty. Dceřiné a přidružené podniky společnosti Deloitte Central Europe Holdings Limited patří ve středoevropském regionu k předním firmám poskytujícím služby prostřednictvím více než 6 000 zaměstnanců ze 44 pracovišť v 18 zemích.

Tato publikace obsahuje pouze obecné informace a společnost Deloitte Touche Tohmatsu Limited ani žádná z jejich členských firem či jejich spřízněných podniků (souhrnně „síť společností Deloitte“) jejím prostřednictvím neposkytuje odborné rady a služby. Přijetí jakéhokoliv rozhodnutí či jednání, které může mít dopad na Vaše finance či podnik, byste měli konzultovat s kvalifikovaným odborným poradcem. Žádný subjekt v rámci sítě společností Deloitte nenese odpovědnost za ztráty vzniklé jakýmkoli osobám v důsledku použití této komunikace.