



# SPECIÁLNÍ ANALÝZA

EU Office | Únor 2016



## Zbavili jsme se příčiny krize? Zadlužení v EU

Vít Macháček

EU Office

**ERSTE**   
Corporate Banking

## Úvod

Téma zadlužení pravidelně rezonuje v médiích. Nebývá to však jen v souvislosti s finanční krizí zmítajícím se Řeckem – dluh je hybatelem vzniku celé finanční krize. Hospodářská krize totiž velmi citelně zasáhla nejen členské státy, ale i další subjekty ekonomiky obecně.

Ekonomové se neshodnou na způsobech řešení finanční krize, která postihla euro-atlantskou civilizaci v poslední dekádě, ale poměrně jednoznačně se shodnou na jejich příčinách – akumulaci dluhů v nejrůznější podobě. Od pádu Lehman Brothers a odstartování hospodářské krize již uplynulo 7 let a Evropská unie jako celek se snad již konečně vrátila k dlouhodobě udržitelnému hospodářskému růstu. Využijme tedy tuto příležitost k rekapitulaci a podívejme se, jak se podařilo Evropské unii se s rostoucím dluhem a jeho jednotlivými segmenty vyrovnat.

Od konce hospodářské krize se zadlužení v Evropské Unii určitě nesnižuje, dokonce mírně stoupá. Poměrně výrazně stoupl veřejný dluh, naopak v podnicích dluh jasně poklesl. Nicméně je třeba si uvědomit velké strukturální rozdíly – dluh se v EU koncentruje především na západě, východní státy tolik zasaženy nejsou.

Nové členské státy jsou na tom z hlediska dluhu velmi dobře (s výjimkou Kypru). Rozdíl je patrný ve všech sektorech, nicméně ten největší je v nejméně zadluženém finančním sektoru. Česká republika je v poměru ku HDP 5. nejméně zadluženou zemí v EU. Nižší je podíl dluhů ve všech sektorech, ale rozdíl je obzvláště patrný v sektoru finančním.

České subjekty dohromady dluží 159 % HDP, což v přepočtu na osobu činí cca 23 000 EUR. Dvě třetiny z této částky si rozděluje veřejný sektor a nefinanční podniky, zbytek se rovnoměrně dělí mezi domácnosti a finanční instituce.

Dluh je přirozenou a nutnou součástí jakékoliv tržní ekonomiky – podle některých teoretiků peníze samotné vznikly jako prostředek evidence dluhu. Na druhou stranu ale dluh odjakživa vzbuzuje velké kontroverze, protože jeho se účinky (hlavně s vzrůstající úrovní) mohou snadno zvrátit a obrátit se proti svému majiteli.

Podle ekonomů Hymana Minskeho je dluh hlavním důvodem existence hospodářských cyklů – s tím jak roste ekonomika, se firmy, vlády i domácnosti více zadlužují a roste konkurence ve finančním sektoru.

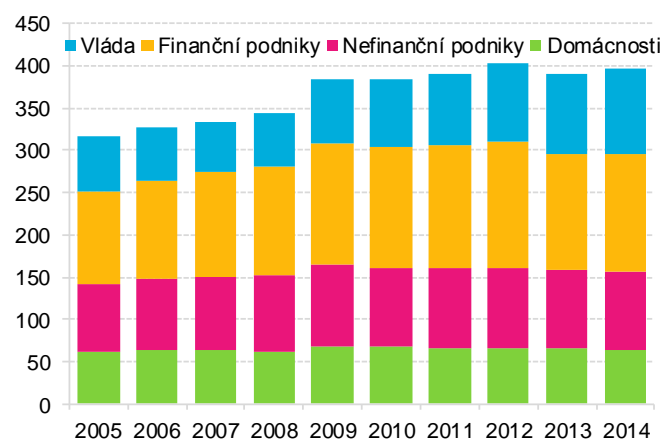
Z toho důvodu začínou investice proudit do rizikovějších projektů, až se v jednu chvíli dluh zvýší do neudržitelných úrovní. V tu chvíli přichází nápravný mechanismus v podobě ekonomického poklesu, který by měl tedy logicky být doprovázen tzv. odpákováním ekonomiky – tedy snižováním celkového zadlužení. Otázkou tedy je, jakým způsobem se toto „oddlužování“ dá provádět, ale to by bylo na samostatnou studii.

Celkové zadlužení je v tomto reportu spočítáno na základě dat Eurostatu v podobě detailní rozvahy v nejrůznějších sektorech. Jako dluhy se počítají veškeré závazky vedené jako půjčky a emitované dluhové instrumenty. Do analýzy byly zařazeny všechny země Evropské osmadvacitky.

## Evropské unii se nedaří dostat z dluhů

Dalo by se očekávat, že se státy poučí z nepříznivého vývoje v zemích, ve kterých musel zasahovat Mezinárodní měnový fond finančními injekcemi. Bohužel se ukazuje, že celkové zadlužení v EU neklesá – v současné době činí celkový dluh přibližně čtyřnásobek evropského HDP. Ve srovnání s dluhem v roce 2009, tedy bezprostředně po propuknutí hospodářské krize, vyrostl do roku 2014 o 15 p. b. Úsporná opatření v EU jako celku nevedla ke snížení dluhu. Dluh v EU narůstá zejména ve státním sektoru – zatímco v roce 2007 činil podíl vládního dluhu na HDP méně než 60 %, v roce 2014 již překonal magickou hranici 100 %. Jediným sektorem, ve kterém se podíl dluhu za celou Unii stabilně snižuje – probíhá „odpákování“ byl ten, který je v porovnání s velikostí nejméně významný – dluh domácností. Ani toto snížení však nebylo zvláště významné – zatímco v roce 2009 měly domácnosti napůjčováno 68 % evropského HDP, v roce 2014 to bylo 64 %.

Vývoj zadlužení v EU (v % HDP)



Zdroj: Eurostat

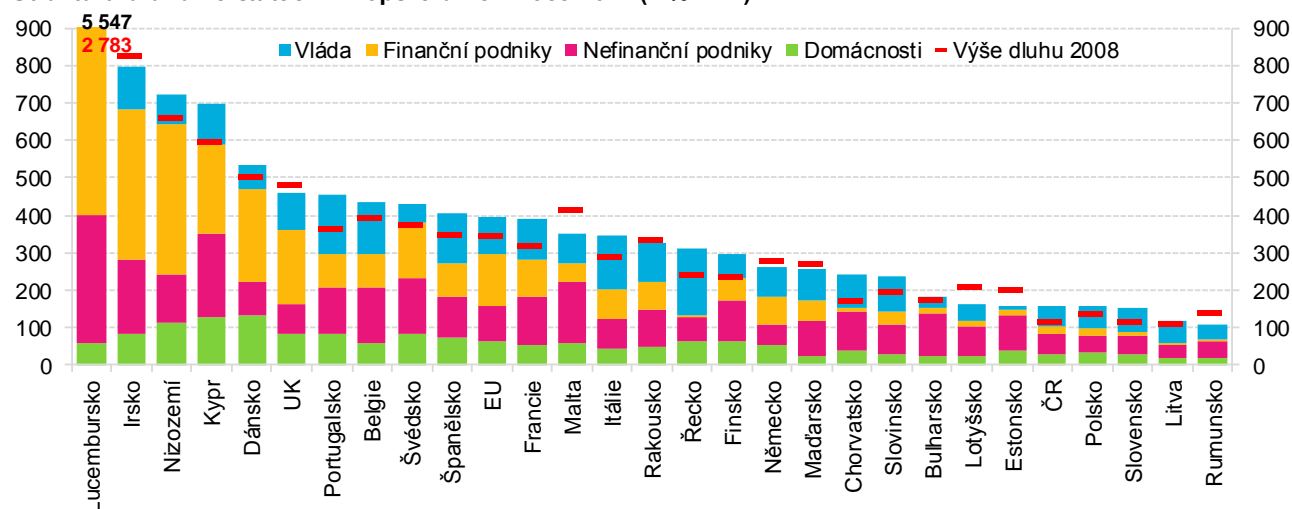
V absolutním vyjádření dluh domácností prakticky stagnoval, takže relativní pokles odpovídá spíše růstu HDP. Trend v ostatních sektorech – tj. nefinančních i finančních podnicích – není jednoznačný. Zatímco v letech těsně po krizi dluhy mírně rostly, od roku 2013 se zdá, že velmi pomalu klesají.

Situace vypadá ještě znepokojivěji, pokud současné zadlužení porovnáme s vyloženě předkrizovou dobou. Masivní zadlužování (zejména ve finančním sektoru) na obou stranách Atlantiku, které vedlo k otevřenému propuknutí krize, ještě určitou dobu bublalo pod povrchem. Ve srovnání s rokem 2005 vzrostl dluh Evropská unie v poměru k HDP o 80 procentních bodů na celkových téměř 400 % HDP.

Zdaleka největší část dodatečného dluhu připadá státnímu dluhu, následované dluhem finančních korporací. Také domácnosti a nefinanční podniky si připsaly mírný nárůst svého dluhu vůči HDP.

## Vítězové a poražení

Struktura dluhu ve státech Evropské unie v roce 2014 (v % HDP)



Zdroj: Eurostat; pro srovnání uvedena výše celkového zadlužení za rok 2008

Z pohledu na výsledky jednoznačně vyplývá, že výrazně zadluženější jsou země tzv. „staré Evropy“. Jednoznačně nejzadluženější zemí EU je Lucembursko, které „dluží“ těžko uvěřitelný 55násobek svého HDP. Přes 90 % z této částky je vytvořeno finančním sektorem – Lucembursko díky své daňové soustavě přitahuje finanční domy z celého světa.

Západ Evropy je jednoznačně zadluženější – přes 500 % HDP dluží Irsko, Nizozemsko, Velká Británie i Dánsko. Na druhém konci žebříčku naopak jsou prakticky výlučně nové členské státy.

Jedinou výjimkou je Kypr, který dluží sedminásobek své roční produkce. Nejméně zadlužené Rumunsko dluží přibližně tolik, kolik toho za rok vyprodukuje.

Zajímavé je, že Rumunský finanční sektor prakticky není zadlužený – finanční dluh představuje méně než 5 % HDP.

Kromě Rumunska konec žebříčku obsadil prakticky celý region CEE. Litva, Slovensko, Polsko, Česká republika, Estonsko i Lotyšsko mají dluh nižší než 200 % HDP. Slovinsko, Maďarsko a Chorvatsko tuto hranici překračují, nicméně průměr Evropské unie je stále vůči této hranici dvojnásobný. Nejméně zadlužené státy západní Evropy – Německo a Finsko – dluží méně než 300 % svého HDP. Pro někoho může být překvapivá situace Řecka – z hlediska celkového zadlužení se jedná o třetí nejméně zadluženou zemi staré evropské patnáctky, byť s výrazně větším zadlužením státu.

Je potřeba nepaušalizovat - v rámci jednotlivých členských států existují velké rozdíly i v dynamice dluhu. Devět členských států dokázalo snížit své zadlužení. Rekordmanem je Malta, která od roku snížila dluh o 60 procentních bodů na 350 % svého HDP.

Pozoruhodné úspěchy jsou vidět v Pobaltí, které bylo krizí a náhlým odlivem kapitálu velmi tvrdě zasaženo. Přesto se Estonsku i Lotyšsku podařilo snížit své zadlužení o více než čtyři desítky procentních bodů HDP. Úspěch se v tomto směru dá připsat i Rumunsku, Irsku či Velké Británii.

Na druhou stranu 19 členským státům Evropské unie se snížit dluhy nepodařilo a dokonce 17 z nich ho zvýšilo o více než 20 procentních bodů. Alarmujícím případem je už dříve zadlužené Lucembursko, kterému nabobtnal finanční dluh, a celkové zadlužení se zvýšilo o 27násobek tamního HDP.

U ostatních zemí změny nejsou tak dramatické – druhé největší zadlužení zasáhlo Kypr, který zvýšil své zadlužení o 100 procentních bodů, Portugalsko a Řecko si pohoršilo o více než 90 respektive 75 procentních bodů.

Velmi špatně dopadla také Francie – jedna z největších Evropských ekonomik se zadlužila o více než 70 procentních bodů na současných 390 % HDP. Avšak stále je ještě pod průměrem Evropské unie.

## Dluh domácností

Nejmenší příspěvek k celkovému zadlužení v EU vytváří sektor domácností – v roce 2014 činil dluh domácností cca 15 % z celkového dluhu. Do dluhu domácností se započítávají zejména hypotéky, kreditní karty a jiné formy spotřebitelských úvěrů. Podobně jako v případě celkového zadlužení je zadlužení domácností výrazně vyšší v původních členských zemích než v nových (a opět s čestnou výjimkou Kypru).

Dluh domácností je ze všech sektorů nejstabilnější – v předkrizových dobách dlužily domácnosti těsně přes 62 % HDP. Díky turbulencím na finančních trzích se v dluh roce 2009 jednorázově vyšplhal až na 68 %. Od té doby se zadlužení domácností pomalu vrací zpět k 64 % - můžeme mluvit o odpákování.

Nejzadluženější zemí z hlediska domácností je Dánsko, jehož domácnosti dluží přibližně 1,3x dánské HDP. Analýza dánské centrální banky ale ukazuje, že dánský dluh je koncentrován v rukou domácností s nejvyššími příjmy a nepředstavuje tak vysoké riziko pro makroekonomickou stabilitu. V těsném závěsu za Dánskem je Kypr, který se dlouhou dobu vyhříval v roli finanční brány do EU, v poslední době však narazil. Také v Nizozemsku dluží domácnosti více než 100 % svého HDP.

Pozici nejméně zadlužených domácností v Evropě obsadilo Rumunsko, kde domácnosti dluží pouhých 18 % jejich HDP.

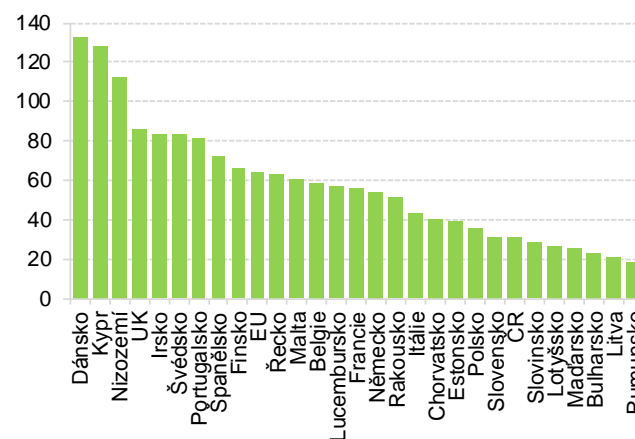
Všechny středoevropské a východoevropské země mají zadlužení pod 40 % HDP.

## Dluh podniků

Podnikové finance analyzujeme ve 2 sektorech – v rámci finančních institucí i podniků, které se financemi nezabývají a pouze je využívají k realizaci svých investic. U podniků se jedná o úvěry od bank a hodnotu vydaných dluhopisů. V případě finančních institucí se jedná o závazky na mezibankovním trhu i vůči jiným institucím a také emitované dluhopisy. V loňském roce činil dluh podniků celkem téměř 60 % celkového zadlužení, z čehož dvě třetiny tvoří zadlužení finančního sektoru.

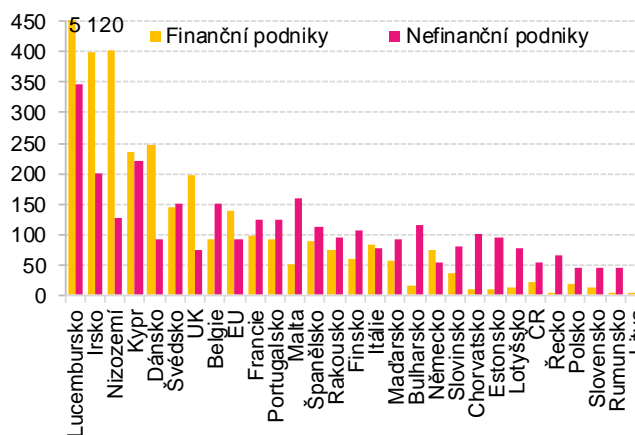
Nejzadluženější zemí Evropské unie je z hlediska podniků Lucembursko, jehož zadlužení je tak vysoké, že jej řadí na první místo z hlediska celkového zadlužení. Díky legislativnímu prostředí, které láká finanční instituce je jejich zadlužení ve výši 40násobku HDP skutečně astronomické.

Zadlužení domácností v roce 2014 (v % HDP)



Zdroj: Eurostat

Podnikový dluh v roce 2014 (v % HDP)



Zdroj: Eurostat; řazeno dle součtu obou ukazatelů

Nadstandardní expozice na finanční sektor se Lucembursku prozatím vyplácí – hospodářský výkon Lucemburska nebyl krizí zasažen více než jiné státy s nižší expozicí. Nicméně co není, může být – od roku 2010 se enormní expozice na finanční sektor v Lucembursku zdvojnásobila.

Dalším státem v pořadí je Irsko, které je svým finančním dobrodružstvím dobře známé. Kypr na čtvrtém místě obrázek jen dokresluje. Nejméně zadlužený je bankovní sektor v Lotyšsku a v Rumunsku, kde se finanční instituce na celkovém dluhu podílí méně než 5 %.

Z hlediska nefinančních podniků je situace velmi podobná - nejzadluženější jsou podniky v Lucembursku, na Kypru a v Irsku, v těchto zemích podniky dluží více než 200 % HDP. Také nefinanční podniky jsou na západě Evropy zadluženější než na východě, rozdíl nicméně nejsou tak propastné. Zatímco ve většině zemí Západní Evropy dluh finančních institucí významně převyšuje dluh ostatních podniků, v nových členských státech je tomu naopak. Dluhové financování je potřeba ve všech zemích, ale finanční sektor se významně rozvíjí až od určité úrovně rozvoje.

## Státní dluh

Veřejný dluh je mediálně silně propíraný a je k tomu také důvod – ze všech sektorů roste nejrychleji. Zatímco ještě v roce 2007 státní rozpočty dlužily méně než 60 % evropského HDP, v roce 2014 již dluh překonal magickou hranici 100 %.

Za pouhých 7 let se státy zadlužily o více než polovinu – a to v době, kdy téměř všechny evropské státy prováděly více či méně přísná úsporná opatření.

Politika úspor se ukázala jako neúspěšná, pravděpodobně nikdo ale nedokáže spolehlivě odpovědět na otázku, jaká politika by vedla k větším úspěchům. Nejzadluženější veřejný rozpočet v Evropské unii mají v Řecku.

Nezodpovědná fiskální politika v době před krizí i nevhodně nastavená úsporná opatření nevedla ke snížení řeckého dluhu ale naopak – státní dluh akceleroval a v roce 2014 dosahoval téměř 180 % HDP, je tedy o polovinu větší než před krizí.

Také další stupně „vítězů“ jsou známé – na druhém místě se umístilo Portugalsko, kde dluh přesahuje 150 % HDP a Itálie, která se pohybuje těsně pod stejnou hranicí. Pro někoho může být překvapivá Belgie, o níž se jako o zadluženém státu příliš nemluví, ale celkem vláda dluží 140 % domácího produktu.

Politici se ale mají chválit – nejméně zadluženou zemí v EU je Estonsko, jejíž vláda zjevně odmítá obohacovat současnou generaci na účet té budoucí. Estonské veřejné rozpočty dluží pouze 12 % domácího HDP. Estonsko je ale spíše výjimkou potvrzující pravidlo – pod hranici 40 % HDP se vejde už pouze Lucembursko (25 % HDP) a Bulharsko (29 % HDP).

## Česká republika

Česká republika určitě patří mezi nejméně zadlužené země v Evropské unii – celkový dluh činí něco málo přes třetinu průměrného zadlužení Evropské unie – díky tomu je ČR 5. nejméně zadlužená země v EU. Zadlužení České republiky ale roste rychleji než zadlužení v Evropské unii.

Zatímco v Evropské unii se celkové zadlužení zvýšilo o čtvrtinu, v tuzemsku vyskočilo o více než polovinu. V roce 2014 tak celkový dluh činil celkem 159 % českého HDP. V absolutních číslech česká ekonomika nashromáždila 245 miliard eur dluhů, což přibližně odpovídá 23 000 EUR na osobu.

To neznamená, že by tolik dlužil každý jednotlivec – dluh domácností na osobu činí přibližně 4 500 EUR, tedy něco přes 100 000 korun. Český dluh je ze třetiny tvořen nefinančním podniky a z další třetiny veřejnou správou.

Dluh finančních institucí je v České republice v porovnání s ostatními zeměmi velmi malý – tvoří 20 % českého HDP.

V porovnání s Evropskou unií je rozdíl až sedminásobný – finanční dluh tvoří největší rozdíl mezi státy celého regionu střední a východní Evropy (CEE) regionu reprezentovaný Českou republikou a Evropskou unií.

Česká republika se také pomalu, ale jistě zadlužuje. Nejrychleji se zadlužuje státní správa – zatímco v roce 2005 veřejné rozpočty dlužily necelých 30 % HDP, dnes již tato částka překračuje 50 %.

Znatelný rozdíl je také u nefinančních podniků, které své dluhové portfolio rozšířily o 15 procentních bodů z HDP na dnešních 53 % a u domácností, kde ve stejné době vystoupal z 15 % na necelou třetinu HDP.

## Struktura dluhu v ČR a EU

	ČR		per capita	EU		per capita
	2005	2014	2014 (EUR)	2005	2014	2014 (EUR)
<b>Domácnosti</b>	17 %	20 %	4 562	19 %	16 %	17 735
<b>Nefinanční podniky</b>	38 %	34 %	7 868	25 %	23 %	25 284
<b>Finanční podniky</b>	15 %	13 %	2 994	35 %	35 %	38 323
<b>Veřejný dluh</b>	29 %	34 %	7 792	21 %	26 %	27 941
<b>Celkový dluh</b>	<b>97 % HDP</b>	<b>159 % HDP</b>	<b>23 228</b>	<b>317 % HDP</b>	<b>398 % HDP</b>	<b>109 282</b>

Zdroj: Eurostat

## Řecko

Ze čtení zpravodajství člověk snadno nabude pocitu, že Řekové jsou ve svém zadlužování nedostižní. Nicméně pohled na statistiky toto tvrzení značně relativizuje. V celkovém dluhu se Řekové umístili až na 15. místě z členských států EU, tedy až ve druhé polovině.

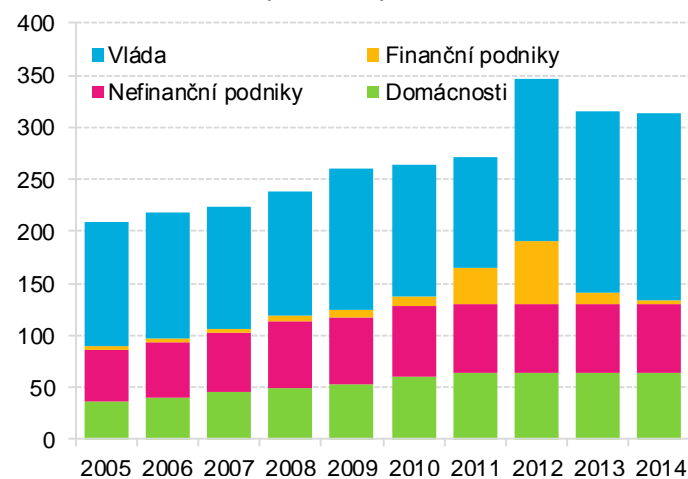
Celkový dluh sice mírně překračuje trojnásobek HDP, ale je stále ještě menší než průměr Evropské unie. Řecko trpí vysokým veřejným dluhem, který je největší v Evropské unii, ale pokud se podíváme na součet soukromých dluhů, tak je jen mírně vyšší než v České republice. Podobně jako v České republice se dluh postupně zvyšuje.

V Řecku se v minulosti objevil také problém s vysoce zadluženým finančním sektorem, který byl naplněn „toxickými“ aktivy a řecké banky tak měly potíž splácet své závazky. V době

svého vrcholu v roce 2012 dosáhl až na 60 % HDP. Pak ale došlo k jednorázové restrukturalizaci a finanční dluh se dramaticky snížil až na méně než 5 % v roce 2014. Ani v době nejhoršího dluhu ale v Řecku celkový dluh nepřekročil průměr Evropské unie, ale spíše se pohyboval hluboko pod ním.

Řecko trpí obrovským zadlužením státních rozpočtů. Tento dluh se ale nedá en bloc přenášet na všechny Řeky, zbytek Řecka je jinak vůči dluhům poměrně konzervativní.

## Zadlužení v Řecku (v %HDP)



Zdroj: Eurostat

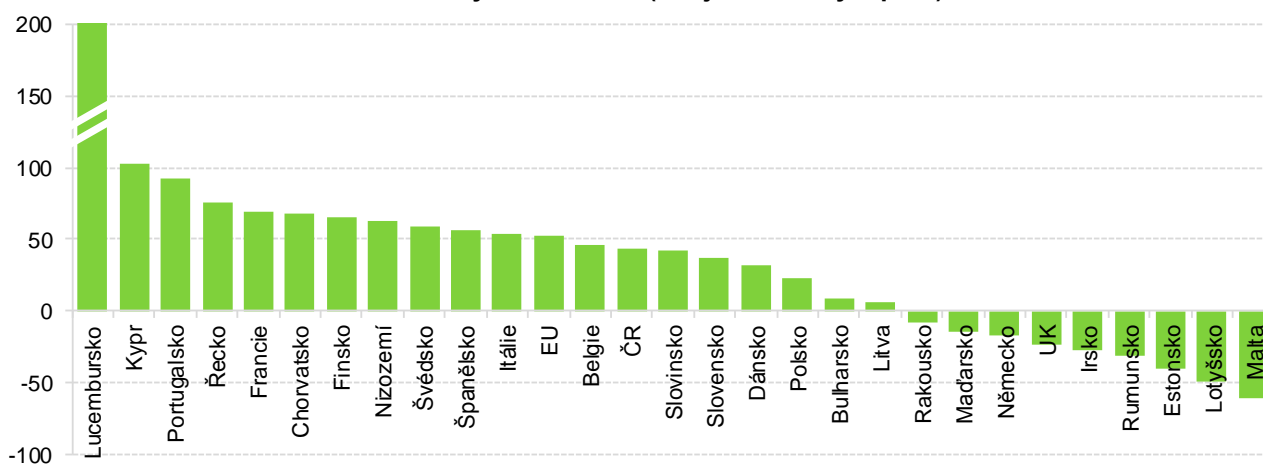
## Závěr

Podle mnoha klasických makroekonomických veličin jsme se již z krize dostali. Evropská unie jako celek roste a podle předběžných ukazatelů se zdá, že v roce 2015 se kolečka ekonomiky rozjela velmi dobře. Nicméně pohledem dluhů jsme se od propuknutí krize příliš daleko nedostali.

V zásadě existují dvě cesty jak se zbavit dluhů – jednou je zbohatnout a dluhy tak relativně snížit a druhou jsou razantní úsporná opatření. Zdá se, že jsme se v Evropské unii pokusili nalézt třetí cestu – tak trochu zatáhnout za brzdu, ale ne příliš, abychom nikomu příliš neublížili. Politicky je to cesta naprosto pochopitelná a v určitém slova smyslu šlo o maximum možného. Bohužel se ale ukázalo, že takový kompromis nefunguje.

V makroekonomické realitě se tyto pohledy komplikují – když se v Evropě zatáhlo za brzdu, ekonomika se téměř zastavila, ale dluhy začaly naopak narůstat. Nakonec se ale zdá, že jsme z nejhoršího venku a ekonomika začala zase vyrábět, inovovat a zaměstnávat. Tento růst by se měl využívat i k tomu, aby se splácely dluhy let minulých.

### Změna celkového zadlužení mezi roky 2008 a 2014 (údaje uvedeny v p. b.)



Zdroj: Eurostat

#### EU OFFICE / KNOWLEDGE CENTRE - Česká spořitelna, a.s.

Budějovická 1518/13a, 140 00 Praha 4

tel.: +420 956 718 012

e-mail: [eu\\_office@csas.cz](mailto:eu_office@csas.cz)

<http://www.csas.cz/eu>

#### Tomáš Kozelský – manažer

e-mail: [tkozelsky@csas.cz](mailto:tkozelsky@csas.cz)

tel.: +420 956 718 013

#### Jan Jedlička

e-mail: [jjedlicka@csas.cz](mailto:jjedlicka@csas.cz)

tel.: +420 956 718 014

#### Tereza Hrtusová

e-mail: [thrtusova@csas.cz](mailto:thrtusova@csas.cz)

tel.: +420 956 718 012

#### Max Wandler

e-mail: [mwandler@csas.cz](mailto:mwandler@csas.cz)

tel.: +420 956 714 291

#### Radek Novák

e-mail: [radeknovak@csas.cz](mailto:radeknovak@csas.cz)

tel.: +420 956 718 015