



**Vysoká škola ekonomická v Praze**

**Fakulta managementu v Jindřichově Hradci**

# **Diplomová práce**

**Zdeněk Martínek**

2008



**Vysoká škola ekonomická v Praze**

**Fakulta managementu v Jindřichově Hradci**

*Katedra managementu podnikatelské sféry*

# **Zahraniční dluh – příčiny a důsledky**

**Vypracoval:**

*Zdeněk Martínek*

**Vedoucí diplomové práce:**

*doc. Ing. Pavel Dvořák, CSc.*

*Jindřichův Hradec, duben 2008*

# Prohlášení

Prohlašuji, že diplomovou práci na téma  
»**Zahraniční dluh – příčiny a důsledky**«  
jsem vypracoval samostatně.

Použitou literaturu a podkladové materiály  
uvádím v příloženém seznamu literatury.

*Jindřichův Hradec, duben 2008*

---

podpis studenta

# **Anotace**

## **Zahraniční dluh – příčiny a důsledky**

Analyzovat vývoj objemu a struktury zahraničního zadlužení v segmentu rozvinutých a tranzitivních ekonomik. Určit hlavní tendence a faktory vedoucí k růstu vnějšího zadlužení. Zhodnotit důsledky růstu zahraničního zadlužení s důrazem na celkovou finanční stabilitu země a finanční pozici bankovního a podnikového sektoru. Výsledky ilustrovat komparací situace v dané oblasti ve vybraných zemích.

*duben 2008*

# Poděkování

Za mnoho cenných rad, připomínek a námětů děkuji vedoucímu práce  
**doc. Ing. Pavlu Dvořákovi, CSc.**

# Obsah

Úvod.....	1
1 Teoretická část .....	2
1.1 Pojem externí dluh .....	2
1.1.1 Hrubá zahraniční dlužnická pozice.....	4
1.2 Vztah mezi zahraničním zadlužením a platební bilancí.....	5
1.3 Zahraniční zadlužení a investiční pozice .....	7
1.4 Udržitelnost zahraničního dluhu .....	8
1.4.1 Střednědobé scénáře. ....	8
1.4.2 Poměrové dluhové indikátory .....	9
1.4.3 Další skutečnosti .....	11
1.5 Příčiny vzniku zahraničního zadlužení .....	14
1.5.1 Rozdíl národních úspor a domácích investic .....	14
1.5.2 Faktory způsobující vyšší zhodnocení kapitálu .....	15
1.5.3 Deregulace toků kapitálu .....	15
1.5.4 Push faktory .....	15
1.5.5 Ostatní faktory způsobující růst zadlužení.....	15
1.6 Důsledky zahraničního zadlužení .....	17
1.6.1 Dopady na domácí spotřebu .....	17
1.6.2 Dopady na produkt.....	17
1.6.3 Odliv bohatství.....	18
1.6.4 Možnost přispění k finančním krizím.....	18
1.6.5 Dopady na důvěryhodnost země.....	19
1.6.6 Vliv na chudobu.....	19
1.7 Zahraniční zadlužení a jednotlivé sektory ekonomiky.....	20
1.7.1 Vláda.....	20
1.7.2 Banky .....	21
1.7.3 Podniky .....	21
1.8 Doporučení pro dobrý management externí dluhové situace.....	22
2 Analytická část.....	24
2.1 Metodika .....	25
2.2 Nejzadluženějších země světa.....	27
2.3 Vyspělé země západní Evropy .....	28
2.3.1 Belgie .....	28
2.3.2 Francie .....	29
2.3.3 Irsko .....	30
2.3.4 Německo .....	31
2.3.5 Španělsko .....	32
2.3.6 Švýcarsko.....	33
2.3.7 Velká Británie .....	34
2.4 Noví členové Evropské Unie .....	35
2.4.1 Estonsko.....	35
2.4.2 Litva .....	36
2.4.3 Lotyšsko.....	37
2.4.4 Maďarsko .....	38
2.4.5 Polsko.....	39

2.4.6	Slovensko.....	41
2.4.7	Slovinsko .....	43
2.5	Česká republika.....	44
2.5.1	Platební bilance.....	46
2.5.2	Analýza udržitelnosti .....	47
2.5.3	Bankovní sektor: .....	48
2.5.4	Podnikový sektor .....	49
3	Syntetická část .....	50
3.1	Noví členové EU .....	50
3.1.1	Pobaltské země (Lotyšsko, Litva, Estonsko) .....	53
3.1.2	Souhrnné tabulky a grafy:.....	54
3.2	Rozvíjející se ekonomiky jižní Asie .....	59
3.3	Rozvíjející se země jihoamerického kontinentu .....	61
3.4	Vyspělé země západní Evropy .....	64
3.4.1	Belgie, Holandsko, Švýcarsko .....	64
3.4.2	Jižní státy: Španělsko, Portugalsko, Řecko, Itálie .....	64
3.4.3	Velké země: Německo, Francie, Velká Británie.....	65
3.4.4	Souhrnné tabulky a grafy .....	66
	Závěr .....	72

# Úvod

Zahraničí zadlužení je složitá problematika, o její důležitosti ale nelze pochybovat. Neudržitelné hodnoty dluhu, nebo jeho nevýhodná struktura, pomohly mnoha zemím na cestě k problémům se splácením, případně k finanční krizi. Sledování zahraniční dluhové pozice je proto důležitou náplní práce nejen autorit, ale také investorů snažících se výhodně umístit svůj kapitál.

Jak plyne z anotace, je cílem této práce analyzovat vývoj objemu a struktury zahraničního zadlužení v sektoru vyspělých a tranzitivních ekonomik. Z definice se jedná o velice širokou skupinu, do práce proto byly vybrány jen některé, pro nás nejrelevantnější skupiny zemí. Největší je kladen na země v podobné situaci jako Česká republika, tedy na skupinu nových členů Evropské unie. Vyspělé země jsou pak zastoupeny západní Evropou. Pro srovnání jsou zpracovány i některé ukazatele z dalších dvou hlavních skupin rozvíjejících se zemí, ze zemí jihovýchodní Asie a Jižní Ameriky.

Práce se skládá ze tří částí. V první, teoretické části, je definován pojem zahraničního dluhu, vysvětlena jeho struktura a jeho vazba na základní výkazy vnější makroekonomické pozice země. Jsou zde také vyjmenovány a popsány příčiny jeho vzniku a důsledky jeho existence. Tato část také obsahuje popis základních ukazatelů, pomocí kterých se měří stav a struktura dluhu, a pomocí kterých se také analyzuje jeho udržitelnost.

V analytické části je analyzována situace ve vybraných zemích. Z kapacitních důvodů nejsou uvedeny všechny země, které byly pro potřeby práce zkoumány, ale jen ty nějakým způsobem zajímavé. Vnější dluhová situace je zde zkoumána pomocí vybraných indikátorů zadlužení, jak jsou uvedeny v teoretické části.

Poslední částí práce je pak syntéza všech získaných dat. Její největší složkou jsou srovnávací tabulky a grafy poskytující přehledný náhled na situaci v jednotlivých skupinách zemí a umožňující vyvození



# 1 Teoretická část

## 1.1 Pojem externí dluh

Stejně jako většinu makroekonomických veličin můžeme i externí dluh měřit různě. Ve své práci se budu držet metodiky MMF, jak je uvedena v dokumentu *External Debt Statistics: The guide for compilers and users*.<sup>[7]</sup>

Definice z příručky zní takto (přeloženo autorem):

„Hrubý zahraniční dluh v určitém časovém okamžiku je nezaplacený zůstatek současných nepodmíněných závazků, které vyžadují platbu jistiny a/nebo úroku dlužníkem v určitém okamžiku v budoucnosti, a které jsou dluženy rezidenty nerezidentům dané ekonomiky.“

Mezi závazky se počítají jak závazky ze smluvních vztahů, tak ty vzniklé ze zákona, nebo ze vzniklé povinnosti platit transferové platby do zahraničí. Do hrubé dlužnické pozice se nepočítají prostředky, které ještě nebyly vyplaceny budoucímu dlužníkovi (či služby které ještě nebyly vykonány apod.). Úrokem se rozumí opakující se platba, která snižuje hodnotu dluhu. Pokud se hodnota dluhu snižuje, jedná se o splátku jistiny. Rezidentem je člověk, který se v dané zemi zdržuje, nebo zde má centrum svých ekonomických zájmů (na státní příslušnosti nezáleží).

Z definice vyplývá, že dlužníkem mohou být všechny sektory ekonomiky. V tradičním členění se jedná o tři sektory – stát, firmy a domácnosti. Tato diplomová práce se ale bude držet členění MMF, které je následující:

### **Měnové autority**

Zahrnuje instituce, které provádějí měnovou politiku a spravují devizové rezervy, tedy většinou centrální banky. Tyto instituce by v předchozím členění patřily do sektoru „stát“.

### **Vláda**

Tento sektor zahrnuje instituce, které vykonávají všechny tři složky státní moci, tedy výkonnou, legislativní a soudní.

## **Bankovní sektor**

Zahrnuje všechny instituce, které spravují depozita (s výjimkou centrální banky). Kromě bank do něj patří i stavební spořitelny, kaspeličky apod.

## **Ostatní sektory.**

V tomto sektoru je vše, co nepatří do předchozích třech. Je z povahy značně heterogenní, a proto má i další vnitřní členění. Ve většině zemí mají naprostou převahu první dva podsektory, třetí je obvykle z pohledu zahraničního zadlužení nevýznamný (místo označení „ostatní“ se proto velmi často používá označení „firmy“ - corporations).

**Nebankovní finanční instituce.** Pojišťovny, penzijní fondy a ostatní nebankovní finanční prostředníci.

**Nefinanční korporace.** Organizace, které se zabývají výrobou, nebo poskytováním jiných než finančních služeb.

**Domácnosti a neziskové organizace sloužící domácnostem.** Mimo domácností do tohoto podsektoru patří i např. odbory, politické strany či charitativní organizace.

Členění na sektory je pro zkoumání dluhové situace poněkud nedostačující. Na druhé úrovni se proto dluh jednotlivých sektorů dělí na dlouhodobý a krátkodobý (důležité zejména pro zkoumání likvidity). Na třetí úrovni je pak možno dluh členit dle jednotlivých instrumentů.

Součet zahraničních dluhů všech sektorů udává hrubou zahraniční dlužnickou pozici země.

### 1.1.1 Hrubá zahraniční dlužnická pozice

Následující tabulka zobrazuje rozdělení hrubé zahraniční dlužnické pozice až do třetí úrovně podrobnosti, tedy až na jednotlivé instrumenty. Sektor „ostatní“ není rozdělen na jednotlivé podsektory (v praxi se rozděluje jen velmi zřídka). Mezipodnikové půjčky jsou vyčleněny z důvodu odlišného charakteru dlužnického vztahu (v některých zdrojích dat jsou odděleny, např. u MMF, v jiných ne, např. u přehledů ČNB)

<b>Sektor vlády</b>	
Krátkodobé: nástroje peněžního trhu úvěry závazky z obchodního styku ostatní (nedoplatky + ostatní)	Dlouhodobé: dluhopisy úvěry závazky z obchodního styku ostatní
<b>Měnové autority</b>	
Krátkodobé: nástroje peněžního trhu úvěry depozita ostatní (nedoplatky + ostatní)	Dlouhodobé: dluhopisy úvěry depozita ostatní
<b>Bankovní sektor</b>	
Krátkodobé: nástroje peněžního trhu úvěry depozita ostatní (nedoplatky + ostatní)	Dlouhodobé: dluhopisy úvěry depozita ostatní
<b>Ostatní sektory</b>	
Krátkodobé: nástroje peněžního trhu úvěry depozita závazky z obchodního styku ostatní (nedoplatky + ostatní)	Dlouhodobé: dluhopisy úvěry depozita závazky z obchodního styku ostatní
<b>Mezipodnikové půjčky z přímých investic</b>	
závazky vůči přidruženým podnikům závazky vůči přímým investorům	
<b>Hrubá zahraniční dlužnická pozice</b>	

Změny stavu zahraničních závazků za dané období se objeví v platební bilanci země. Sledování vývoje jejích dílčích sald proto mnoho napoví o dynamice dluhu.

## 1.2 Vztah mezi zahraničním zadlužením a platební bilancí

Platební bilance je výkaz, který zaznamenává všechny transakce finančního charakteru mezi rezidenty dané země a jejími nerezidenty.

Při záznamech se používá podvojný účetnictví a výkaz má bilanční charakter. V horizontálním vyjádření (jak je uvedeno níže) musí platit, že  $A+B+C+D+E = 0$ . Ve vertikálním vyjádření (na levé straně kredit, na pravé debet) se obě strany musí rovnat.

### A) Běžný účet

Obchodní bilance (export zboží – import zboží)  
Bilance služeb (export služeb – import služeb)  
Bilance výnosů  
Běžné převody transferů

### B) Kapitálový účet

Kapitálové transfery

### C) Finanční účet

Přímé investice  
Portfoliové investice  
Finanční deriváty  
Ostatní investice

### D) Saldo chyb a opomenutí

### E) Změna devizových rezerv

Důležité pro analýzu dluhu je zejména saldo běžného účtu, které zaznamenává rozdíl hrubých domácích úspor a hrubých domácích investic. V případě záporného salda z logiky bilance vyplývá, že je nutné, aby se odpovídajícím způsobem zvýšila jiná položka. Nedostatek v hrubých domácích úsporách je tedy nahrazen přílivem kapitálu ze zahraničí, který je zaznamenán převážně na finančním účtu. Dlouhodobé deficity běžného účtu tak vedou k dlouhodobým přebytkům finančního účtu a k rostoucímu zahraničnímu zadlužení (neplatí pro přítok části přímých a části portfoliových investic – equity capital). Kauzalita ale platí i opačně. Příliv kapitálu vede k apreciaci kurzu, což vyvolá snížení salda běžného účtu.

Na platební bilanci lze dobře ukázat konkrétní vliv dluhové pasti. Úroky ze zahraničního dluhu (ale také odliv výnosů z investic) jsou totiž zaznamenány na běžném účtu, v části *bilance výnosů*. Zvyšující se zahraniční zadlužení tak vytváří tlak na

prohlubování deficitu běžného účtu a na další zadlužování. Následující dluhová spirála čím dál rychleji zhoršuje vnější dlužnickou pozici země.

Z hlediska vývoje struktury platební bilance lze rozdělit země do pěti základních kategorií:

1. **Mladá dlužnická země** – deficitní obchodní bilance a příliv kapitálu pomáhají v rychlejším rozvoji ekonomiky, zahraniční zadlužení roste.
2. **Zralá dlužnická země** – saldo obchodní bilance se začíná obracet do plusu, růst zahraničního zadlužení se zpomaluje.
3. **Země splácející dluhy** – přebytek salda obchodní bilance roste, běžný účet je v plusu, dochází k odlivu kapitálu a ke splácení zahraničního dluhu.
4. **Mladá věřitelská země** – saldo obchodní bilance klesá a dostává se do mínusu, výnosová bilance ale stoupá. Odliv kapitálu se zpomaluje, čistá zahraniční dluhová pozice se stává kladnou, země je čistým věřitelem.
5. **Zralá věřitelská země** – deficit obchodní bilance se zvyšuje, stejně tak ale přebytek výnosové bilance. Celkové saldo běžného účtu umožňuje věřitelskou pozici udržovat, nebo dále prohlubovat.

Daleko zranitelnější finanční krizí jsou země v první a druhé fázi. Země ve čtvrté a páté fázi jsou zranitelné spíše zprostředkovaně (např. velká angažovanost bankovního sektoru v zemích procházejících finanční krizí může vést k jeho nesolventnosti – viz situace amerických bank po první mexické krizi<sup>[2]</sup>).

Mimo platební bilance má zahraniční zadlužení vazbu ještě na jeden důležitý výkaz vnějších ekonomických vztahů – na výkaz investiční pozice.

### 1.3 Zahraniční zadlužení a investiční pozice

Výkaz investiční pozice odpovídá svojí strukturou finančnímu účtu platební bilance. Na rozdíl od finančního účtu, který zkoumá položky z tokového pohledu za určité období, je výkaz investiční pozice zkoumá z pohledu stavového, tedy k určitému datu.

Tabulka 1: Schéma investiční pozice

AKTIVA	PASIVA
Přímé investice Základní jmění <b>Ostatní kapitál</b>	Přímé investice Základní jmění <b>Ostatní kapitál</b>
Portfoliové investice Majetkové CP <b>Dluhové CP</b>	Portfoliové investice Majetkové CP <b>Dluhové CP</b>
Finanční deriváty	Finanční deriváty
<b>Ostatní investice</b>	<b>Ostatní investice</b>
<b>Rezervy ČNB</b>	
<i>Saldo investiční pozice</i>	

Hrubá zahraniční dluhová pozice se spočítá jako součet tučně zvýrazněných položek na straně pasiv. Čistá pak jako hrubá minus tučně vyznačené položky na straně aktiv. Finanční deriváty občas bývají do zahraničního zadlužení započítávány také (některé centrální banky je započítávají, jiné ne – např. ČNB). MMF v příručce<sup>[7]</sup> uvádí, že do zadlužení vstupují jen takové položky, které vyžadují splacení jistiny, popř. úroku, v určitém budoucím časovém okamžiku, tudíž deriváty doporučuje nezahrnovat. V praktické části ve výpočtech čistého dluhu proto deriváty zahrnuté nebudou (v naprosté většině zemí tvoří zanedbatelnou položku, významné jsou jen např. v Dánsku, ale i tam se jejich aktivní a pasivní pozice zhruba rovná). Vyčleňován občas bývá i ostatní kapitál z přímých investic, většinou ale ne, v práci je proto započítáván (ČNB ho zvláště nevyčleňuje).

To, jak je země zranitelná krizí a do jaké míry je schopna plnit závazky plynoucí ze zahraničního dluhu zkoumá analýza udržitelnosti.

## 1.4 Udržitelnost zahraničního dluhu

MMF a Světová banka uvádějí za udržitelnou takovou úroveň zahraničního zadlužení, při které je daná země plně schopna v současnosti i v budoucnosti plnit dluhovou službu bez odpouštění části dluhu, odkladu splátek či akumulace nedoplatku, a zároveň je schopna dosahovat přijatelnou úroveň ekonomického růstu.<sup>[7]</sup>

Udržitelnost můžeme rozdělit na dva aspekty: *solventnost a likviditu*.

Solventnost vyjadřuje schopnost dlouhodobě splácet závazky z dluhu. Teoreticky lze říci, že země je solventní, dokud čistá současná hodnota úrokových splátek nepřekročí čistou současnou hodnotu přírůstků na běžném účtu. Ve skutečnosti ale dochází k tomu, že dlužníci přestávají splácet dluho předtím, než tato situace nastane. Je to dáno hlavně důvody politickými a sociálními. Solventnost tedy více než cokoliv jiného znamená ochotu platit.

Problém likvidity nastává, pokud má země nedostatek likvidních aktiv a není jimi schopna pokrýt splatné závazky plynoucí z dluhu. Tento problém se vždy objevuje, je-li země insolventní, může se ale objevit i sám o sobě. To se může stát například při nějaké neočekávané události, která vyvolá náhlý panický odliv investorů ze země (touto událostí může být pokles příjmů z exportu nebo náhlá významná změna úrokového diferenciálu.).

Udržitelnost zahraničního dluhu můžeme zkoumat pomocí střednědobých scénářů, nebo pomocí poměrných indikátorů.

### 1.4.1 Střednědobé scénáře.

Střednědobé scénáře jsou modely, které berou do úvahy možné varianty budoucího vývoje makroekonomických veličin dané země. Jejich smyslem je určit možné budoucí stavy, z nichž poté mohou autority vyvozovat nutnost intervencí či určovat rozsah těchto intervencí. Výhodou je, že na rozdíl od poměrných indikátorů nejsou statické, ale obsahují v sobě i budoucí vývoj situace. Nevýhodou je, že jejich vypovídací hodnota je ve velké míře závislá na dobrém odhadu vývoje makroekonomických veličin. Z tohoto důvodu se někdy vypracovávají scénáře s platností jen pro určité rozpětí vývoje stavu obsažených veličin, nebo se tvoří scénáře variantní.

Použit lze i citlivostní analýzu, která zkoumá, při jak velké změně jedné veličiny se druhá, kauzálně s ní svázaná, ještě udrží v přijatelných mezích (v případě zahraničního dluhu se může jednat např. o to, při jak velké depreciaci domácí měny je země ještě schopna plnit závazky plynoucí z dluhu).

Klíčovou analyzovanou veličinou je saldo běžného účtu platební bilance. Dlouhodobá záporná salda vedou ke zvyšování dluhové zátěže a tedy k možným budoucím problémům s insolventností.

### **1.4.2 Poměrové dluhové indikátory**

Poměrové indikátory mají formu poměru dvou vybraných makroekonomických veličin. Mohou se využívat samostatně, nebo i v rámci střednědobých scénářů. Jejich hlavní vypovídací schopnost spočívá ve sledování jejich vývoje, a tedy ve snadné identifikaci trendů. Sledování trendů je důležité i proto, že hodnotu těchto indikátorů nelze brát absolutně a nelze je srovnávat napříč různými zeměmi v různých stupních rozvinutosti či v různých fázích ekonomického cyklu. Absolutní hodnoty se dají využít jen na srovnání zemí, které tvoří homogenní skupinu.

Přehled je opět uváděn dle metodiky MMF, protože ta je mezinárodně uznávaným standardem a většina údajů, které se o jednotlivých zemích dají najít, je zpracována právě podle ní. Indikátory se dělí na ukazatele solventnosti a ukazatele likvidity.

Mezi nejpoužívanější indikátory solventnosti patří tyto:

#### **Externí dluh k exportu**

Pokud tento ukazatel v čase stoupá, znamená to, že zadlužování ekonomiky stoupá rychleji, než je schopna vytvářet zdroje příjmů ze zahraničí. Jelikož ukazatel nevyovídá nic o budoucím břemenu z dluhu (hlavně tedy o výši úročních splátek), zavádí se ukazatel Současná hodnota dluhu k exportu, který tento nedostatek odstraňuje. Současnou hodnotou dluhu se myslí suma diskontovaného proudu budoucích plateb, které zahrnují jak úroky, tak splátky jistiny.

#### **Externí dluh k HDP**

Ukazatel indikuje potenciál celé ekonomiky splácet zahraniční dluh. Ta může být schopna dluh splatit i při jeho vysokém podílu na exportu tím, že přesune část doma



spotřebovaného produktu na export. Předpokladem je nízký podíl exportu k HDP (což není případ otevřených ekonomik, jakou je například ta v ČR)

### **Současná hodnota dluhu k výnosům státního rozpočtu**

Tento ukazatel je důležitý v ekonomikách, kde zahraniční dluhová služba představuje významný podíl na výdajích státního rozpočtu.

### **Dluhová služba k exportu**

Vysoký podíl dluhové služby na exportu může značit problémy při splácení dluhu, pokud dojde k poklesu exportu (např. vlivem recese v zahraničí).

Následující dva indikátory jsou nejdůležitějšími ukazateli likvidity dané země:

### **Devizové rezervy ke krátkodobému dluhu**

Důležité zvláště v zemích s nejistým přístupem k zahraničním kapitálovým trhům. Udává, do jaké míry je země schopna pokrýt veškeré závazky plynoucí z jejího dluhu v následujícím roce.

### **Poměr krátkodobého dluhu k celkovému dluhu**

Vysoký poměr může znamenat problémy s likviditou při nutnosti opakovaného refinancování dluhu.

Výše uvedené indikátory likvidity a solventnosti zkoumají ekonomiku jako celek. Většinou je ale užitečné zkoumat situaci i v jednotlivých sektorech ekonomiky zvlášť.

Ve veřejném sektoru se zkoumají podíly **Externího veřejného dluhu k exportu** a **Externího veřejného dluhu k HDP**.

Následující dva ukazatele rozebírají podrobněji situaci finančního sektoru. Udávají hlavně přehled o jeho likviditě.

### **Nerovnováha ve splatnosti v cizích měnách:**

Závazky v cizí měně mínus aktiva v cizí měně jako procento těchto aktiv v dané době splatnosti.

### **Celková výše závazků v cizích měnách**

Sleduje se zvláště u bank. Důležitá z toho důvodu, že větší část těchto závazků je obvykle ve formě depozit a zahraniční aktiva by jejich případný výběr nebyla schopna rychle pokrýt, což by mohlo vést k problémům s likviditou.

Jako poslední jsou uvedeny nejdůležitější indikátory zkoumající situaci podnikového sektoru.

#### **Čisté cash flow v cizích měnách k celkovému cash flow.**

Firma mající nevyvážené cash flow v cizí měně může mít problémy při větších změnách kurzu (např. v situaci, kdy dojde k apreciaci domácí měny a velká část kladných toků peněz je v zahraničních měnách, přičemž záporné toky jsou v domácí měně – dojde tedy ke snížení kladných toků vyjádřených v domácí měně). Vysoká hodnota tohoto ukazatele a pokračující aprece koruny je problémem českých exportérů.

#### **Čistý zahraniční dluh k vlastnímu kapitálu**

Indikuje vliv změn v kurzech na rozvahu. Depreciace domácí měny způsobí vzrůst hodnoty cizího kapitálu.

MMF u podnikového sektoru uvádí i indikátory, které sice nesouvisí jen se zahraničním dluhem, ale při posuzování stability daného sektoru hrají velkou roli a investory jistě zajímají. Jedná se např. o podíl cizího kapitálu k vlastnímu kapitálu jako indikátor kvality finanční struktury, dále podíl úrokových splátek na cash flow před zaplacením úroků a daní jako indikátor udržitelného finančního hospodaření. Jako ukazatel likvidity lze použít podíl krátkodobého dluhu k celkovému dluhu.

Pro všechny sektory, ale i ekonomiku jako celek je důležitý ukazatel **podílu dluhu denominovaného v cizí měně na celkovém dluhu**. Udává citlivost zahraničního dluhu na změny devizových kurzů. Více viz následující část, která pojednává o některých dalších skutečnostech, které je při analýze zahraniční dluhové pozice země vhodné sledovat.

### **1.4.3 Další skutečnosti**

Dluhové indikátory jsou vhodné proto, že si lze poměrně jednoduše vytvořit představu o situaci dané země, a také pro snadné srovnání zemí. Při podrobnějším zkoumání je ale vhodné se zaměřit i na skutečnosti, které se z indikátorů zjistit nedají. V této části jsou uvedeny některé z nich.

#### **Příjmy a aktiva**

Zahraniční aktiva vyvažují zahraniční pasiva a po jejich vzájemném započtení dostaneme čistou zahraniční dlužnickou pozici. Role aktiv je dvojí. Jednak mohou

generovat příjmy a jednak je možné jejich prodejem získat prostředky na splacení dluhu.

Pokud zkoumáme příjmy, zajímají nás hlavně příjmy budoucí, tedy ty, ze kterých bude dluh splácen. Sledují se příjmy ze zahraničních aktiv, nebo příjmy z exportu.

### **Měnová kompozice dluhu**

Denominace dluhu v jiné než domácí měně může mít své výhody i nevýhody.

Výhodou je, že je často pro zemi jednodušší takovýto dluh získat, protože investoři raději umístí kapitál tam, kde nehrozí kurzová rizika. Tento faktor působí zvláště u zemí s v čase nestabilní hodnotou měny, kde jsou kurzová rizika značná. Nižší kurzové riziko se pak promítá i do požadované rizikové prémie, takže takovýto dluh je levnější. Výhodou je také obvykle vyšší dostupnost úvěrů v případě úvěrové kontrakce (credit crunch) na domácím trhu, kdy banky půjčují jen některým klientům a dlužníci se musí obracet na zahraniční instituce.

Nevýhodou je, že kurzová rizika nese dlužnická země. Více viz v části o důsledcích zahraničního zadlužení.

### **Informace o věřitelích**

Můžeme zkoumat, z jaké země, nebo z jakého sektoru věřitelé pocházejí. Sektor je důležitý hlavně v případě problémů se splácením dluhu či úroků, kdy s některými institucemi je snazší vyjednat odložení splátek či odpuštění části dluhu (typicky mezinárodní instituce). Při zkoumání země původu věřitele nás zajímá, jestli se věřitelé nekoncentrují v několika málo zemích či oblastech, které by při vlastních problémech přestaly dluhy refinancovat, či by se snažily peníze získat zpět.

### **Nedoplatky**

Zkoumáme jednak trend vývoje nedoplatek (či trend vývoje jejich podílu na celkovém dluhu) a jednak i jejich případnou koncentraci v určitém odvětví ekonomiky.

### **Zadluženost jednotlivých odvětví**

Koncentrace externího dluhu v určitém odvětví může znamenat budoucí platební problémy země, pokud po produktech tohoto odvětví poklesne poptávka. Tento problém může být dále zesílen přílišnou orientací země na toto odvětví.

### **Vztah nominální a tržní hodnoty dluhu**

Pokles tržní hodnoty dluhu může být pro dlužníka určitým signálem toho, že na trzích k němu existuje negativní postoj, což může značit možné budoucí zvýšení úrokové míry či problémy s refinancováním.

### **Záruky**

Existence záruk snižuje riziko na straně věřitele. Jedná se jak o záruky vydané státem, tak o záruky bankovní. Se zárukami souvisí problém morálního hazardu. Je-li si subjekt vědom, že za jeho závazky někdo jiný ručí, deformuje to jeho chování ve směru snížení averze k riziku. Záruky tak vedou k rizikovějšímu jednání.

### **Externí situace veřejného sektoru**

V případě, že je veřejný sektor předlužen a není schopen splácet svoje zahraniční závazky, hrozí celé ekonomice (byť ostatní sektory jsou zdravé) prudký odliv kapitálu a velké problémy s pohyblivými úrokovými měrami a s refinancováním.

## 1.5 Příčiny vzniku zahraničního zadlužení

Příčiny můžeme rozdělit do dvou skupin. Jednak na faktory, které souvisí s ekonomickým vývojem dané země a přitahují do ní kapitál (označují se jako pull faktory) a dále na faktory, které souvisí spíše s vývojem v jejím okolí a kapitál do ní tlačí (push faktory).

Mezi významné pull faktory patří mezera mezi domácími investicemi a úsporami, prudký ekonomický rozvoj země, vysoké úrokové míry, zhodnocování kurzu měny a vytrvalý růst některých dílčích domácích trhů (typicky burza nebo realitní trh). K přítoku kapitálu může také přispívat deregulace kapitálových toků či privatizace.

Za push faktory lze označit přebytek úspor nad investicemi v zahraničí, nižší úrokové míry, recese, znehodnocování měny, pokles cen na trzích apod.

### 1.5.1 Rozdíl národních úspor a domácích investic

Situace, kdy domácí úspory nestačí na pokrytí domácích investic. K domácím úsporám patří i saldo státního rozpočtu. Následující makroekonomické identity zobrazují vliv úspor na vnější situaci země. <sup>[10]</sup>

První udává vliv úspor na čistý export.

$$NX = S + (T - G) - I$$

Další identita pak ukazuje vliv úspor na změnu čistých zahraničních aktiv:

$$\Delta NFA = (T - G) + (S - I)$$

Je patrné, že nedostatečné národní úspory způsobují pokles čistého exportu a zahraniční zadlužování.

Příčin nedostatku kapitálu může být několik:

**Nerovinná ekonomika** – typické pro chudé rozvojové země (i když platí i pro země rozvinuté), jejichž ekonomika není schopna vyprodukovat dostatek kapitálu na rozvojové projekty a je třeba si ho vypůjčovat v zahraničí. Dluh tak může být cestou z „bludného kruhu chudoby“ (chudí lidé nevytvoří dostatek kapitálu na investice a nedostatek investic nepůsobí na zmírnění chudoby).

**Problémy bank** – příkladem této situace může být např. ČR v roce 1997 a následujících několika letech. Pokud mají banky velké problémy se špatnými dluhy a vykazují velké ztráty, nastává situace zvaná „credit crunch“, tedy úvěrová kontrakce. Podniky mají ztížený přístup k úvěrům a musejí se uchýlovat k půjčování ze zahraničí.

Vliv na výši úspor může mít i celá řada dalších faktorů, např. i faktory kulturní (Japonci tradičně spoří, zatímco Američané spíše utrácí). Některé zdroje ukazují, že vliv může mít i míra nezaměstnanosti, např. v ČR klesají soukromé úspory s tím, jak klesá nezaměstnanost (snižuje se obava ze ztráty zaměstnání a lidé nemají takový důvod spořit)

### **1.5.2 Faktory způsobující vyšší zhodnocení kapitálu**

Mezi ně lze zařadit zbytek vyjmenovaných pull faktorů. Výrazný ekonomický růst nabízí vyšší množství výnosných investic, pozitivní úrokový diferenciál vyšší zhodnocení peněz uložených na úrokovou míru, rostoucí trhy lákají ke spekulativním nákupům, zhodnocující se měna pak všechny tyto faktory umocňuje. Většina z vyjmenovaných skutečností (mimo investic) přispívá spíše k přílivu krátkodobého spekulativního kapitálu.

### **1.5.3 Deregulace toků kapitálu**

Regulace omezující toky kapitálu zákonitě omezuje jejich objem. Deregulace proto může přispět k rostoucímu zahraničnímu zadlužení. Tento faktor se opět dotýká především spekulativního krátkodobého kapitálu. Příkladem z minulého vývoje může být opět situace v jižní Asii před vypuknutím krize.<sup>[2]</sup>

### **1.5.4 Push faktory**

Jsou ve své podstatě opakem vyjmenovaných pull faktorů. Je to tedy vše, co způsobuje, že je výhodnější umístit kapitál do cizích zemí, které nabízejí vyšší výnos, než země domácí.

### **1.5.5 Ostatní faktory způsobující růst zadlužení**

V této části jsou vyjmenovány další specifické skutečnosti, které mohou vést k růstu zahraničního zadlužení.

## **Externí šoky**

Někdy jsou příčiny růstu dluhu nezávislé na přirozeném vývoji ekonomik. Situace, kdy se vnější podmínky výrazně změní a vychýlí ekonomické směřování země, označujeme jako externí šoky. V průběhu historie došlo k mnoha takovýmto šokům a vždy to mělo největší dopady především na chudé země. Z pohledu zahraničního dluhu můžeme hovořit o šoku, pokud se *prudce* změní některá z těchto veličin: úroková míra poskytovaného dluhu, zahraniční poptávka po produkci dané země a cena důležitých importovaných statků (typicky ropa a další suroviny). Šokem může být i omezení důvěry v rozvíjející se ekonomiky obecně (např. po jihoasijské finanční krizi investoři raději stahovali kapitál do vyspělých zemí, což mimo jiné přispělo k finanční krizi v Rusku v roce 1998).

Většina z dnešních nejzadluženějších zemí se výrazněji zadlužila po ropných šocích z let 1973-1974 a 1979-1981. Bylo to způsobeno celosvětovou recesí a náhlým poklesem poptávky po surovinách, které tvoří velkou část vývozu rozvojových zemí. Rostoucí deficity běžného účtu musely být financovány ze zahraničního S ropnými šoky souvisí i tzv. „recyklování petrodolarů“. Se vzrůstem cen ropy nahromadili její vývozci velké sumy kapitálu a bylo nutno je umístit. Vedlo to k volnějším podmínkám zapůjčování a k dalšímu růstu zadlužení chudých zemí

Dalším šokem byl rozpad Bretton Woodského měnového systému a následný přechod k protiinflační restriktivní měnové politice. Tato politika znamenala nárůst úrokových měr, což zvýšilo náklady dluhu. Vytěšňovací efekt dluhové služby na domácí investice vzrostl a zbrzdil hospodářský růst. Pro mnoho zemí to znamenalo velký impuls na cestě do dluhové pasti.

## **Neefektivní alokace dluhu**

Pokud je zapůjčený kapitál alokovan neefektivně (do špatných investic, spotřeby apod.), výnos z jeho užití nezaplatí dluhovou službu a země si musí na splátky dluhu dále půjčovat. Vzniklá dluhová spirála vede k neudržitelné úrovni zadlužení a k platební neschopnosti.

## **1.6 Důsledky zahraničního zadlužení**

### **1.6.1 Dopady na domácí spotřebu**

Vznik dluhu je obvykle způsoben deficitním saldem obchodní bilance (což je často důsledkem nedostatečných úspor). Import je tedy vyšší než export a země spotřebovává více, než je schopna vyprodukovat.

Ve chvíli, kdy se dluh začne splácet, se deficit obchodní bilance musí změnit na přebytek a země je tak nucena se ve spotřebě uskromnit. Přebytek obchodní bilance musí v takovém případě pokrýt nejen deficit finančního účtu, ale i deficitní výnosovou bilanci běžného účtu, která vykazuje toky úroků z dluhu. Mezera úspor je obvykle vykoupena snížením investic, protože je obtížné motivovat domácnosti k jejich tvorbě. Další možností je zvýšit čisté veřejné úspory, to je ale těžko politicky prosaditelné.

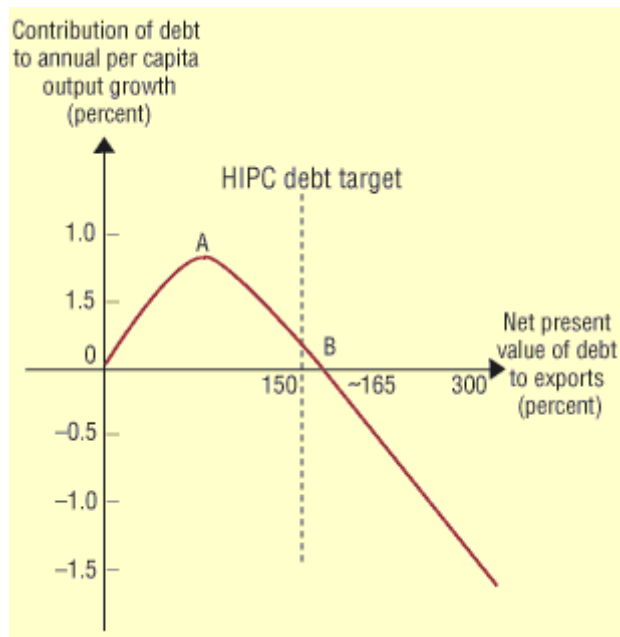
### **1.6.2 Dopady na produkt**

Dopady na produkt mohou být jak pozitivní, tak negativní. Ovlivňuje je celá řada faktorů a jsou velice obtížně měřitelné. Kromě velikosti dluhu hraje roli také to, jakým způsobem je užit, jaká je jeho úroková míra, jaká je jeho doba splatnosti a další.

Empirické studie ukazují, vztah mezi velikostí zahraničního dluhu a růstem ekonomiky je popsán křivou ve tvaru obráceného U. Pokud je dluh malý, dá se očekávat, že se v dané zemi najde dost investic s výnosovou mírou vyšší, než jsou náklady dluhu. V tomto případě tedy bude dluh mít na HDP pozitivní dopad, protože přispěje k růstu ekonomiky a zároveň nebudou problémy s jeho splacením, protože výnos z investic pokryje dluhovou službu. Až do určité hranice má tedy rostoucí dluh čím dál větší pozitivní efekt na růst HDP. Od určité hranice se ale tento efekt začíná opět snižovat, a pokud dluh narůstá i dále může dojít k tomu, že příspěvek dluhu k růstu HDP bude dokonce záporný. Tím, co toto zpomalení způsobuje a co přenáší velikost dluhu do HDP je pravděpodobně očekávání investorů, že dluh bude větší, než schopnost země ho splácet. V takové situaci nechtějí dále investovat (obávají, že nárůst produkce by byl použit jen na úhradu dluhu) a tím poškodí růst HDP.



Graf 1: Důsledky velikosti zahraničního dluhu na růst HDP



Zdroj: [14]

Bylo změřeno, že velikost zahraničního dluhu, která již začne hospodářství zpomalovat, je zhruba na úrovni 160-170 % k exportu, nebo 35-40 % k HDP (autoři studie použili indikátory s čistou současnou hodnotou dluhu, i když uvádějí, že výsledky s nominálními hodnotami dluhu jsou podobné). Určit bod maximálního pozitivního příspěvku dluhu k HDP je obtížnější, nachází se zhruba na polovině uvedených hodnot<sup>[14]</sup>.

### 1.6.3 Odliv bohatství

Krom splacení jistiny do ciziny odeče i úrok, tedy část bohatství, které ekonomika vytvořila. Země využívající externí zdroje i při možnosti použití zdrojů interních se o toto bohatství připravuje. Důvodem preferování zahraničních zdrojů může být např. apreciacie domácí měny, což snižuje reálnou hodnotu dluhu. U zemí s vysokým podílem zahraničního vládního dluhu na celkovém vládním dluhu jsou častým vysvětlením politické důvody (vláda si raději půjčí, než aby ohrozila svoje postavení zvýšením daní).

### 1.6.4 Možnost přispění k finančním krizím

Tento důsledek zahraničního zadlužení je velice závažný a v minulosti přispěl k výrazným problémům celé řady zemí (za všechny lze uvést země jihoamerického kontinentu). Problém se týká zejména dluhu denominovaného v cizí měně, jehož reálná hodnota je odvislá i od pohybu směnných kurzů. Při prudké depreciaci domácí měny

vůči měně, ve které je dluh denominován, dojde k nárůstu reálné hodnoty dluhu. Pokud je deprecie měny skutečně velká (nastane-li měnová krize), může dojít k platební neschopnosti dané země, která pak často není schopna splácet ani úroky z dluhu, natož splátky jistiny. Měnová krize v takovém případě vede i ke krizi dluhové a bez pomoci mezinárodních institucí, jako např. MMF, je pro zemi těžké se z takovéto ekonomické situace dostat. Na druhou stranu lze ale najít i případy zemí (například Česká republika), kde dochází k vytrvalému posilování domácí měny a reálná hodnota dluhů se tak snižuje.

Další příčinou finančních krizí mohou být problémy bank se zahraniční předlužeností. Více v kapitole o dopadu zahraničního zadlužení na banky.

### **1.6.5 Dopady na důvěryhodnost země**

Čím větší je zadlužení země, tím větší je riziko, že nebude v budoucnu schopna dostát svým závazkům. To způsobuje jednak obtížnější obstarávání si kapitálu (což samo o sobě k platební neschopnosti může vést, protože to může znemožnit refinancování splatných dluhů), a také se zvyšuje riziková prémie, kterou věřitelé požadují. Země se díky tomu může dostat do dluhové spirály, kdy půjčky na refinancování jsou úročeny výše než původní dluhy a velikost dluhu tak narůstá.

Jelikož větším zadlužením země se myslí větší podíl nominální, nebo čisté současné hodnoty dluhu na exportu či na HDP (tedy jeho relativní váha), tak v případě velké části dluhu denominovaného v cizí měně může nedostupnost a cenu kapitálu zvyšovat i deprecie domácí měny. Tento efekt se může projevit i vznikem měnové krize. V případě poklesu měny, vzrůstu relativní váhy dluhu a snížení důvěryhodnosti ekonomiky začne část investorů své peníze stahovat zpět, čím se opět zvýší tlak na oslabení měny. Ve výsledku pak dojde ke spirále, která vyústí v měnovou krizi. Nejproblematičtější je opět krátkodobý spekulativní kapitál, jehož poskytovatelé mají v podobných situacích tendenci k panickému (tzv. stádnímu jednání – herding behaviour) a krizi prohlubují.

### **1.6.6 Vliv na chudobu**

O vlivu nadměrného zadlužení na chudobu a obtíže s ní spojené poukazuje celá řada mezinárodních nevládních organizací (jejich tlak zcela jistě přispěl ke vzniku iniciativ na odpuštění dluhu, či odložení splátek - za všechny např. HIPC iniciativa).

Mezinárodní měnový fond vydal v roce 2003 na toto téma studii<sup>[8]</sup>, která se snaží prokázat statistickou spojitost mezi indikátory zadlužení a projevy chudoby. Studie se zaměřuje na nejchudší země (sleduje např. všech 41 HIPC zemí). Jejím výsledkem je, že tento vliv existuje a je statisticky významný. Předpokládaným kanálem, kterým se dluh projeví na chudobě, je vytěšňovací efekt dluhové služby na vládní výdaje na školství, zdravotnictví, sociální oblast apod. Dalším pravděpodobným kanálem, je negativní vliv nadměrného zadlužení na růst (viz výše). Možnou další příčinou je očekávání investorů, že vláda se bude snažit dluhovou službu pokrýt emisně, nebo omezením veřejných investic, což odradí soukromé investice a opět omezí růst.

Statistika ukazuje, že vztah mezi očekávanou dobou života a HPD na hlavu je pozitivní a má hodnotu 1:5 (pětiprocentní růst HDP na hlavu způsobí jednaprocentní růst v očekávané době života), přičemž vztah k indikátorům zadlužení je negativní – prokázal se tedy jejich záporný vliv. Ačkoliv do modelu vstupuje celá řada neznámých, statistické závislosti jsou poměrně silné a lze hovořit o tom, že vysoké zadlužení k chudobě přispívá, i když pravděpodobně není rozhodujícím činitelem. Daleko větší vliv má růst HDP na hlavu.

## **1.7 Zahraniční zadlužení a jednotlivé sektory ekonomiky**

Následující část se bude věnovat zvláštnostem dopadu zahraničního zadlužení na jednotlivé sektory. Nebudou znovu zmíněny dopady, které jsou společné pro všechny (např. problém s reálnou hodnotou dluhu při depreciaci měny atd.). Budou zmíněny dopady jak na vlastní finanční situaci daného sektoru, tak na ekonomiku jako celek.

### **1.7.1 Vláda**

Použití zahraničních zdrojů vládou má určité specifické vlivy. Především je to omezení vytlačovacího efektu vládního dluhu na úrokovou míru, a tedy na hladinu domácích investic. Přílivem kapitálu ze zahraničí ovšem (*ceteris paribus*) může dojít ke zhodnocení měny a k vytlačení části čistého exportu. Který z těchto efektů je silnější záleží na mnoha okolnostech a není jednoduché dopady odhadovat.

Dalším specifickým problémem je přebírání dluhů soukromých subjektů a záruky. V obdobích finanční krize musí občas vláda vydat záruky za dluhy soukromých subjektů (v případě strategických odvětví), nebo je (často v případě bankovního sektoru) přímo přebírá. Fiskální a dluhové dopady jsou velmi významné (např.

v případě Thajska došlo v průběhu Asijské krize k prudkému nárůstu veřejného dluhu, část byla ovšem způsobena expansivní fiskální politikou.)

### **1.7.2 Banky**

Banky jsou na zahraniční zadlužování velmi citlivé. Nejproblematictější je krátkodobý spekulativní kapitál ve formě vkladů a krátkodobých půjček, po jehož nadměrném přítoku dojde k velkému zvýšení bankovních pasiv, která se banky musí snažit výnosně umístit. Po vyčerpání produktivních investic se přebytečné zdroje začnou umisťovat do neproduktivních a roste objem špatných dluhů v ekonomice, což sníží profitabilitu bank. Problém je dále umocněn přílišnou deregulací bankovního sektoru či jeho počáteční slabostí. Příkladem je opět Asijská finanční krize, které předcházela liberalizace kapitálových toků v řadě postižených zemí.<sup>[2]</sup> Krize bank se navíc vždy (přes úvěrovou kontrakci) přenáší do celé ekonomiky. Velmi často také do veřejných rozpočtů a do veřejného dluhu.

Problém s likviditou bank může nastat, pokud je velká část jejich zahraničních pasiv ve formě vkladů či krátkodobých půjček, zatímco aktiva jsou ve formě půjček s delší dobou splatnosti. Nerovnováha ve splatnosti (*maturity mismatch*) může ohrozit likviditu při prudším odlivu krátkodobých pasiv.

### **1.7.3 Podniky**

Podniky jsou na zahraniční dluh citlivé zejména v případě zadlužování v cizích měnách. Kromě vlivu na reálnou hodnotu dluhu a na solventnost podniku má deprecie domácí měny i vlivy bilanční (rozvahové). Váha cizího kapitálu stoupne a důvěryhodnost podniku se sníží (podíl cizího kapitálu na celkovém kapitálu, či podíl cizího k vlastnímu kapitálu jsou jedny ze základních charakteristik zdravé finanční struktury).

Vzniklou vnější platební neschopnost podniků často doprovází i platební neschopnost vnitřní, což ústí v problém nárůstu klasifikovaných úvěrů.

Řízení a sledování vnější dluhové pozice je složitou věcí. Lze ale uvést několik doporučení, která vedou jednak ke zlepšení situace, ale také k větší transparentnosti výkaznictví a tím k vyšší důvěře investorů.

## 1.8 Doporučení pro dobrý management externí dluhové situace

Následující doporučení jsou namířena spíše na rozvojové země, jejich platnost je ale obecná.<sup>[7][12]</sup>

Sektory vlády a měnových autorit by se měl řídit následujícími doporučeními:

- Udržovat stabilní makroekonomickou politiku. Zvláštní důraz klást na velikost veřejného dluhu.
- Provádět opatrnou liberalizaci kapitálových trhů
- Klást překážky nadměrným přítokům krátkodobého spekulativního kapitálu (např. formou zdanění, či kvót). Ve vyspělých zemích často problematické z důvodu mezinárodních dohod.
- Snažit se využívat spíše oficiálních půjček na rozvojovou pomoc od mezinárodních institucí, než spoléhat na soukromé investory. Výhodou tohoto přístupu je snazší možnost vyjednat volnější podmínky pro splácení v případě problémů. Případné odpuštění dluhu je také jednodušší.
- Monitorovat velikost dluhu a trendy jeho vývoje s důrazem na jeho dlouhodobou udržitelnost. Při vykazování dluhu se držet mezinárodních norem, což zaručí transparentnost a důvěryhodnost (základní normou v této oblasti je dokument od mezinárodního měnového fondu External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users<sup>[7]</sup>).
- Udržovat devizové rezervy ve vhodné velikosti a struktuře. Velikostí se myslí hlavně udržování určitého podílu rezerv na krátkodobých zahraničních dlužích. Strukturou pak hlavně struktura měnová – měla by odpovídat měnové struktuře zahraničního dluhu.

Pro všechny zadlužené sektory pak platí následující doporučení:

- Klást důraz spíše na dlouhodobé zdroje financování a snažit se vyhnout se krátkodobým.
- Snažit se (pokud je to možné) refinancovat krátkodobé dluhy dlouhodobými, případně drahé těmi levnějšími.

- Nejdůležitější je snažit se využívat zapůjčené zdroje na produktivní investice, které v budoucnu vytvoří prostředky pro pokrytí dluhové služby.

Doporučit lze těsnější spolupráci na regionální úrovni. Je vhodné je podporovat vytváření a rozvoj regionálních kapitálových trhů, sdílet zkušenosti s dluhovým managementem atd.

Na globální úrovni je žádoucí podporovat vznik schémat pro řešení nestandardních situací, např. při neschopnosti splácet. Důležité je i podporovat vytváření zdrojů pro poskytování oficiálních půjček, které jsou pro chudé země výhodnější.

## 2 Analytická část

V této části bude analyzován stav a vývoj objemu a struktury zahraničního zadlužení ve vybraných skupinách zemí. Vzhledem k zaměření práce na rozvinuté a tranzitivní země byly vybrány následující hlavní skupiny:

- Největší pozornost bude věnována tranzitivním zemím v podobné situaci jako ČR, tedy nově přistoupičtím členům EU (Slovensko, Polsko, Maďarsko, Slovinsko, pobaltské země, Bulharsko a Rumunsko). Česká republika bude zpracována nejpodrobněji.
- Vyspělé země (západní Evropa, USA a Japonsko) budou zpracovány také, v přehledu zemí ale nebudou uvedeny všechny (jenom ty nějakým způsobem zajímavé).
- Ostatní skupiny zemí budou zpracovány jen celkově v syntetické části. Jedná se o skupinu tzv. nově industrializovaných zemí jižní Asie a o vybrané země jižní Ameriky.

U všech zemí byly zkoumány následující skutečnosti:

Z indikátorů *solventnosti* byly vybrány ty nejdůležitější ukazatele, tedy poměr zahraničního dluhu k exportu, poměr zahraničního dluhu k HDP a poměr čistého zahraničního dluhu k HDP.

Z indikátorů *likvidity* poměr krátkodobého zahraničního dluhu k celkovému, poměr krytí krátkodobého zahr. dluhu devizovými rezervami.

Při zkoumání stability bankovního a podnikového sektoru bylo u dvou nejdůležitějších skupin zemí provedeno i srovnání poměru krátkodobého zahr. dluhu na celkovém zahraničním dluhu u bankovního i podnikového sektoru (sektor ostatní).

Pro přehled o sektorech ekonomiky, které se na zadlužování podílí nejvíce byla provedena analýza sektorové struktury zahraničního zadlužování.

Pro vytvoření představy o pravděpodobném budoucím vývoji byla provedena analýza stavu a vývoje bilance výnosů a celkové bilance běžného účtu platební bilance.

## 2.1 Metodika

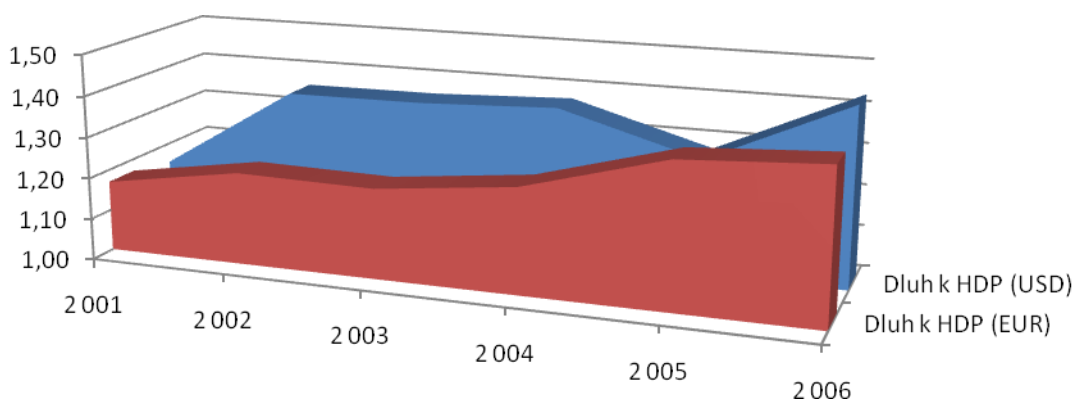
Pokud není uvedeno období, jsou údaje ke konci roku 2006. Novější data zatím nejsou k dispozici.

V některých případech bylo nutné údaje přepočítat na cizí měny. Dluh a stav devizových rezerv byly (jako stavové veličiny) přepočítávány kurzem platným poslední den období. HDP byl jako toková veličina přepočítáván průměrným kurzem za dané období (vždy za rok).

Vliv devizových kurzů nelze přehlížet. Práce se týká z naprosté většiny evropských zemí, údaje o dlužích jsou ale převážně dostupné v USD. Vzhledem k vývoji kurzu evropských měn a USD dochází k mírnému zkreslení ve vývoji dluhu a jeho podílu na HDP. Při neustále klesajícím kurzu dolaru je průměrný kurz USD/nár. měna jiný, než kurz z konce období (např. v roce 2006 je průměrný kurz 1,256 USD/euro, zatímco kurz z konce období je 1,317 USD/euro; v roce 2005 nastala opačná situace). V níže uvedených grafech je tento vliv patrný, v roce 2005 je u většiny zemí patrný pokles váhy dluhu na HDP, zatímco v roce 2006 jeho vzrůst. Důležitější než zkoumání meziročního vývoje je spíše zkoumání dlouhodobějších trendů. Popisky u jednotlivých zemí tuto skutečnost reflektují.

Jako příklad je uveden graf srovnávající podíl zahraničního dluhu na HDP při použití údajů v obou měnách v případě Německa.

Graf 2: Vliv použitého kurzu na velikost podílu zahraničního dluhu na HDP v Německu



Zdroje dat: MMF, Eurostat, vlastní výpočty.



I přes tyto metodické problémy se tato práce drží vykazování dluhových indikátorů s použitím údajů v USD. Je to proto, že použití dolaru jako zúčtovací jednotky je stále daleko rozšířenější než u eura a údaje tak nabízí širší mezinárodní srovnatelnost.

Čisté zahraniční zadlužení bylo počítáno dle metodiky uvedené v části o vztahu zahraničního zadlužení a investiční pozice.

**Konkrétní zdroje informací byly následující:**

Údaje o stavu a struktuře dluhu: JEDH – společná databáze MMF, Světové banky, BIS a OECD.

Údaje o HDP, devizových kurzech a investiční pozici východoevropských zemí: Eurostat.

Údaje o investiční pozici ostatních zemí: MMF Ballance of payments statistics.

Údaje o platební bilanci a dev. rezervách: UNECE, United nations economic comission for Europe.

Doplňující údaje, nebo údaje nedostupné z oficiálních zdrojů: Deutsche bank research.

## 2.2 Nejadluženějších země světa

Tabulka 2: Nejadluženější země světa v absolutní hodnotě dluhu a v podílu dluhu na HDP.

Země	Hodnota dluhu	Podíl na HDP
USA	11 204 108	85%
Velká Británie	9 238 365	385%
Německo	4 179 631	143%
Francie	3 905 002	174%
Itálie	2 085 068	112%
Holandsko	2 022 334	303%
Španělsko	1 804 345	146%
Irsko	1 758 446	802%
Japonsko	1 512 871	35%
Belgie	1 279 314	322%
Švýcarsko	1 100 199	283%
Kanada	689 765	54%
Rakousko	646 036	200%
Austrálie	639 634	81%
Hong-Kong	516 382	40%
Dánsko	448 158	162%
Norsko	409 893	122%
Portugalsko	381 453	196%
Řecko	329 782	123%
Ruská federace	310 551	31%
Jižní Korea	263 386	28%
Finsko	261 763	124%
Turecko	207 735	40%
Brazílie	199 372	19%
Polsko	169 288	50%
Mexiko	169 006	20%
Indie	160 242	20%
Indonésie	132 629	36%
Maďarsko	124 121	91%
Argentina	108 763	60%
...		
Česká republika	58 297	41%

Zdroje dat: MMF, Eurostat, vlastní výpočty.

## 2.3 Vyspělé země západní Evropy

V této skupině je analyzováno zahraniční zadlužení vyspělých zemí západní Evropy.

### 2.3.1 Belgie

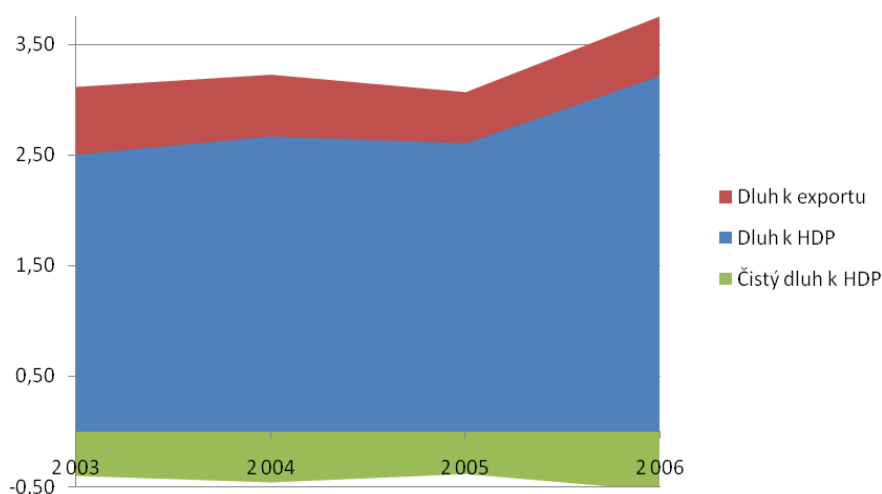
Tabulka 3: Vývoj dluhových indikátorů v Belgii

Indikátory	2 003	2 004	2 005	2 006
Dluh k HDP	2,50	2,67	2,61	3,22
Řetězový index dluhu	x	1,24	1,02	1,31

Zdroje dat: MMF, UNECE, Eurostat, vlastní výpočty

Belgie je ze zkoumaných zemí třetí nejzadluženější. Podíl dluhu na HDP se v roce 2006 dostal přes 300 %, při nárůstu absolutní hodnoty hrubého zadlužení o 31 %. Nárůst hodnoty pro rok 2007 zřejmě nebude tak výrazný.

Graf 3: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP v Belgii



Zdroje dat: MMF, UNECE, Eurostat, vlastní výpočty

Běžný účet vykazuje dlouhodobě přebytky. Údaje za poslední tři roky jsou 3,5; 2,6 a 2,7 % HDP. Bilance výnosů je kladná, v roce 2006 byla její hodnota 7,5 mld. USD (1,9 % HDP).

Z hlediska splatnosti jsou data velice nepříznivá, podíl dlouhodobých dluhů je jen přes dvacet procent a navíc vykazuje klesající tendenci. Podíl pokrytí krátkodobého dluhu z devizových rezerv je tak jen 1,7 %.

Ze sektorů mají stabilně největší podíl banky (přes 60 %) následované vládou (pod 20 %). V instrumentálním členění převažují půjčky a vklady (podíl vkladů se prudce zvýšil v roce 2003, od té doby vývoj neprobíhá).

### 2.3.2 Francie

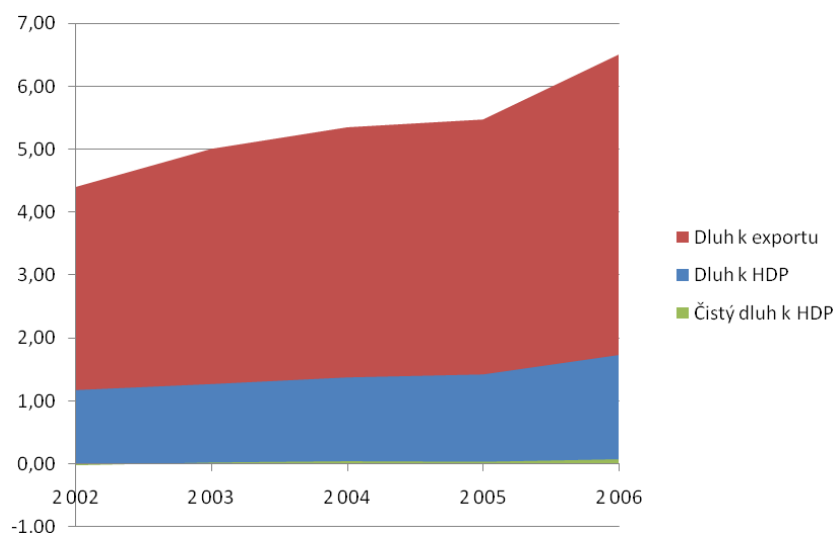
Tabulka 4: Vývoj dluhových indikátorů ve Francii

Indikátory	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006
Dluh k HDP	1,18	1,28	1,38	1,43	1,74
Řetězový index dluhu	x	1,33	1,24	1,07	1,28

Zdroje dat: MMF, UNECE, Eurostat, vlastní výpočty.

Francie vykazuje vytrvalý nárůst podílu váhy dluhu. V roce 2006 až na 174 % HDP.

Graf 4: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP ve Francii



Zdroje dat: MMF, UNECE, Eurostat, vlastní výpočty.

Bilance běžného účtu je nevyrovnaná, po dlouhém období mírných přebytků sklouzla v roce 2005 do záporu. Hodnoty v posledních třech letech jsou 0,5; -0,9 a -1,3 % HDP. Bilance výnosů je v posledních letech v rostoucím přebytku. V roce 2006 činil přebytek 26 mld. Euro (1,2 % HDP)

Podíl krátkodobých dluhů na celkovém zahraničním dluhu je dlouhodobě mezi čtyřiceti a padesáti procenty, krytí z devizových rezerv je ve výši 3 %. Na zadlužení mají největší podíl banky (téměř 60 %), dále vláda (přes 20 %), sektor ostatní a mezipodnikové půjčky z PZI. Trendem je posilování podílu bank a snižování podílů vlády a sektoru ostatní. Mezipodnikové půjčky zůstávají konstantní. V instrumentech je

převaha vkladů, jejichž váha dále roste dále dluhopisů a směnek, jejichž váha naopak klesá.

### 2.3.3 Irsko

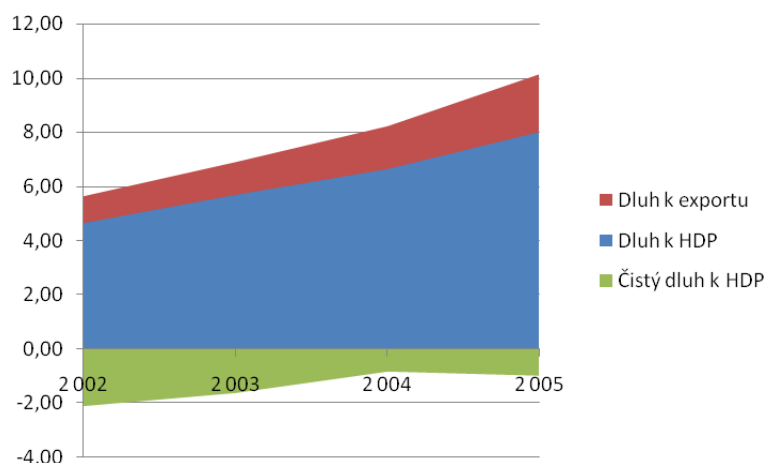
Tabulka 5: Vývoj dluhových indikátorů v Irsku

Indikátor	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006
Dluh k HDP	4,13	4,66	5,70	6,65	8,02
Řetězový index dluhu	x	1,45	1,43	1,27	1,32

Zdroje dat: MMF, UNECE, Eurostat, vlastní výpočty.

Zahraniční zadlužení Irska je v poměru k HDP největší v Evropě.

Graf 5: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP v Irsku



Zdroje dat: MMF, UNECE, Eurostat, vlastní výpočty.

Irsko vykazuje prudce se prohlubující deficit běžného účtu, údaje za poslední tři roky jsou -0,6; -3,5 a -4,2 % HDP. Hlavním důvodem je výnosová bilance, která je v minusu o 31 mld. USD (-14,2 % HDP). Zvyšující se finanční účet má vysoce proměnlivou strukturu, často je většina kapitálových přítoků složena převážně z portfoliových a ostatních investic.

Podíl dlouhodobých závazků přesto stoupá, v současné době je přes 50 %. Krytí krátkodobých závazků z devizových rezerv je ve výši 0,1 %. Ve struktuře dle sektoru se zvolna zvyšuje podíl sektoru ostatní (téměř 30 %), dominují banky (přes 50 %). Půjčky z přímých zahraničních investic tvoří většinu zbytku. Z instrumentů jsou na vzestupu dluhopisy a směnky (přes 20 %), většinu mají půjčky, jejichž podíl se ale snižuje (přes 40 %). Podíl krátkodobého dluhu u sektoru bank je 70 %, u sektoru ostatní 20 %. U obou sektorů tyto podíly klesají.

Pokud je nějaká země západní Evropy v problematické situaci, je to právě Irsko. Zahraniční zadlužování pokračuje prudkým tempem, důvodem je především stoupající deficit výkonové bilance, který již přesáhl přebytek obchodní bilance a tlačí na celkové saldo běžného účtu.

### 2.3.4 Německo

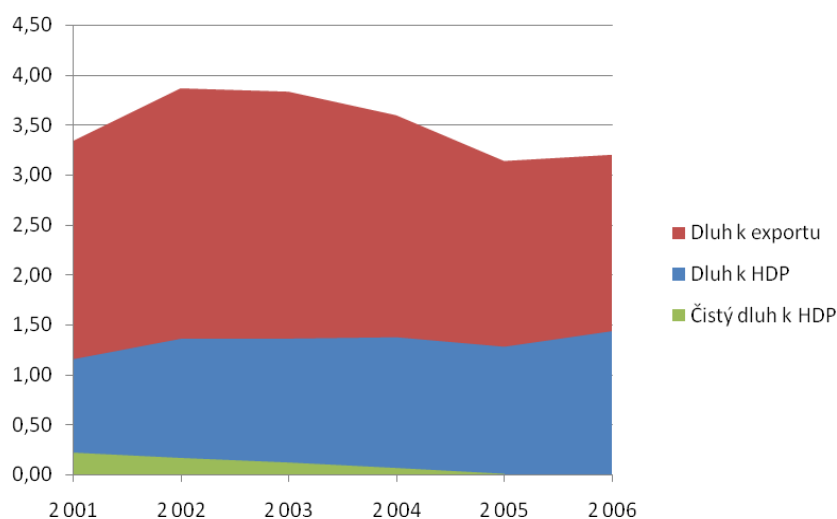
Tabulka 6: Vývoj dluhových indikátorů v Německu

Indikátory	2 001	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006
Dluh k HDP	1,15	1,36	1,36	1,37	1,28	1,43
Řetězový index nom. dluhu	x	1,26	1,21	1,14	0,94	1,17

Zdroje dat: MMF, UNECE, Eurostat, vlastní výpočty.

Po nárůstu nominálního dluhu o 17 % v roce 2006 dosáhl německý zahraniční dluh 143 % HDP.

Graf 6: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP v Německu



Zdroje dat: MMF, UNECE, Eurostat, vlastní výpočty.

Německý běžný účet dosahuje často vysokých přebytků (v absolutních číslech). Za poslední tři roky činily přebytky 4,3; 4,6 a 5,0 % HDP (důvodem je výrazně kladná obchodní bilance). V bilanci výnosů je Německo od roku 2004 v plusu, v roce 2006 o jedno procento HDP.

Ve struktuře dluhu dle splatnosti představují krátkodobé závazky dlouhodobě podíl okolo 40 %, tendence je klesající (krytí z devizových rezerv 3 %). Přes 50 % Německého dluhu nesou banky, na druhém místě je vláda (přes 20 %). O zbytek se

rovným podílem dělí sektor ostatní a mezipodnikové půjčky z PZI. V instrumentech převažují dluhopisy a směnky, jejichž podíl poměrně rychle stoupá, a dále půjčky.

### 2.3.5 Španělsko

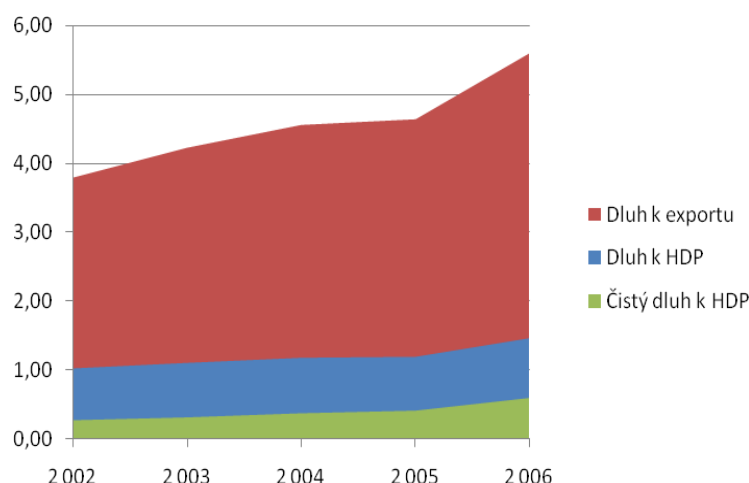
Tabulka 7: Vývoj dluhových indikátorů ve Španělsku

Indikátory	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006
Dluh k HDP	1,03	1,11	1,18	1,19	1,46
Řetězový index nom. dluhu	x	1,38	1,26	1,09	1,34

Zdroje dat: MMF, UNECE, Eurostat, vlastní výpočty.

I přes výrazné nárůsty nominální hodnoty zahraničního dluhu se jeho podíl na HDP držel na relativně stabilní úrovni, s mírnou tendencí růstu. V roce 2006 se pak jeho hodnota vzrostla na 146 % HDP.

Graf 7: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP ve Španělsku



Zdroje dat: MMF, UNECE, Eurostat, vlastní výpočty.

Ve struktuře běžného účtu je Španělsko podobné Portugalsku. Realizuje dlouhodobé deficity, jejichž výše navíc stoupá. Za poslední tři roky činily hodnoty deficitu -5,3; -7,4 a -8,6 % HDP. V bilanci výnosů vykazuje Španělsko také deficit, který od roku 2000 stále stoupá. Jeho hodnota v roce 2006 byla 26 325 USD, neboli -2,14 % HDP.

Podíl krátkodobých dluhů je pod 30 % a klesá. Krytí z devizových rezerv je ve výši 3 %. Ze sektorů mají největší podíl banky (45 %, stabilní podíl), dále sektor ostatní, jehož podíl stoupá (30 %) a sektor vláda, jehož podíl naopak klesá (přes 15 %). Zbytek tvoří mezipodnikové půjčky z PZI. Z instrumentů mají více než 50% podíl dluhopisy a směnky, které vykazují prudký nárůst. Půjčky a mezipodnikové půjčky z PZI mají stabilní podíly okolo 10 %. Zbytek tvoří vklady, jejichž podíl klesá.

## 2.3.6 Švýcarsko

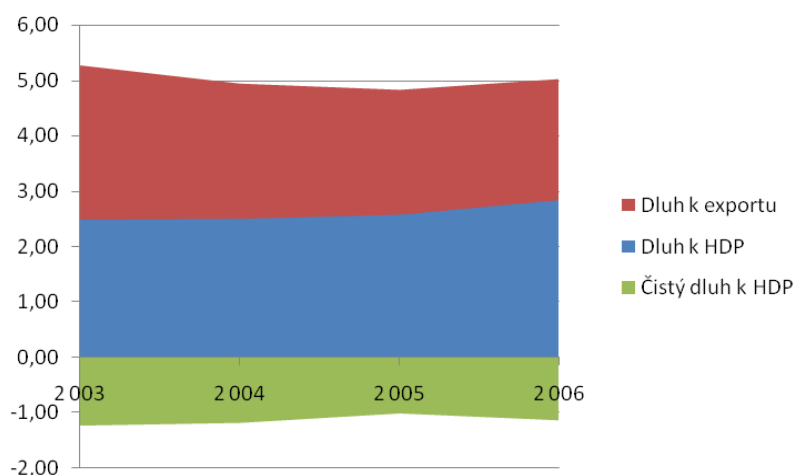
Tabulka 8: Vývoj dluhových indikátorů ve Švýcarsku

	1 999	2 000	2 001	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006
Dluh k HDP	1,97	2,48	2,35	2,58	2,48	2,49	2,57	2,83
Řetězový index dluhu	x	1,17	0,97	1,21	1,12	1,12	1,06	1,15

Zdroje dat: MMF, UNECE, Eurostat, vlastní výpočty.

Měřeno podílem dluhu na HDP je zadlužení Švýcarska mezi srovnatelnými vyspělými zeměmi Evropy poměrně malé.

Graf 8: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP ve Švýcarsku



Zdroje dat: MMF, UNECE, Eurostat, vlastní výpočty.

Švýcarsko má dlouhodobě nejvyšší přebytky běžného účtu z celé západní Evropy, většinou přes 10 %. V přebytku je i výnosová bilance.

Ve struktuře dluhu z hlediska splatnosti dlouhodobě převládají krátkodobé závazky (okolo 80 %). Ze sektorů jsou nejvíce zadlužené banky (okolo 60 %) následované sektorem ostatní (okolo 25 %). Podíly jsou dlouhodobě stabilní. V instrumentech převažují půjčky (přes 60 %).



### 2.3.7 Velká Británie

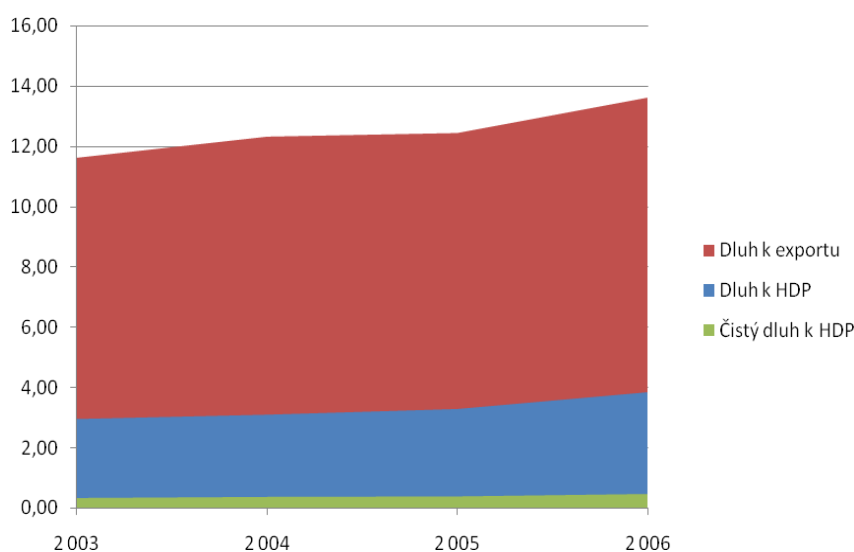
Tabulka 9: Vývoj dluhových indikátorů ve Velké Británii

Indikátory	2 003	2 004	2 005	2 006
Dluh k HDP	2,96	3,10	3,29	3,85
Řetězový index dluhu	x	1,24	1,10	1,25

Zdroje dat: MMF, UNECE, Eurostat, vlastní výpočty.

Velká Británie je v absolutních číslech druhou nejzadluženější zemí světa. Z hlediska podílu dluhu na HDP je ze zkoumaných zemí také jednou z nejzadluženějších.

Graf 9: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP ve Velké Británii.



Zdroje dat: MMF, UNECE, Eurostat, vlastní výpočty.

Běžný účet je dlouhodobě v záporu, přičemž deficity se v posledních několika letech dále prohlubují. Údaje za poslední tři roky jsou -1,6; -2,5 a -3,2 % HDP. Hlavním důvodem je výrazně deficitní obchodní bilance. Bilance výnosů je kladná s nevyrovnaným vývojem. V roce 2006 činil její přebytek 33 mld. USD (1,4 % HDP).

Podíl krátkodobého dluhu mírně klesá, stále je však vyšší než 80 %. Krytí z devizových rezerv je ve výši 1,4 %. Ze sektorů jsou nejvíce zadlužené banky (okolo 60 %), následované sektorem ostatní (mezi dvaceti a třiceti procenty). Méně než desetiprocentní podíl mají mezibankovní půjčky z PZI. Podíly sektorů se v posledních letech nemění. Z instrumentů převládají vklady (což vysvětluje vysoký podíl krátkodobého dluhu), které mají více než 50% podíl. Významné jsou ještě podíly půjček (okolo 20 %), dluhopisů a směnek (okolo 15 %) a mezibankovních půjček z PZI (méně než 10 %).

## 2.4 Noví členové Evropské Unie

V této skupině jsou následující země: Česká republika, Estonsko, Litva, Lotyšsko, Maďarsko, Polsko, Slovensko, Slovinsko. Pro Bulharsko a Rumunsko nejsou k dispozici potřebná data, v této části se proto nenacházejí. V syntetické části jsou již data těchto dvou zemí zahrnuta.

### 2.4.1 Estonsko

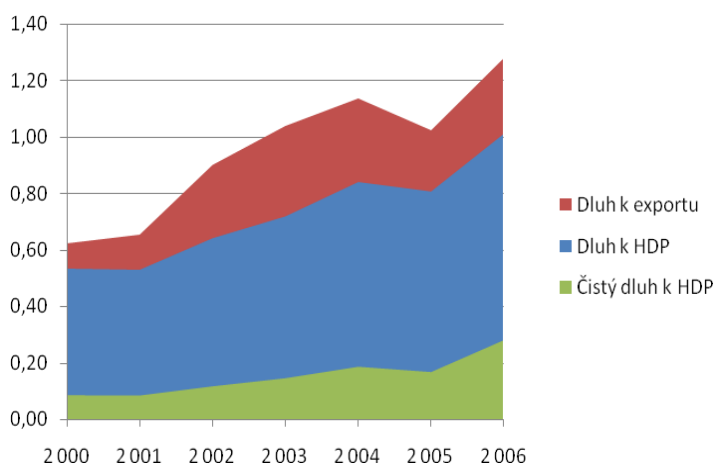
Tabulka 10: Vývoj dluhových indikátorů v Estonsku

Indikátory	1 998	1 999	2 000	2 001	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006
Dluh k HDP	0,52	0,51	0,53	0,53	0,64	0,72	0,84	0,81	1,01
Řetězový index dluhu	x	0,98	1,04	1,09	1,43	1,50	1,42	1,12	1,49

Zdroje dat: MMF, UNECE, Eurostat, vlastní výpočty.

Estonsko je co se týče podílu dluhu na HDP na poměrně vysoké úrovni, dynamika zadlužování je také velmi vysoká.

Graf 10: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP v Estonsku.



Zdroje dat: MMF, UNECE, Eurostat, vlastní výpočty.

Deficity běžného účtu jsou již pět let přes 10 % (za poslední tři roky: -12,3; -10 a -15,5 % HDP). Výnosová bilance je také v rostoucím záporu, v roce 2006 -0,8 mld USD, neboli -4,5 % HDP.

Podíl krátkodobého dluhu se stabilně drží mezi třiceti a čtyřiceti procenty. Jeho pokrytí z devizových rezerv je 47 %. V sektorové struktuře dominují banky (okolo 50 %, zvyšuje se), klesá podíl sektoru ostatní (pod 30 %). Půjčky z PZI mají téměř 20 %, jejich podíl ale klesá. V členění dle instrumentů převládají půjčky (téměř 40 %),

následované vklady (přes 20 %) a dluhopisy a směnkami (přes 10 %). Vývoj je nevyrovnaný.

Podíl krátkodobého zahr. dluhu u bank osciluje mezi čtyřiceti a padesáti procenty. U podniků je vývoj také nevyrovnaný, v současné době je podíl krátkodobé zahr. zadluženosti 40 %.

## 2.4.2 Litva

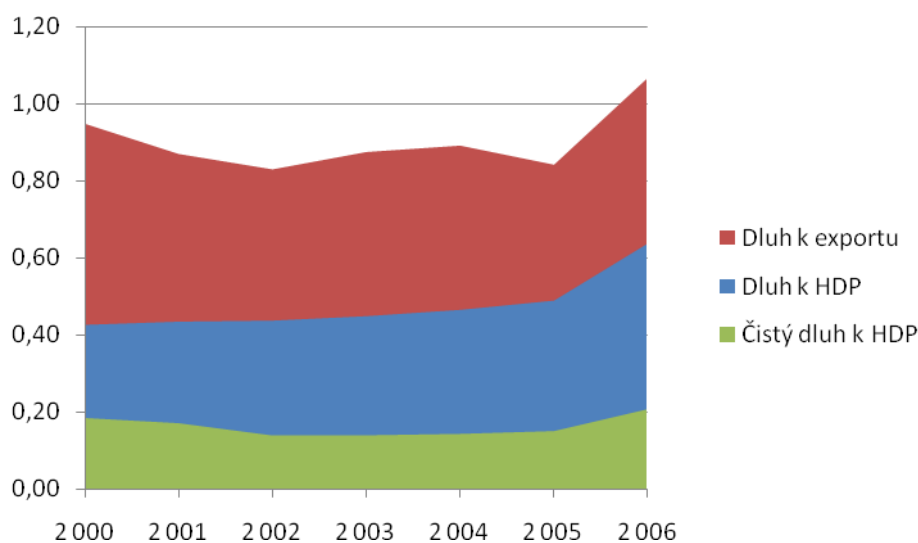
Tabulka 11: Vývoj dluhových indikátorů v Litvě

Indikátory	1 998	1 999	2 000	2 001	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006
Dluh k HDP	0,33	0,41	0,43	0,43	0,44	0,45	0,46	0,49	0,64
Řetězový index dluhu	x	1,21	1,07	1,08	1,18	1,34	1,26	1,20	1,51

Zdroje dat: MMF, UNECE, Eurostat, vlastní výpočty.

Dluhová situace Litvy je ze všech tří pobaltských zemí relativně nejlepší. Dynamika nárůstu dluhu je taktéž nejnižší.

Graf 11: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP v Litvě



Zdroje dat: MMF, UNECE, Eurostat, vlastní výpočty.

Deficity běžného účtu jsou také nižší, vykazují ale stoupající tendenci. Údaje za poslední tři roky jsou -7,7; -7,2 a -10,8 % HDP. Výnosová bilance je v prohlubujícím se deficitu, v roce 2006 činil -0,8 mld. USD, nebo -2,8 % HDP.

Podíl krátkodobého dluhu se dlouhodobě snižuje, v současné době je jeho zastoupení přes 30 % (krytí z devizových rezerv ze 100 %). Zvyšuje se podíl bank, i když pozvolněji než v Lotyšsku (v roce 2006 přes 45 %). Další je sektor ostatní, s klesajícím

podílem (25 %) a sektor vláda, jehož podíl také klesá (20 %). Mezipodnikové půjčky z PZI mají dlouhodobě podíl okolo 10 %. V instrumentální struktuře dominují půjčky, jejichž podíl se navíc dále zvyšuje (přes 50 %). Na rozdíl od Lotyšska je v Litvě malý podíl vkladů (jen okolo 5 %) a poměrně vysoký podíl dluhopisů a směnek (20 %, ale klesá), což souvisí s vyšším podílem dlouhodobých dluhů. Velké jsou ještě podíly obchodních úvěrů (přes 10 %, ale klesá) a mezipodnikových půjček z PZI (stabilně okolo 10 %).

Podíl krátkodobého zadlužení u bank vytrvale klesá, v současné době je na 40 %, u sektoru ostatní je podíl 50 %.

### 2.4.3 Lotyšsko

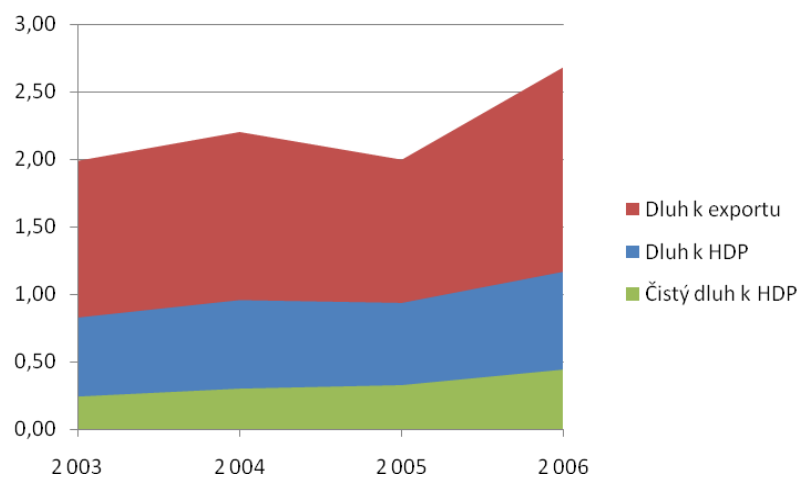
Tabulka 12: Vývoj dluhových indikátorů v Lotyšsku

Indikátory	2 003	2 004	2 005	2 006
Dluh k HDP	0,83	0,96	0,94	1,17
Řetězový index dluhu	x	1,43	1,14	1,57

Zdroje dat: MMF, UNECE, Eurostat, vlastní výpočty.

Lotyšský zahraniční dluh je velký, a vykazuje navíc výraznou dynamiku (nejvyšší ze všech pobaltských zemí).

Graf 12: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP v Lotyšsku



Zdroje dat: MMF, UNECE, Eurostat, vlastní výpočty.

Deficity běžného účtu jsou také výrazné, za poslední tři roky činily -12,9; -12,5 a 22,3 % HDP. Výnosová bilance je ve velkém záporu, který navíc výrazně roste. Mezi lety 2003 a 2004 se zdesetinásobil, do roku 2006 se pak dále zdvojnásobil. Hodnota z roku 2006 činila – 0,5 mld. USD, neboli -2,6 % HDP.

Z pohledu splatnosti má dluh poměrně nepříznivou strukturu, kde téměř 50 % má krátkodobou splatnost (v tomto ohledu se ale situace rok od roku výrazně lepší, v roce 2003 činil podíl krátkodobých dluhů téměř 70 %). Krytí krátkodobého dluhu devizovými rezervami je 42 %. V sektorovém zastoupení začínají výrazně dominovat banky (téměř 60 %), podíly ostatních sektorů se spíše zmenšují. Na druhém místě je sektor ostatní s méně než dvaceti procenty. O zbytek se dělí sektory vlády a mezipodnikových půjček z PZI. V instrumentálním zastoupení dochází v posledních letech k prudkému poklesu podílu vkladů, což je vyváženo nárůstem podílu půjček. Půjčky tvoří již přes 65 % Lotyšského zahraničního dluhu, vklady jen okolo 20 %.

Příznivý je pokles krátkodobého zadlužení jak u bank (postupně klesá až na dnešních 50 %). U sektoru ostatní podíl také klesá, až na současných 40 %. Čísla jsou to přesto stále vysoká.

#### 2.4.4 Maďarsko

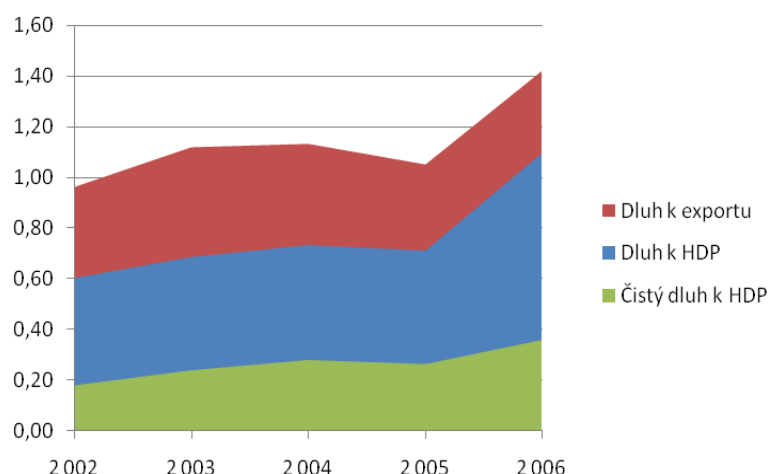
Tabulka 13: Vývoj dluhových indikátorů v Maďarsku

Indikátory	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006
Dluh ku GDP	0,60	0,69	0,73	0,71	1,10
Řetězový index dluhu	x	1,44	1,30	1,05	1,57

Zdroje dat: MMF, UNECE, Eurostat, vlastní výpočty.

Váha maďarského zahraničního dluhu se až do roku 2006 vyvíjela poměrně stabilně, s malými ročními přírůstky. V roce 2006 ale vzrostla až na 110 % HDP. V absolutním vyjádření to znamená vzrůst z hodnoty 78 mld. USD na 124 mld. za jediný rok. Hlavním důvodem tohoto přírůstku jsou půjčky z přímých zahraničních investic, které se ztrojnásobily a narostly o hodnotu 24 mld. Zbytek přírůstku připadá na sektory bank a vlády. Příliv půjček z PZI zřejmě již ustává, protože do konce třetího čtvrtletí 2007 narostly jen o dalších pět miliard USD.

Graf 13: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP v Maďarsku



Zdroje dat: MMF, UNECE, Eurostat, vlastní výpočty.

Deficit běžného účtu je dlouhodobě v mínusu, od roku 2000 navíc vždy přes pět procent. Údaje za poslední tři roky jsou -8,4; -6,8 a -6,6 % HDP. Maďarsko vykazuje velmi vysoký schodek výnosové bilance, který navíc neustále výrazně roste, v roce 2006 -8,3 mld. USD (7,4 % HDP).

Struktura dluhu z pohledu splatnosti je velmi příznivá, krátkodobé půjčky mají dlouhodobě mezi patnácti a dvaceti procenty. Pokrytí krátkodobého dluhu z devizových rezerv je díky tomu na hodnotě 159 %. V sektorovém zastoupení měla dlouhodobě největší podíl vláda následovaná bankami (oba sektory okolo 30 %). V roce 2006 se ale díky prudkému nárůstu půjček z přímých zahr. investic (které mají dnes téměř 30 %) dostal sektor bank až na třetí místo. Sektor ostatní má jen okolo 10 % a jeho podíl klesá. V členění dle instrumentů dominují dluhopisy a směnky (dlouhodobě okolo 40 %), následované půjčkami (přes 30 %) a půjčkami z PZI (po roce 2006 30 %).

## 2.4.5 Polsko

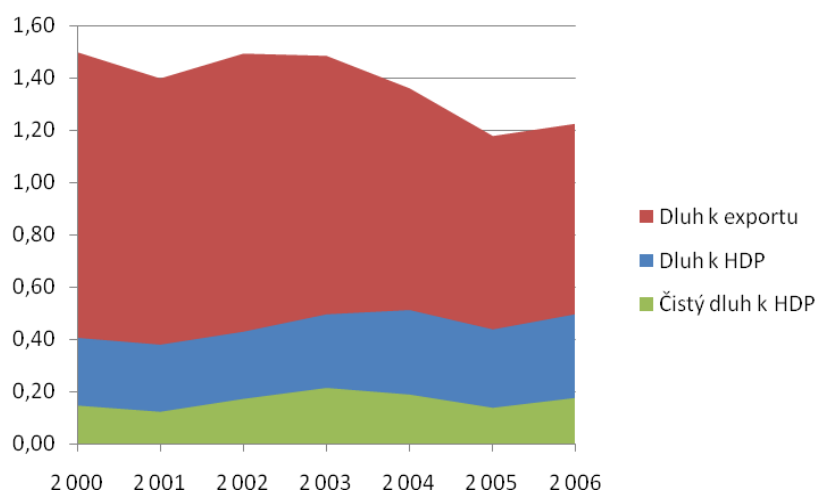
Tabulka 14: Vývoj dluhových indikátorů v Polsku

Indikátory	1 999	2 000	2 001	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006
Dluh k HDP	0,39	0,40	0,38	0,43	0,49	0,51	0,44	0,50
Řetězový index dluhu	x	1,06	1,04	1,18	1,26	1,21	1,02	1,27

Zdroje dat: MMF, UNECE, Eurostat, vlastní výpočty.

Velikost dluhu Polska je mezi tranzitivními ekonomikami poměrně nízká a ani se příliš nezvyšuje.

Graf 14: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP v Polsku



Zdroje dat: MMF, UNECE, Eurostat, vlastní výpočty.

Deficity běžného účtu platební bilance za poslední tři roky jsou -4,2; -1,6 a -3,3 % HDP. Dlouhodobá tendence je nevyrovnaná. Deficit výnosové bilance v čase silně stoupá, v roce 2006 -14,5 mld. USD, nebo 4,5 % HDP.

Příznivá struktura z hlediska splatnosti, podíl krátkodobého dluhu na celkovém dluhu je dlouhodobě nižší, než 20 %. Jeho pokrytí z rezerv je 135 %. Neobvykle vysoký podíl na dluhu má sektor vlády (40 %, klesá). Další je sektor ostatní (přes 20 % a klesá). Stoupá podíl bank (přes 10 %) a mezipodnikových půjček z PZI (20 %). Co se týče instrumentů, stoupající podíl vykazují dluhopisy a směnky (téměř 40 %), půjčky jsou na poklesu (30 %). Stoupající podíl mají půjčky z PZI (přes 20 %).

Jak sektor bank tak sektor ostatní mají poměr krátkodobých zahr. dluhů okolo 30 %. U sektoru ostatní se podíl příliš nemění, u bank klesá.

Ačkoliv je zadlužení Polska poměrně nízké, současný a očekávaný budoucí vývoj běžného účtu platební bilance naznačují pokračující prohlubování zadlužení.

## 2.4.6 Slovensko

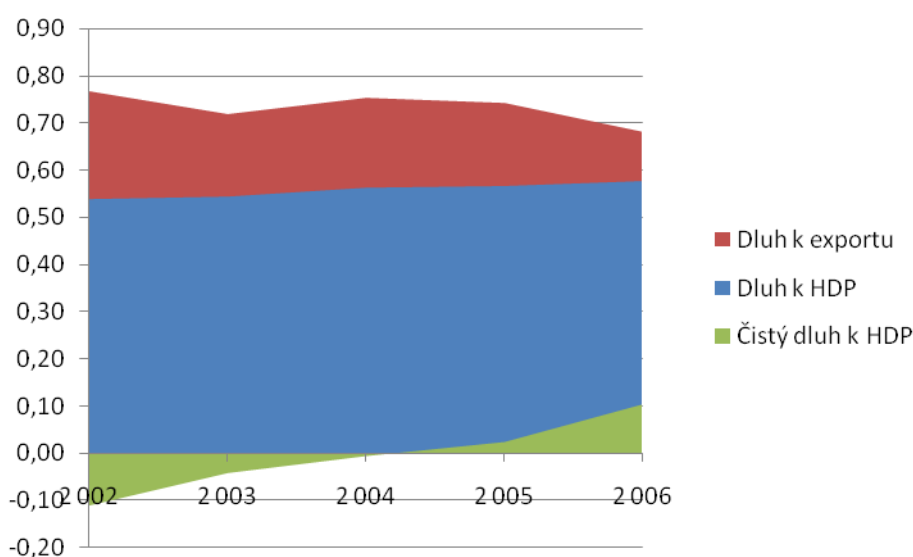
Tabulka 15: Vývoj dluhových indikátorů na Slovensku

Indikátory	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006
Dluh k HDP	0,54	0,54	0,56	0,57	0,58
Řetězový index dluhu	x	1,37	1,31	1,14	1,19

Zdroje dat: MMF, UNECE, Eurostat, vlastní výpočty.

Dluhová situace Slovenska prochází velmi dobrým vývojem. Za posledních několik let se zadluženost zvýšila jen minimálně, podíl dluhu na HDP v roce 2006 činil 58 %.

Graf 15: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP na Slovensku



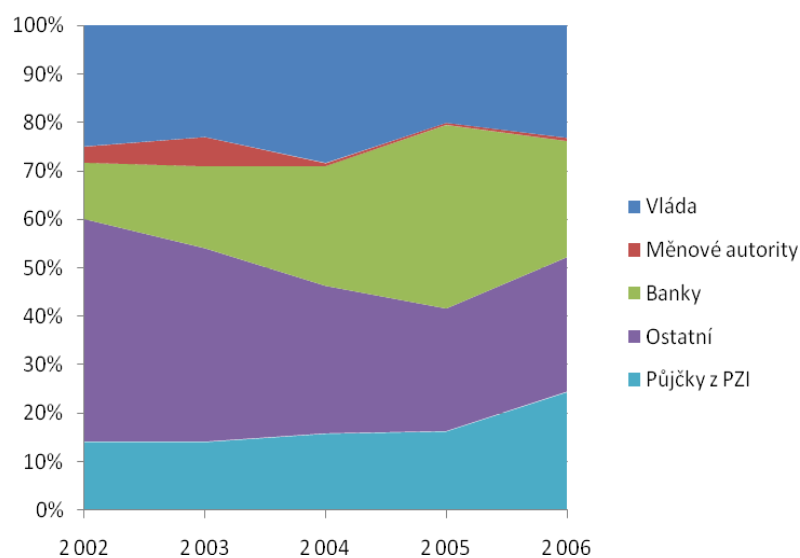
Zdroje dat: MMF, UNECE, Eurostat, vlastní výpočty.

Na běžném účtu je vývoj horší, deficit se za poslední roky prohloubil. Podíl na HDP v posledních třech letech byl -3,4; -8,4 a -8,2 procent. K prudkému vzrůstu deficitu běžného účtu přispěla i negativní výnosová bilance, která se v roce 2005 a 2006 výrazně propadla (hodnota v roce 2006 činila -3,7 % HDP, nebo -2 mld. USD – téměř pětinasobek hodnoty z roku 2004).

Ve struktuře dluhu dochází na Slovensku k poměrně prudkým výkyvům, a to ve všech třech oblastech zkoumání. Podíl krátkodobých dluhů do roku 2005 vystoupal až na 50 %, poté ke konci roku 2006 klesl na 40 % (krytí z rezerv bylo 114 %). V dalších dvou oblastech (členění dle sektorů a dle instrumentů) byl vývoj velmi proměnlivý, pro lepší názornost jsou proto přiloženy grafy..



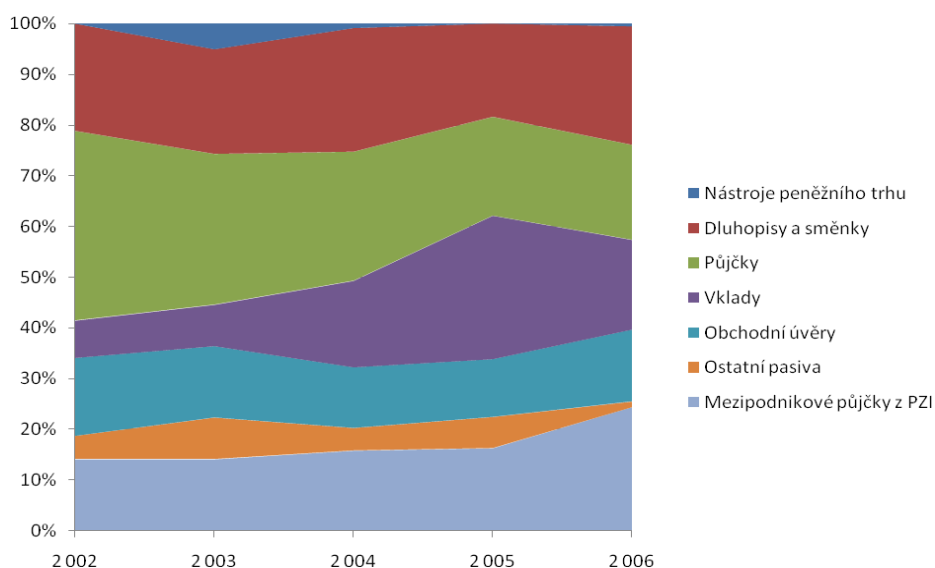
Graf 16: Vývoj podílu jednotlivých sektorů na zahr. zadlužení na Slovensku



Zdroje dat: MMF, vlastní výpočty.

Pozorovat lze pokles podílu sektoru ostatní a vzestup podílu půjček z přímých zahraničních investic.

Graf 17: Podíl jednotlivých instrumentů na zahr. zadlužení na Slovensku



Zdroje dat: MMF, vlastní výpočty.

Trendem je nárůst podílu půjček z PZI a také dluhopisů a směnek. Zajímavý je podíl obchodních úvěrů, který je nejvyšší ze všech zkoumaných zemí.

Nepříznivá je situace v zadlužení bank. 80 % jejich celkového zahraničního dluhu je krátkodobých, většina ve formě vkladů. V sektoru ostatní je situace podobně nepříznivá. Poměr krátkodobých dluhů přesáhl 50 % a dále vytrvale roste.

Celkově je dluhová situace Slovenska horší, než v případě ČR. Obchodní bilance je v záporu a deficit výnosové bilance narůstá rychlejším tempem, než v ČR.

## 2.4.7 Slovinsko

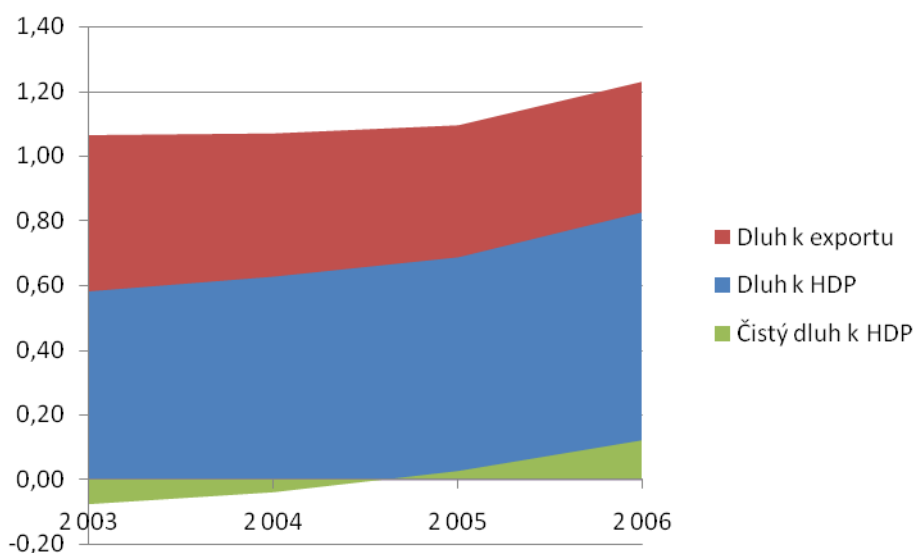
Tabulka 16: Vývoj dluhových indikátorů ve Slovinsku

Indikátory	2 003	2 004	2 005	2 006
Dluh k HDP	0,58	0,63	0,69	0,83
Řetězový index dluhu	x	1,25	1,16	1,31

Zdroje dat: MMF, UNECE, Eurostat, vlastní výpočty.

Hodnota zadlužení Slovenska je poměrně vysoká, 83 % HDP. Přírůstky jsou také velké.

Graf 18: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP ve Slovinsku



Zdroje dat: MMF, UNECE, Eurostat, vlastní výpočty.

Hodnoty bilance běžného účtu v posledních třech letech byly -2,7; -2 a -2,8 % HDP. Výnosová bilance je od roku 2002 v záporu, v roce 2006 -0,5 mld. USD (-1,3 % HDP)

80 % dluhu má dlouhodobou povahu, krytí krátkodobého dluhu z devizových rezerv je ve výši 101 %. Velký podíl na dluhu mají sektory obchodní banky (45 %, zvyšuje se) a ostatní (okolo 40 %, mírně se snižuje). Významný je ještě podíl vlády (10 %, snižuje se). Zdaleka největší podíl mezi instrumenty mají půjčky (téměř 60 %), vklady a obchodní úvěry mají každý okolo 15 %, dluhopisy a směnky 10 %.

Z nově přistoupičích zemí Evropské unie je Slovinsko jednou z ekonomicky neúspěšnějších. Důvodem je především to, že v době, kdy se ostatní země otevřely, se Slovinsko snažilo spíše hledat možnosti pro uplatnění vlastního kapitálu, raději než

kapitálu zahraničního (platí obzvláště pro strategická odvětví).<sup>[11]</sup> Tento fakt je potvrzen i tím, že v přímých zahraničních investicích má Slovinsko zápornou pozici, je tedy jejich čistým vývozcem (v roce 2006 -260 mil. USD). Deficity běžného účtu jsou způsobeny převážně deficitní obchodní bilancí, jejich vývoj je nevyrovnaný ale i nadále se očekává hodnota okolo 3 %. I přes poměrně velkou míru zahraničního zadlužení je vnější pozice Slovinska jednou z nejlepších ve střední a východní Evropě.

## 2.5 Česká republika

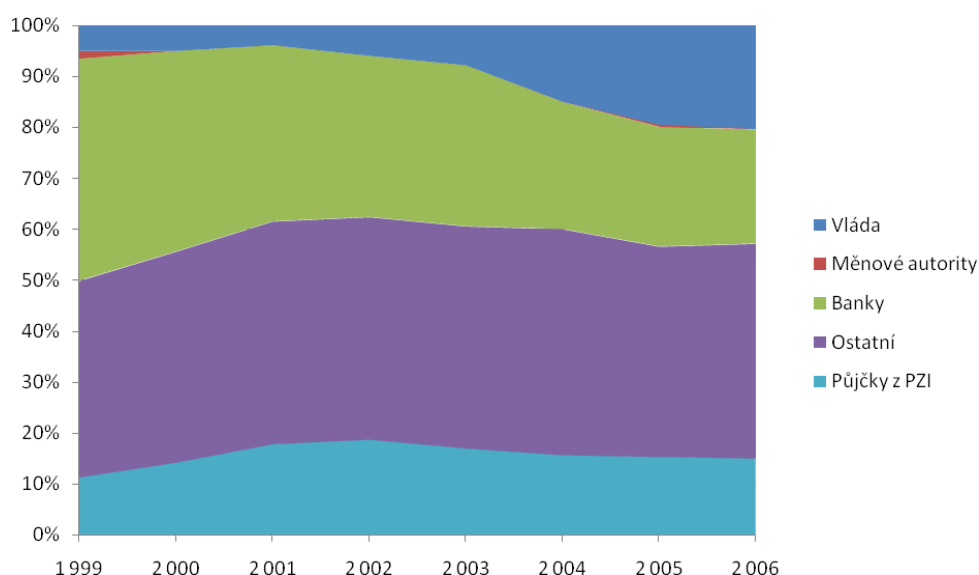
Zadlužení České republiky se dlouhodobě zvyšuje. Tempo zadlužování je nevyrovnané, ale v průměru se přibližně rovná růstu nominálního produktu, váha zahraničního dluhu se tedy až na určité oscilace příliš nemění.

Tabulka 17: Vývoj struktury dluhu dle sektorů v ČR (v mil. USD)

Sektor\Rok	2 001	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006
Vláda	863	1 608	2 718	6 754	9 033	11 828
Měnové autority	6	5	5	42	243	86
Banky	7 745	8 544	11 043	11 305	10 901	13 081
Ostatní	9 766	11 769	15 186	20 041	19 140	24 520
Půjčky z PZI	3 993	5 057	5 940	7 098	7 136	8 782
Hrubá zahr. dlužnická pozice	22 373	26 983	34 892	45 240	46 453	58 297

Zdroj dat: MMF.

Graf 19: Vývoj podílu sektorů ekonomiky na zahraničním zadlužení v ČR

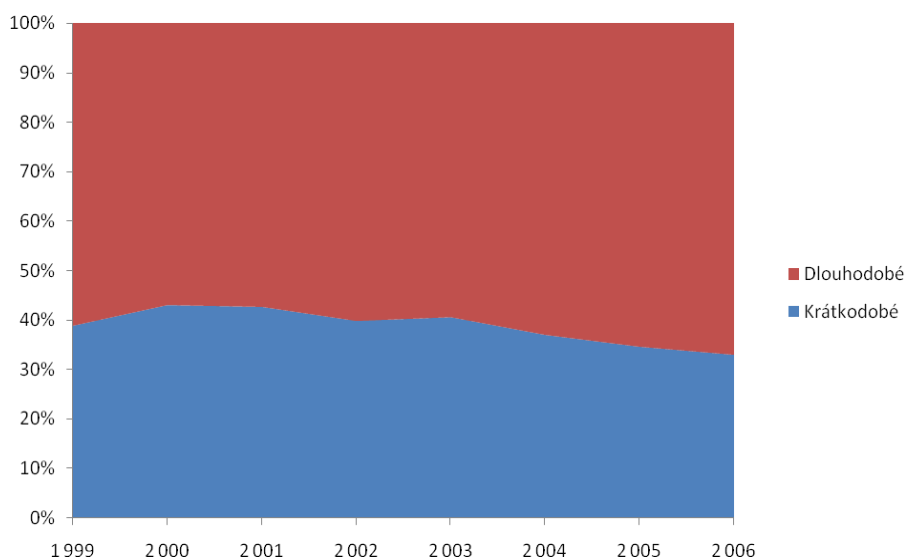


Zdroj dat: MMF, vlastní výpočty.

Je patrné, že v sektorovém zastoupení na zahraniční zadluženosti proběhl velký posun. Největší podíl nyní zaujímají ostatní sektory a podíl ČNB téměř vymizel. Důvodem

vzrůstu podílu ostatních sektorů jsou patrně bankovní problémy po roce 1998 a následná úvěrová kontrakce. Dalším důvodem může být velká potřeba kapitálu pro financování následného ekonomického boomu. Podíl vlády stoupl během šesti let z pěti na více než dvacet procent, pravděpodobným důvodem jsou pokračující rozpočtové deficity při saturaci domácího trhu s vládními dluhopisy.

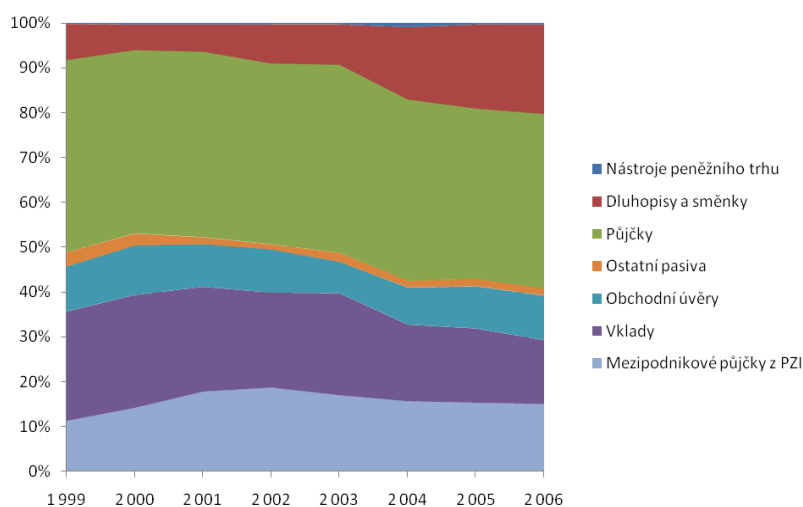
Graf 20: Vývoj poměru krátkodobých a dlouhodobých zahr. závazků v ČR



Zdroje dat: MMF, vlastní výpočty.

Co se týče struktury z pohledu délky splatnosti, podíl dlouhodobých dluhů se velmi pozvolna zvyšuje.

Graf 21: Vývoj poměru jednotlivých instrumentů na zahr. zadlužení ČR



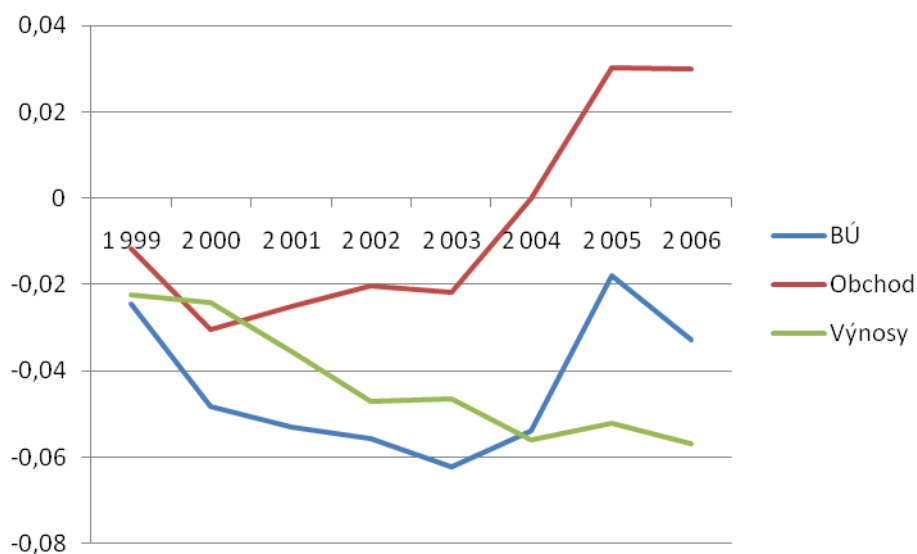
Zdroje dat: MMF, vlastní výpočty.

Ve vývoji struktury dle instrumentů, lze pozorovat úbytek podílu vkladů a přírůstek podílu dluhopisů a směnek. Tento trend souvisí s rostoucí vahou dlouhodobého dluhu.

### 2.5.1 Platební bilance

Následující dva grafy zobrazují vývoj nejdůležitějších veličin v platební bilanci České republiky.

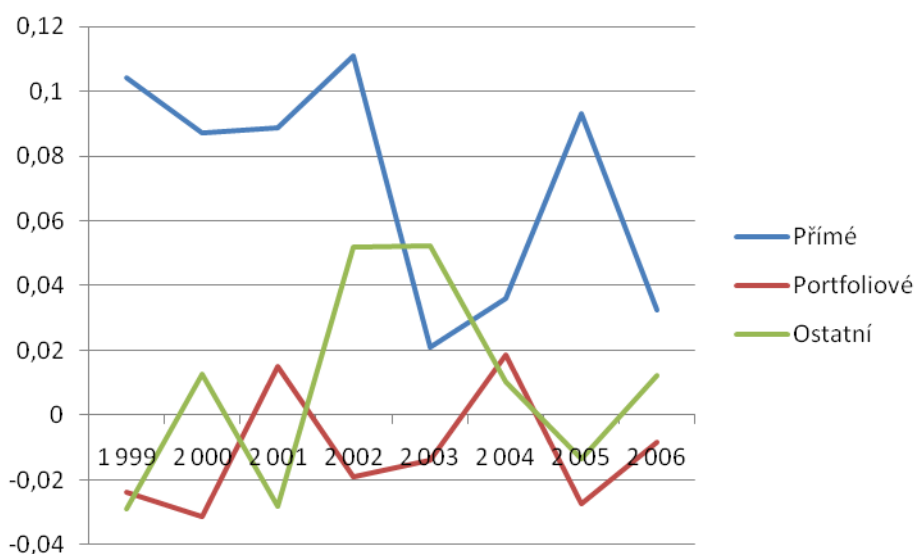
Graf 22: Vývoj podílu sald běžného účtu na HDP v ČR



Zdroje dat: UNECE, vlastní výpočty.

Na prvním je vývoj podílu salda běžného účtu na HDP. Navíc jsou k němu přidány ještě křivky zobrazující vývoj nejdůležitějších podsald, tedy salda obchodní bilance (zboží + služby) a salda výnosové bilance. Jsou patrné dva protichůdné trendy – zvyšování salda obchodní bilance a propad salda výnosové bilance.

Graf 23: Vývoj struktury finančního účtu ČR (v podílu na HDP)



Zdroje dat: UNECE, vlastní výpočty.

Druhý graf zobrazuje strukturu finančního účtu. Pozitivní je, že stále převládají přímé investice, jejich vývoj však vykazuje nevyrovnaný trend.

### 2.5.2 Analýza udržitelnosti

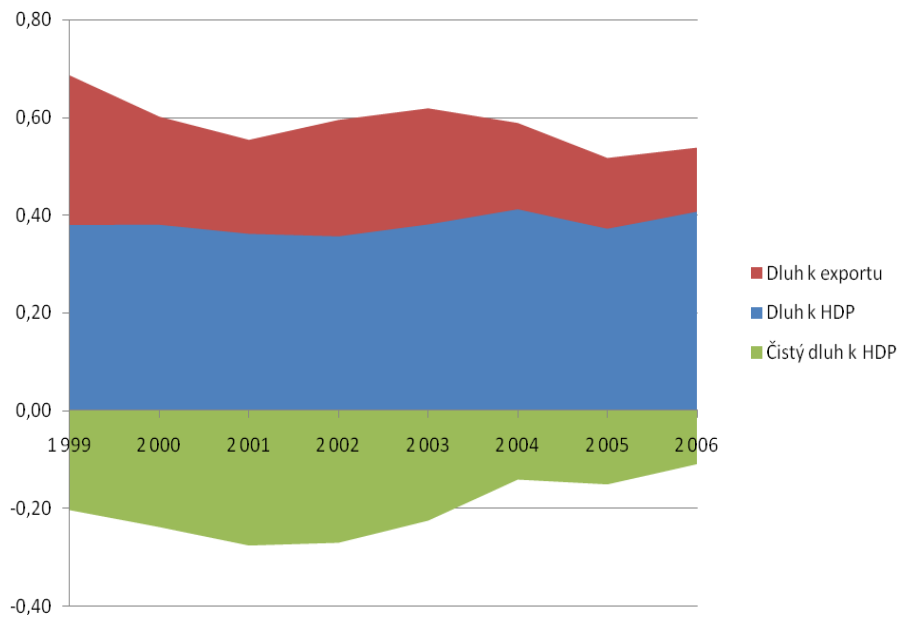
Z postkomunistických transformujících se zemí se ČR co se týče podílu dluhu na HDP a na exportu drží velmi nízko. Přestože váha dluhu k HDP zůstává víceméně stejná, ve srovnání s exportem klesá. To je způsobeno čím dál větší exportní orientací české ekonomiky

Tabulka 18: Vývoj dluhových indikátorů v ČR.

Indikátor	1 999	2 000	2 001	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006
Dluh k HDP	0,38	0,38	0,36	0,36	0,38	0,41	0,37	0,41
Dluh k exportu	0,69	0,60	0,55	0,60	0,62	0,59	0,52	0,54
Řetězový index dluhu	x	0,95	1,04	1,21	1,29	1,30	1,03	1,25

Zdroje dat: MMF, Eurostat, UNECE, vlastní výpočty.

Graf 24: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP



Zdroje dat: MMF, UNECE, Eurostat, vlastní výpočty.

Zadlužení České republiky je z nových členů EU zdaleka nejnižší. Dynamika vývoje běžného účtu ale naznačuje, že v budoucnu by mohlo dojít k problémům. Deficit výnosové bilance roste a nadhodnocená koruna začne dříve nebo později tlačit na saldo obchodní bilance. Pozitivní je struktura finančního účtu, přítoky kapitálu se uskutečňují většinou prostřednictvím přímých zahraničních investic.

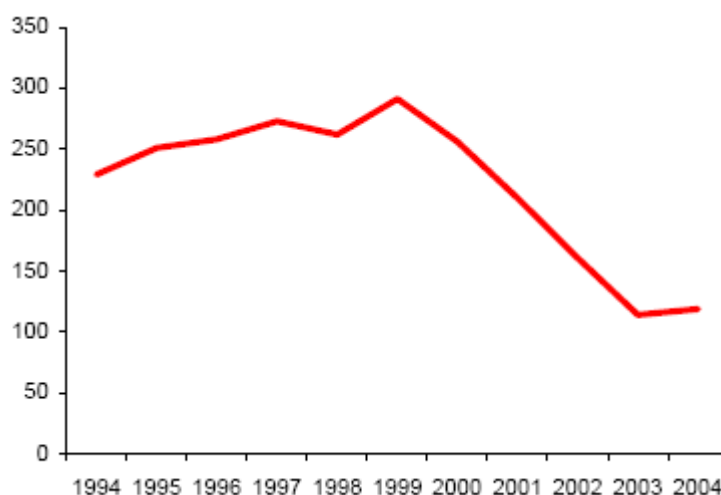
### 2.5.3 Bankovní sektor:

Jednou z nejhorších ze všech srovnatelných zemí je ČR ve splatnostní struktuře zadlužení bank. Dlouhodobě přes 70 % závazků je krátkodobých, navíc často ve formě vkladů.

Častým důsledkem vysoké vnější předluženosti bank je nárůst objemu klasifikovaných úvěrů (více viz v části o důsledcích zahraničního zadlužení). V České republice objem klasifikovaných úvěrů rok od roku klesá, nic tedy nenasvědčuje růstu vnitřní předluženosti.

Následující graf ukazuje vývoj objemu klasifikovaných úvěrů v ČR. Tendence je klesající, a to i přesto, že v tomto období došlo k nárůstu v objemu úvěrů jako celku.

Graf 25: Vývoj objemu klasifikovaných úvěrů v ČR (v mld. Kč)



Zdroj: [5], str. 8.

#### 2.5.4 Podnikový sektor

Sektor ostatní vykazuje lepší strukturu, podíl krátkodobých závazků je čtvrtinový (za poslední léta ale mírně stoupá). Problematické pro české firmy může být to, že se často zadlužují v cizí měně, z důvodu pokračující apreciacie domácí měny a následného poklesu reálné hodnoty dluhu. Současný vývoj měnového kurzu ale pravděpodobně nebude pokračovat dlouhodobě a vývoj se může obrátit, což by mělo negativní důsledky na solventnost a na bilance podniků.



### 3 Syntetická část

V této části jsou monitorovány trendy zahraniční zadluženosti souhrnně za jednotlivé skupiny zemí. Z indikátorů uvedených v teoretické části a zkoumaných v analytické části byly vybrány ty nejdůležitější, které byly následně v jednotlivých zemích poměřovány. Cílem této části je podat přehled o stavu a struktuře zadlužení jak v rámci jednotlivých skupin zemí, tak i mezi nimi.

#### **Vybrané indikátory:**

- Podíl hrubého zahraničního dluhu na HDP
- Podíl krátkodobého na celkovém zahr. dluhu
- Pokrytí krátkodobého zahr. dluhu z devizových rezerv.
- Čistá zahraniční dluhová pozice v poměru k HDP.
- Podíl krátkodobých zahr. závazků na celkových v sektoru bank a v sektoru ostatní.

Poslední dva indikátory byly zkoumány jen u evropských zemí.

#### **3.1 Noví členové EU**

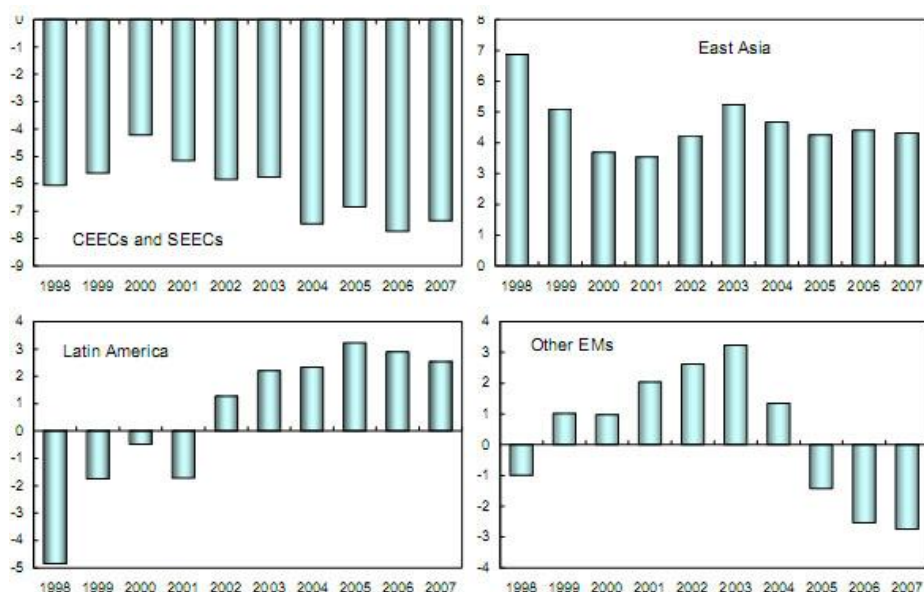
Na základě zkoumání provedených v analytické části lze najít v této skupině zemí několik společných znaků:

- Vykazují velký růst investic, který nemůže být pokryt z domácích úspor. Následné deficity běžného účtu musejí být vyrovnány přítokem zahraničního kapitálu. Deficity běžného účtu existují ve všech těchto zemích dlouhodobě, jen jediná země vykazovala za období posledních deseti let přebytek (Slovensko v letech 1996-1997 a 2001-2002). Nezodpovědná fiskální politika vlád problém nedostatku úspor prohlubuje. Většina zemí vykazuje dlouhodobé rozpočtové deficity i přesto, že probíhá období ekonomického boomu. Střednědobému zlepšení navíc v řadě zemí brání neprovedení reforem výdajové strany státního rozpočtu.
- Ve všech zemích je pozitivní bilance služeb, bilance zboží je v přebytku jen v ČR v posledních několika letech. Obchodní bilance jako celek je v přebytku

opět jen v ČR (3% HDP v posledních dvou letech), v posledním roce také v Maďarsku o 0,4 % HDP.

- Bilance výnosů je ve všech zemích deficitní a její deficit se prohlubuje.
- Přitékající kapitál je většinou ve formě přímých zahraničních investic, objem portfoliových a ostatních investic je ovšem stále značný, což vede k rostoucímu zahraničnímu zadlužení.
- Zahraniční zadlužení všech zemí z uvedené skupiny *vykazuje rostoucí tendenci*. Jeho současná velikost je mezi zeměmi nevyrovnaná, nejnižší hodnoty vykazuje ČR a Polsko, nejvyšší pak pobaltské země.
- Ve struktuře zadlužení (z pohledu sektorů i instrumentů) vykazují tyto země daleko *vyšší variabilitu*, než vyspělé země EU. Důvodem je patrně jejich překotný vývoj, dále také fakt, že se jedná většinou o malé ekonomiky, ve kterých mohou být tato strukturální data změněna i jedinou velkou operací (např. privatizace bank a energetických firem, nebo velké greenfield investice - automobilky).
- Mezi dalšími skupinami rozvíjejících se zemí (emerging markets) je skupina tranzitivních evropských ekonomik jedinou, která vykazuje dlouhodobé deficity běžného účtu.

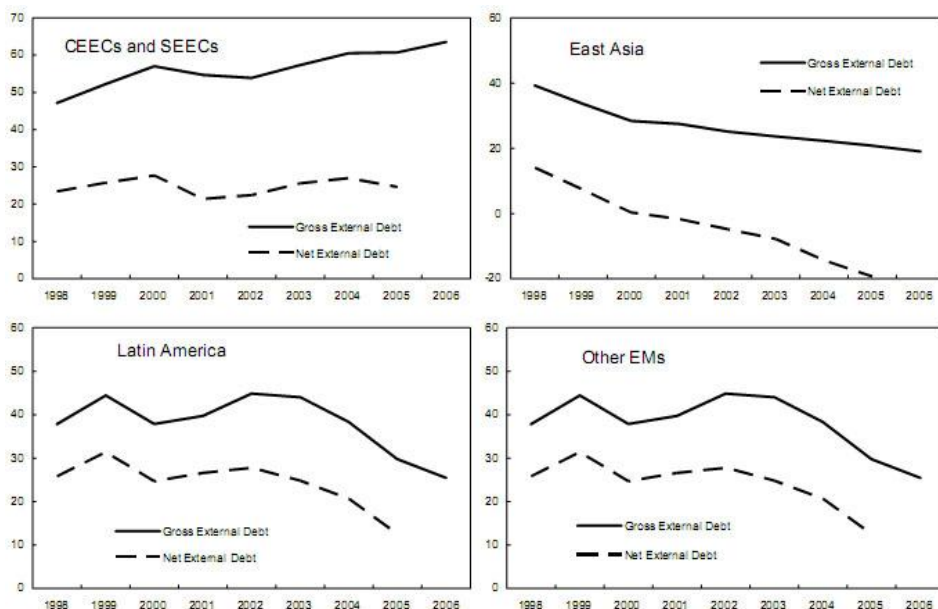
Graf 26: Deficity běžného účtu v jednotlivých skupinách emerging markets



Zdroj [6]. Zkratky CEEC a SEECs znamenají rozvíjející se země střední a východní Evropy. Údaje v % HDP.

Jejich vnější dluhová situace se vyvíjí odpovídajícím způsobem. Ze všech skupin rozvíjejících se zemí jsou nejzadluženější, a jsou také jediné, u kterých zadlužování dále pokračuje.

Graf 27: Vývoj hrubého a čistého zahraničního zadlužení v jednotlivých skupinách emerging markets (v % HDP)



Zdroj [6].

Určit míru zranitelnosti těchto zemí je obtížné. Je jisté, že jejich situace je v řadě ukazatelů stejná, nebo i horší než situace jihoasijských zemí před Asijskou krizí.

Nástroje na řešení jsou také omezené. Systém plovoucích kurzů neumožňuje podpořit obchodní bilanci devalvací koruny, mezinárodní úmluvy pak omezují možnosti v kladení překážek přítokům krátkodobého kapitálu (volný pohyb kapitálu je jedním ze čtyř pilířů společného trhu).

V řadě skutečností je ale jejich situace jiná. Předně jsou členy EU (a budou členy EMU), což jim ve srovnání s ostatními skupinami „emerging markets“ dává výhodu ve vyšší důvěryhodnosti. Tento fakt se projevuje i na rizikové prémii ze zahraničního dluhu, která je nižší.<sup>[6]</sup> Struktura krytí deficitů běžného účtu je také příznivější, většinu tvoří přímé zahraniční investice. Členství v EU navíc zvyšuje pravděpodobnost dlouhodobé udržitelnosti růstu a dalšího prohlubování konvergence s vyspělou Evropou.

### **3.1.1 Pobaltské země (Lotyšsko, Litva, Estonsko)**

Pobaltské země mají co se týče zahraničního zadlužení řadu společných znaků. Nejdůležitějším je jeho samotná velikost, která je ve srovnání s ostatními transformujícími se ekonomikami nadprůměrná. Dalším je výrazná dynamika jeho zvyšování, která je úzce svázána s výraznými deficity běžného účtu (mimo Litvy se v těchto zemích v posledních letech pravidelně vyskytují deficity vyšší než 10 %). Nárůst hrubého dluhu (vykázaného v USD) v každé ze tří zemí za rok 2006 činil přes 50 %! Podíl externího a interního zadlužení je těchto zemí větší než jedna, ekonomické subjekty tedy spoléhají převážně na zahraniční zdroje kapitálu. Pravděpodobným důvodem této situace je větší otevřenost pobaltských zemí, ve srovnání s ostatními tranzitivními ekonomikami.<sup>[11]</sup>

Z pohledu udržitelnosti zahraničního dluhu jsou tyto tři země nejnáchylnější ke vzniku problémů. Řešení současné situace navíc bude obtížné, vzhledem k nepříznivé situaci ve struktuře běžného účtu, stoupající deficity výnosové bilance budou čím dál více strhávat na bilanci BÚ. Dalším problémem je výrazné zahraniční zadlužování bank, jejichž podíl na celkovém zadlužení vykazuje ve všech zemích stoupající tendenci. Jejich krátkodobé zadlužení je navíc vysoké (i když klesá).

### 3.1.2 Souhrnné tabulky a grafy:

Následující tabulky a grafy ukazují vývoj velikosti a struktury zadlužení u nových členů EU. U vážených průměrů je vahou velikost HDP.

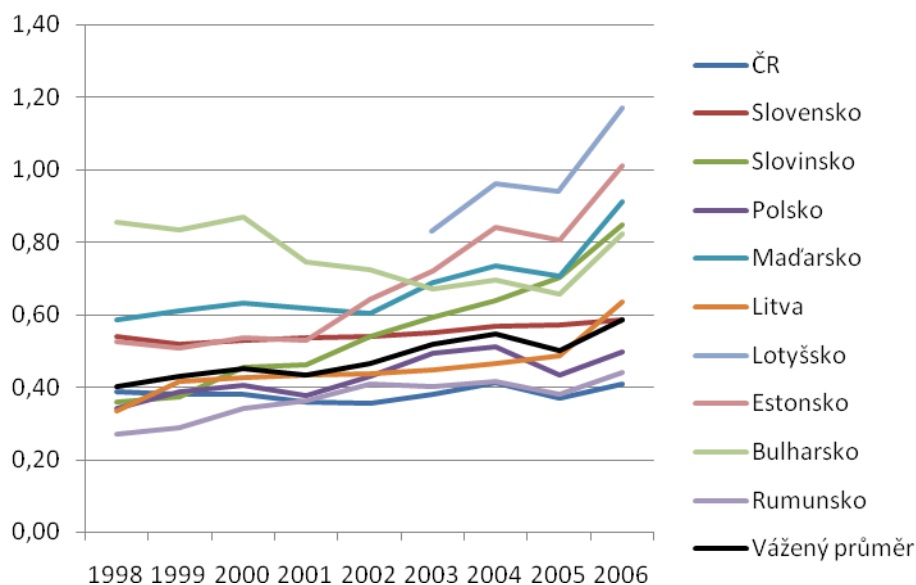
Tabulka 19: Vývoj podílu zahraničního dluhu na HDP v nových zemích EU

Země/Rok	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ČR	0,39	0,38	0,38	0,36	0,36	0,38	0,41	0,37	0,41
Bulharsko	0,86	0,83	0,87	0,74	0,72	0,67	0,70	0,66	0,82
Estonsko	0,52	0,51	0,53	0,53	0,64	0,72	0,84	0,81	1,01
Litva	0,33	0,41	0,43	0,43	0,44	0,45	0,46	0,49	0,64
Lotyšsko						0,83	0,96	0,94	1,17
Maďarsko	0,59	0,61	0,63	0,62	0,61	0,69	0,73	0,71	0,91
Polsko	0,34	0,39	0,41	0,38	0,43	0,49	0,51	0,44	0,50
Rumunsko	0,27	0,29	0,34	0,36	0,41	0,40	0,41	0,38	0,44
Slovensko	0,54	0,52	0,53	0,53	0,54	0,55	0,57	0,57	0,59
Slovinsko	0,36	0,37	0,46	0,46	0,54	0,60	0,64	0,70	0,85
Vážený průměr	0,40	0,43	0,45	0,43	0,46	0,52	0,55	0,50	0,59

Zdroje dat: MMF, Eurostat, vlastní výpočty.

Z tabulky a následujícího grafu je patrná zhoršující se situace Lotyšska a Estonska. Česká republika se již řadu let drží na nejnižším podílu ze všech zobrazených zemí.

Graf 28: Vývoj podílu zahraničního dluhu na HDP v nových zemích EU



Zdroje dat: MMF, Eurostat, vlastní výpočty.

V grafu lze pozorovat velkou dynamiku vývoje dluhu některých zemí (až na rok 2005, kde je ale skok způsoben měnovými kurzy). Vážený průměr ukazuje, že poměr zahr. dluhu k HDP se v této skupině zemí neustále zvyšuje.

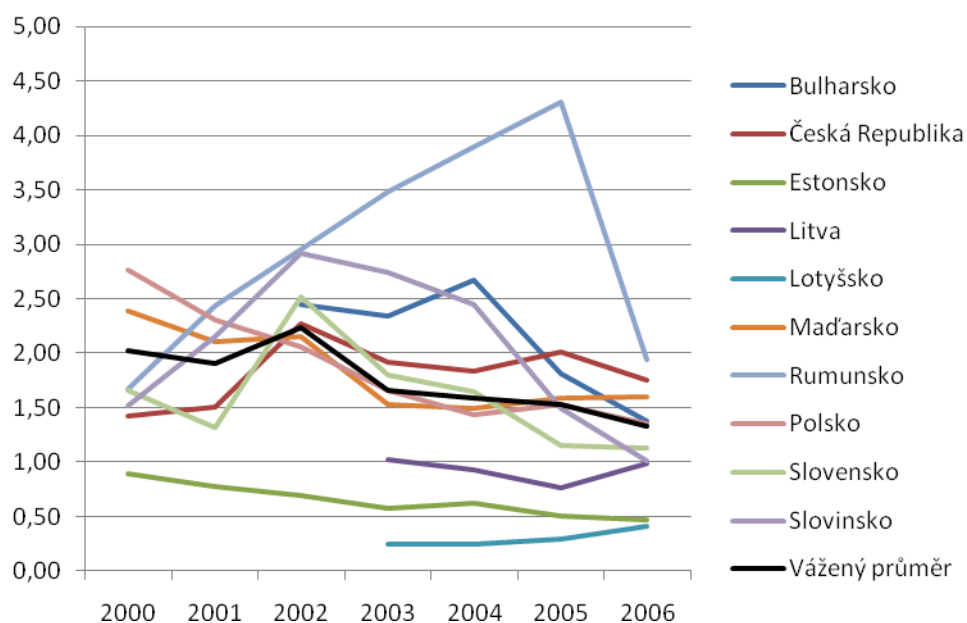
Tabulka 20: Vývoj pokrytí krátkodobého zahraničního dluhu devizovými rezervami v nových zemích EU

Země/Rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Bulharsko	x	x	2,44	2,33	2,67	1,82	1,38
Česká Republika	1,43	1,51	2,27	1,91	1,84	2,01	1,75
Estonsko	0,89	0,77	0,68	0,58	0,62	0,50	0,47
Litva	-	-	-	1,03	0,93	0,76	1,00
Lotyšsko	-	-	-	0,25	0,25	0,30	0,42
Maďarsko	2,38	2,10	2,15	1,52	1,49	1,59	1,59
Rumunsko	1,67	2,44	2,95	3,48	3,89	4,30	1,94
Polsko	2,77	2,32	2,06	1,66	1,43	1,53	1,35
Slovensko	1,67	1,32	2,51	1,80	1,66	1,16	1,14
Slovinsko	1,52	2,15	2,92	2,74	2,44	1,50	1,01
Vážený průměr	2,02	1,91	2,23	1,66	1,58	1,53	1,33

Zdroje dat: UNECE, MMF, vlastní výpočty. V Bulharsku v letech 2000 a 2001 nebylo žádné krátkodobé zahraniční zadlužení.

Vážený průměr (vahou je velikost krátkodobého zahr. dluhu) ukazuje, že v této skupině zemí pokrytí krátkodobého zahr. dluhu rezervami snižuje, a to poměrně rychle.

Graf 29: Vývoj pokrytí krátkodobého zahraničního dluhu devizovými rezervami v nových zemích EU



Zdroje dat: UNECE, MMF, vlastní výpočty.

Největší dynamika poklesu je v Rumunsku, Bulharsku a Slovinsku. V Litvě, Lotyšsku a Estonsku je pokrytí pod 100 %.

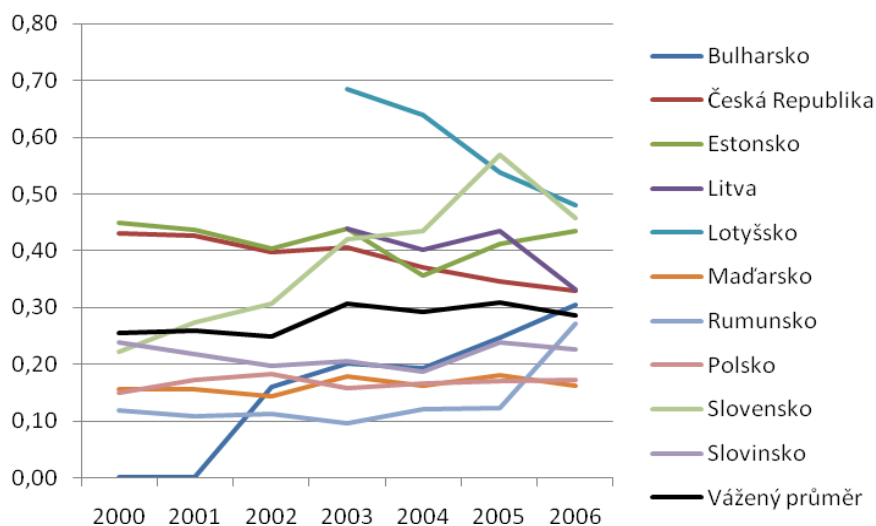
Tabulka 21: Podíl krátkodobého zahraničního zadlužení na celkovém zahr. zadlužení v nových zemích EU

Země/Rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Bulharsko	0,00	0,00	0,16	0,20	0,19	0,25	0,31
ČR	0,43	0,43	0,40	0,41	0,37	0,35	0,33
Estonsko	0,45	0,44	0,40	0,44	0,36	0,41	0,43
Litva	-	-	-	0,44	0,40	0,44	0,33
Lotyšsko	-	-	-	0,68	0,64	0,54	0,48
Maďarsko	0,16	0,16	0,14	0,18	0,16	0,18	0,16
Rumunsko	0,12	0,11	0,11	0,10	0,12	0,12	0,27
Polsko	0,15	0,17	0,18	0,16	0,17	0,17	0,17
Slovensko	0,22	0,27	0,31	0,42	0,44	0,57	0,46
Slovinsko	0,24	0,22	0,20	0,21	0,19	0,24	0,23
Vážený průměr	0,26	0,26	0,25	0,31	0,29	0,31	0,28

Zdroje dat: MMF, vlastní výpočty.

V podílu krátkodobého zahr. zadlužení nelze pozorovat nějaký trend, podíl je za sledované období víceméně stejný, s drobnými oscilacemi.

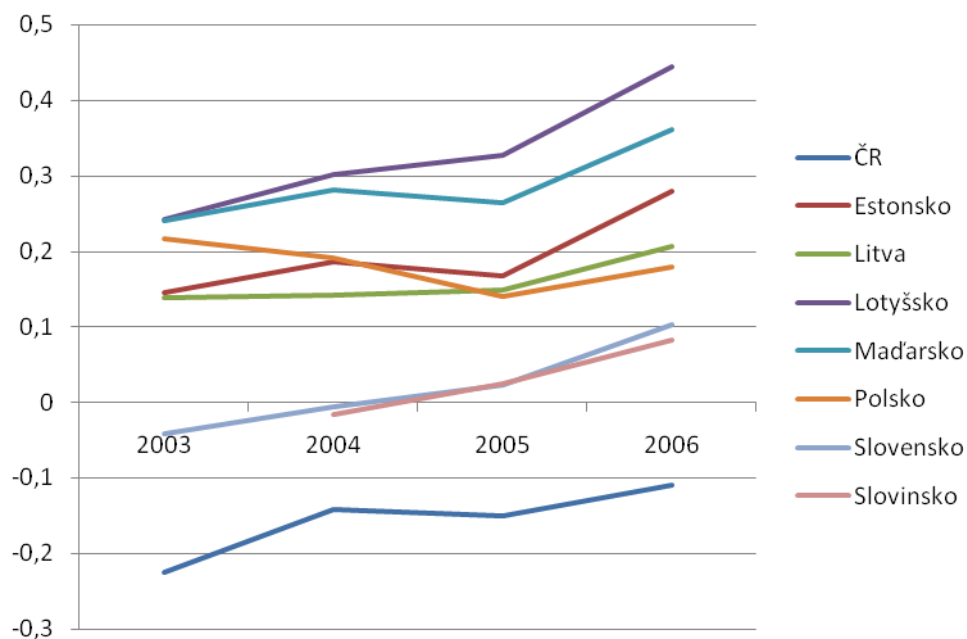
Graf 30: Podíl krátkodobého zahraničního zadlužení na celkovém zahr. zadlužení v nových zemích EU



Zdroje dat: MMF, vlastní výpočty.

ČR vykazuje dlouhodobý pokles, trvale nejlepší je situace v Polsku a Maďarsku. Výrazné je zhoršení v Bulharsku. V Lotyšsku se podíl rychle snižuje, stále je ale příliš velký.

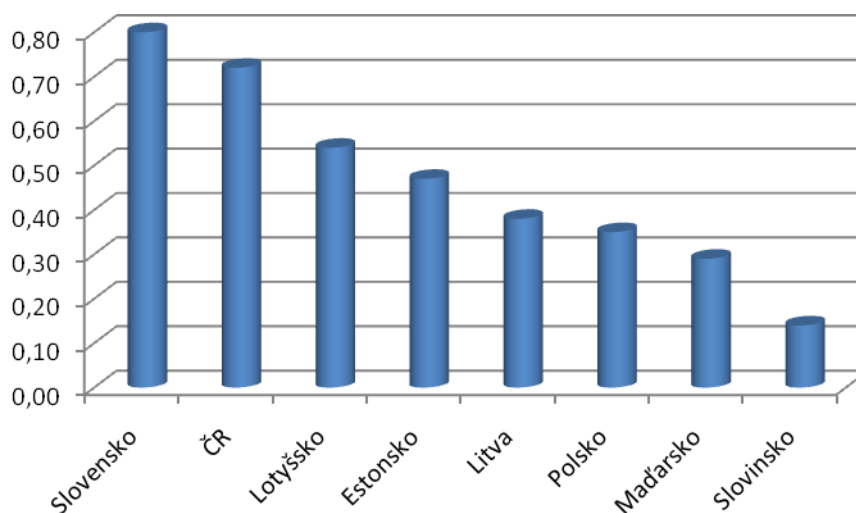
Graf 31: Vývoj čistého zahraničního zadlužení v poměru k HDP u nových členů EU



Zdroje dat: MMF, Eurostat, vlastní výpočty.

Trend je patrný na první pohled. Čisté zahraniční zadlužení všude kromě Polska vytrvale stoupá. V ČR je situace dobrá, ale vytrvale se zhoršuje.

Graf 32: Podíl krátkodobého k celkovému zahraničnímu zadlužení sektoru banky u nových členů EU.

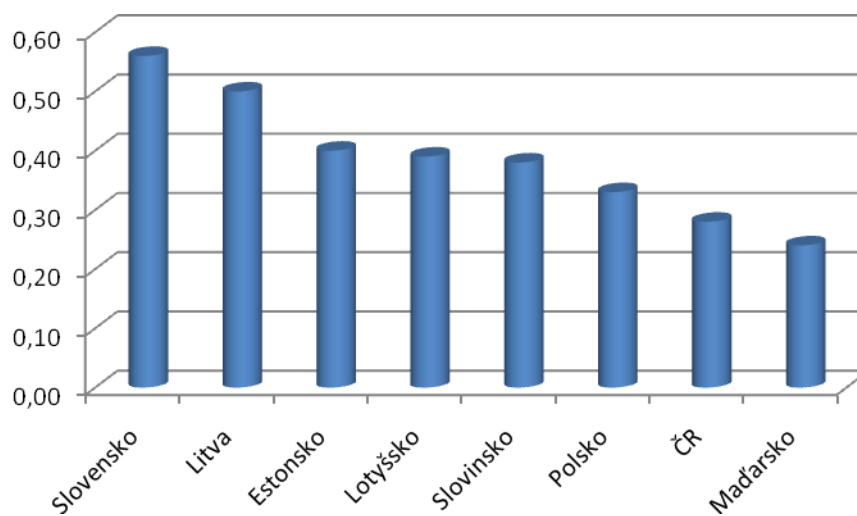


Zdroje dat: MMF, vlastní výpočty.

Podíl krátkodobého zadlužení bank na celkovém zahraničním dluhu je velmi nevyrovnaný. Největší hodnoty jsou na Slovensku a v ČR.



Graf 33: Podíl krátkodobého k celkovému zahraničnímu zadlužení sektoru ostatní u nových členů EU



Zdroje dat: MMF, vlastní výpočty.

Největší podíl u podniků je opět na Slovensku, následují pobaltské země.

### 3.2 Rozvíjející se ekonomiky jižní Asie

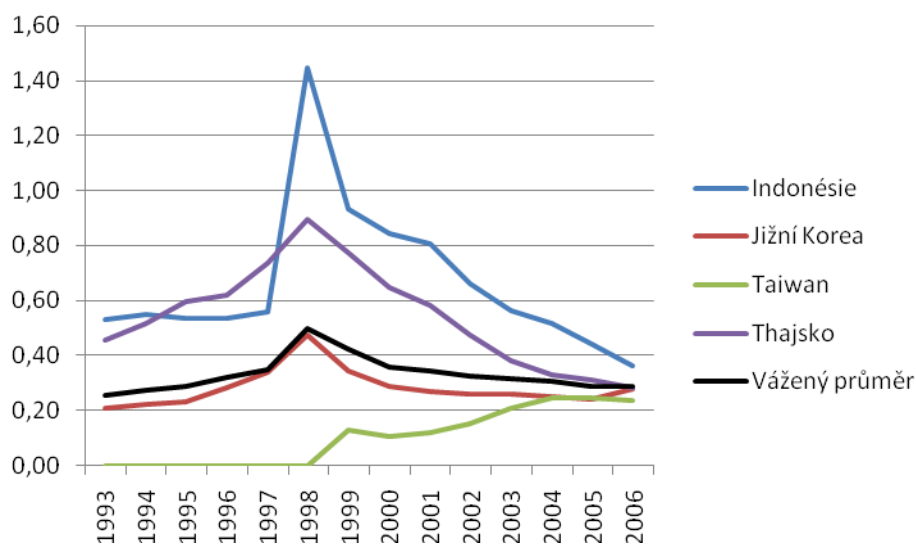
Pro srovnání jsou přiloženy grafy popisující zvolené indikátory v jižní Asii. Je patrné, že ve všech čtyřech zemích zadlužení klesá, jeho hodnoty jsou navíc poměrně malé. Výrazný je výkyv v období Asijské krize, který je způsoben prudkou deprecací a vzrůstem reálné hodnoty dluhů v cizích měnách.

Tabulka 22: Vývoj podílu zahraničního dluhu na HDP v zemích jihovýchodní Asie

Země/Rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Indonésie	0,84	0,81	0,66	0,57	0,52	0,44	0,36
Jižní Korea	0,29	0,27	0,26	0,26	0,25	0,24	0,28
Taiwan	0,11	0,12	0,15	0,21	0,24	0,24	0,24
Thajsko	0,65	0,58	0,47	0,38	0,33	0,31	0,28
Vážený průměr	0,36	0,34	0,32	0,32	0,31	0,29	0,29

Zdroje dat: DB Research, vlastní výpočty.

Graf 34: Vývoj podílu zahraničního dluhu na HDP v zemích jihovýchodní Asie



Zdroje dat: DB Research, vlastní výpočty.

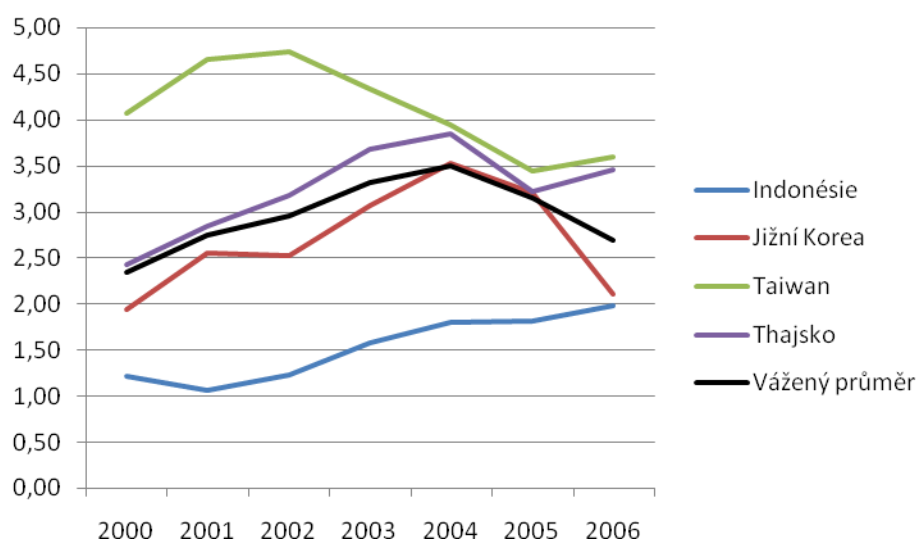
Vážený průměr již několik let klesá, v některých zemích (hlavně v Indonésii) je pokles velmi výrazný. Velkou roli zde mají vlivy měnové (Indonésie byla v období krize zemí s největším poklesem měny).

Tabulka 23: Krytí krátkodobého zahraničního dluhu devizovými rezervami v zemích jihovýchodní Asie

Země/Rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Indonésie	1,22	1,06	1,23	1,57	1,80	1,81	1,98
Jižní Korea	1,93	2,55	2,52	3,06	3,52	3,19	2,10
Taiwan	4,07	4,65	4,74	4,33	3,94	3,44	3,58
Thajsko	2,42	2,84	3,17	3,68	3,85	3,22	3,45
Vážený průměr	2,34	2,75	2,95	3,32	3,50	3,15	2,68

Zdroje dat: DB Research, vlastní výpočty.

Graf 35: Krytí krátkodobého zahraničního dluhu devizovými rezervami v zemích jihovýchodní Asie

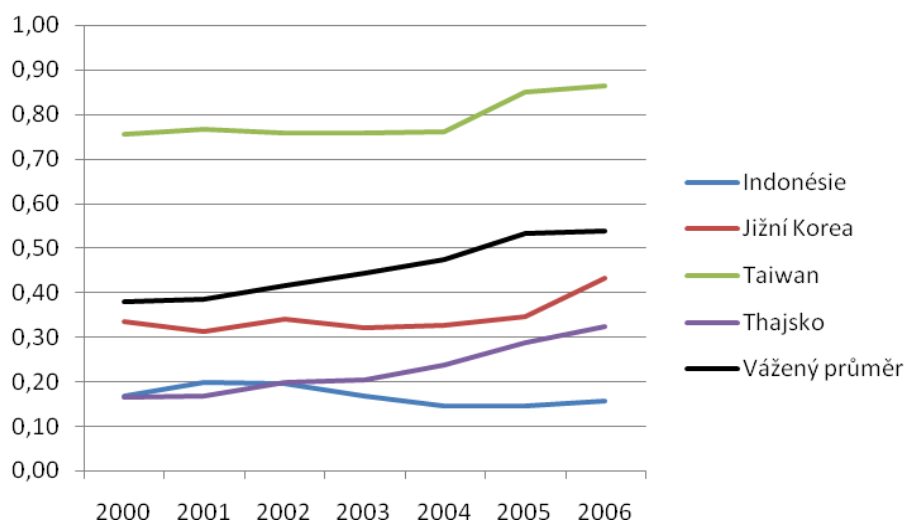


Zdroje dat: DB Research, vlastní výpočty.

V pokrytí krátkodobého dluhu devizovými rezervami není vývoj již tak pozitivní, v posledních dvou letech se začalo zmenšovat. Přesto je situace lepší, než u nových členů EU.

Pozitivní není vývoj ani v podílu krátkodobého zahr. dluhu na celkovém. Vážený průměr vykazuje vytrvalý vzrůst. Ze všech zemí klesá podíl jen v Indonésii.

Graf 36: Podíl krátkodobého zahraničního dluhu na celkovém zahr. dluhu v zemích jihovýchodní Asie



Zdroje dat: DB Research, vlastní výpočty.

### 3.3 Rozvíjející se země jihoamerického kontinentu

Následující tabulky a grafy udávají přehled stejných údajů ve vybraných zemích Jižní Ameriky. Argentinská špička je opět způsobena měnovou krizí.

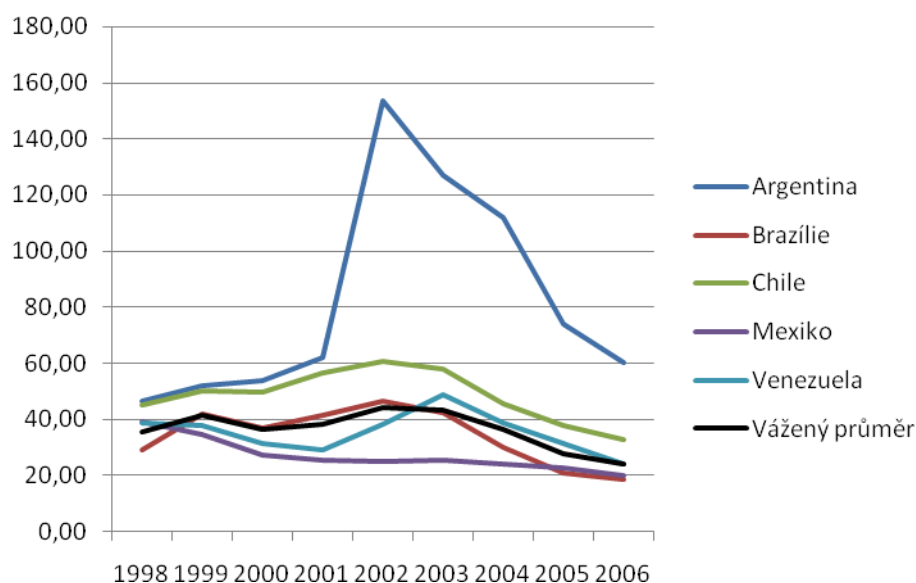
Tabulka 24: Vývoj podílu zahraničního dluhu na HDP v zemích jižní Ameriky

Země/Rok	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Argentina	46,50	52,10	53,70	61,90	153,6	127,0	111,8	73,90	60,30
Brazílie	28,90	42,00	37,00	41,30	46,40	42,40	30,10	21,10	18,60
Chile	45,00	49,80	49,70	56,50	60,50	57,80	45,40	37,70	32,70
Mexiko	39,10	34,80	27,50	25,50	24,90	25,60	24,30	22,60	20,10
Venezuela	38,40	37,80	31,10	28,80	38,20	48,60	38,70	31,50	24,00
Vážený průměr	35,66	41,71	36,70	38,37	44,38	43,68	36,28	27,89	23,99

Zdroje dat: DB Research, vlastní výpočty.

Vážený průměr podílu dluhu na HDP se již několik let vytrvale snižuje. Je navíc na velmi nízké úrovni.

Graf 37: Vývoj podílu zahraničního dluhu na HDP v zemích jižní Ameriky



Zdroje dat: DB Research, vlastní výpočty.

Na první pohled je vidět prudký vzrůst hodnoty v Argentině v období krize. Od té doby se její pozice zlepšuje, podíl je však stále vysoký. Z grafu je také patrné, že pokles se týká všech zemí.

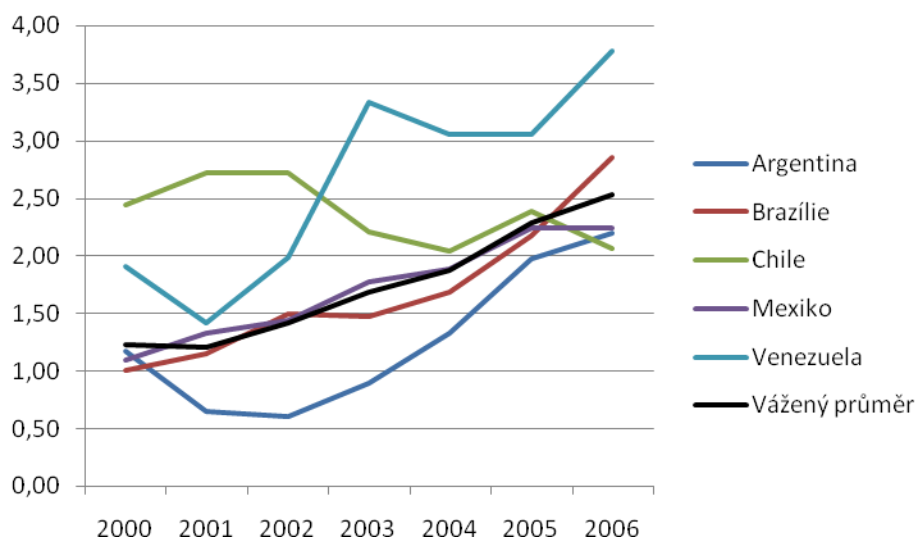
Tabulka 25: Krytí krátkodobého zahraničního dluhu devizovými rezervami v zemích jihovýchodní Asie

Země/Rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Argentina	1,18	0,65	0,61	0,90	1,34	1,98	2,20
Brazílie	1,01	1,15	1,49	1,47	1,69	2,18	2,86
Chile	2,43	2,72	2,72	2,21	2,04	2,39	2,06
Mexiko	1,10	1,33	1,44	1,78	1,89	2,24	2,24
Venezuela	1,91	1,42	1,99	3,33	3,06	3,05	3,77
Vážený průměr	1,23	1,20	1,42	1,68	1,87	2,29	2,53

Zdroje dat: DB Research, vlastní výpočty.

Pozitivní vývoj je i v pokrytí krátkodobého zahr. dluhu devizovými rezervami. Vážený průměr velmi prudce stoupá. Jeho hodnota je opět velmi dobrá.

Graf 38: Krytí krátkodobého zahraničního dluhu devizovými rezervami v zemích jihovýchodní Asie



Zdroje dat: DB Research, vlastní výpočty.

Z grafu je patrné, že pozitivní vývoj se opět týká všech zemí. Nejlepší je situace ve Venezuele (země vyvážející ropu).

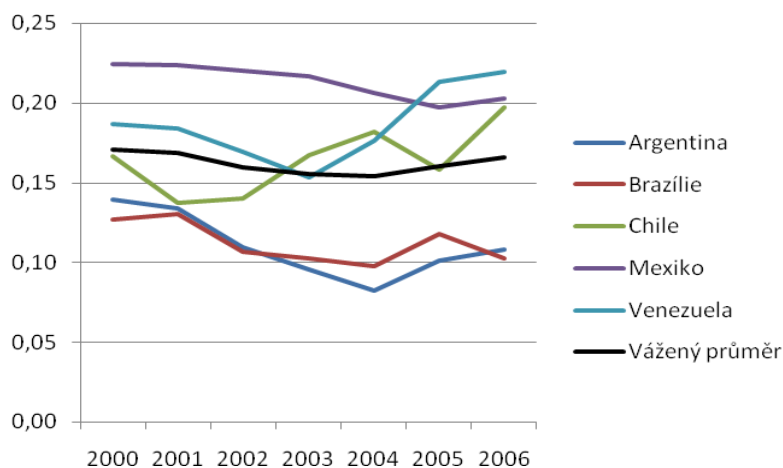
Tabulka 26: Podíl krátkodobého zahr. dluhu na celkovém zahr. dluhu v zemích jižní Ameriky

Země/Rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Argentina	0,14	0,13	0,11	0,10	0,08	0,10	0,11
Brazílie	0,13	0,13	0,11	0,10	0,10	0,12	0,10
Chile	0,17	0,14	0,14	0,17	0,18	0,16	0,20
Mexiko	0,22	0,22	0,22	0,22	0,21	0,20	0,20
Venezuela	0,19	0,18	0,17	0,15	0,18	0,21	0,22
Vážený průměr	0,17	0,17	0,16	0,16	0,15	0,16	0,17

Zdroje dat: DB Research, vlastní výpočty.

Podíl krátkodobého dluhu se v průměru nemění. Hodnota zůstává dlouhodobě pod 20 % a oscilace je minimální.

Graf 39: Podíl krátkodobého zahr. dluhu na celkovém zahr. dluhu v zemích jižní Ameriky



Zdroje dat: DB Research, vlastní výpočty.

Vývoj tohoto ukazatele je na rozdíl od předchozího v jednotlivých zemích nevyrovnaný.

### 3.4 Vyspělé země západní Evropy

Data z analytické části naznačují, že zadluženost „starých“ zemí EU vykazuje určité společné znaky, i když jako skupina jsou tyto země více heterogenní než noví členové. Často jsou čistými věřiteli a vývozci kapitálu. Jejich zahraniční zadlužení v naprosté většině stoupá, jak absolutně, tak v poměru k HDP. Přes rozdílnosti lze země rozdělit do určitých skupin:

#### 3.4.1 Belgie, Holandsko, Švýcarsko

Ačkoli tyto země vykazují výrazné hodnoty hrubého zadlužení v poměru k HDP, je jejich situace velmi dobrá. Mají velký přebytek jak výkonové bilance, obchodní bilance, tak celého běžného účtu. Přebytky navíc v čase narůstají. Jejich rostoucí hrubé zadlužení je dáno spíše rostoucí provázaností ekonomik, než problémy s obstaráváním kapitálu.

#### 3.4.2 Jižní státy: Španělsko, Portugalsko, Řecko, Itálie

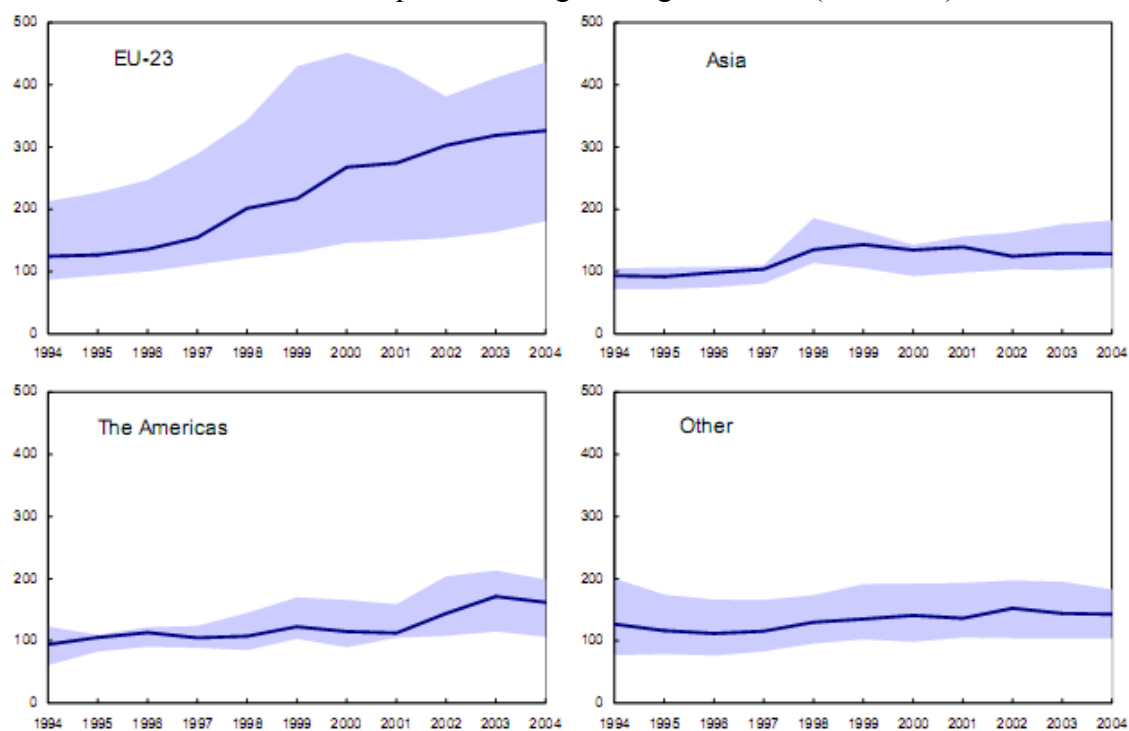
Tyto ekonomiky jsou v zahraniční dluhové situaci nejpodobnější tranzitivním zemím. Všechny vykazují rostoucí (navíc velmi výrazné) deficity běžného účtu, všechny také vykazují rostoucí deficit výnosové bilance. Rozdílné je, že na finančních účtech začínají převládat portfoliové a ostatní investice (ve Španělsku a Itálii je to částečně způsobeno i velkým odlivem přímých investic, tedy zvýšenou investiční aktivitou v zahraničí).

### 3.4.3 Velké země: Německo, Francie, Velká Británie

Tyto země toho příliš společného nemají. Německo je čistým zahraničním věřitelem, realizuje velké přebytky běžného účtu, které jsou tradičně způsobené především saldem bilance zboží. Čistá dlužnická pozice Francie je v mírném záporu, deficit běžného účtu vykazuje stoupající tendenci (především díky propadům v bilanci zboží). Velká Británie je čistým zahraničním dlužníkem, deficit běžného účtu stoupá, což je způsobeno především rychle stoupajícím importem zboží.

Vysvětlením, proč dochází k zadlužování i u ekonomik se silným běžným účtem a kladnou čistou zahraniční pozicí, nebo proč se tak rychle zadlužují nové země EU, je výrazná provázanost Evropských zemí. Volný pohyb kapitálu je jedním z pilířů společného evropského trhu a na hodnotě zadlužení se to ukazuje.

Graf 40: Kapitálová integrace regionů světa (v % HDP)



Zdroj: [6]. Zobrazuje jaký je podíl součtu externích závazků a aktiv na HDP.

Graf zobrazuje srovnání ekonomické provázanosti jednotlivých regionů. Je patrné, že Evropa je v tomto zdaleka nejdále.



### 3.4.4 Souhrnné tabulky a grafy

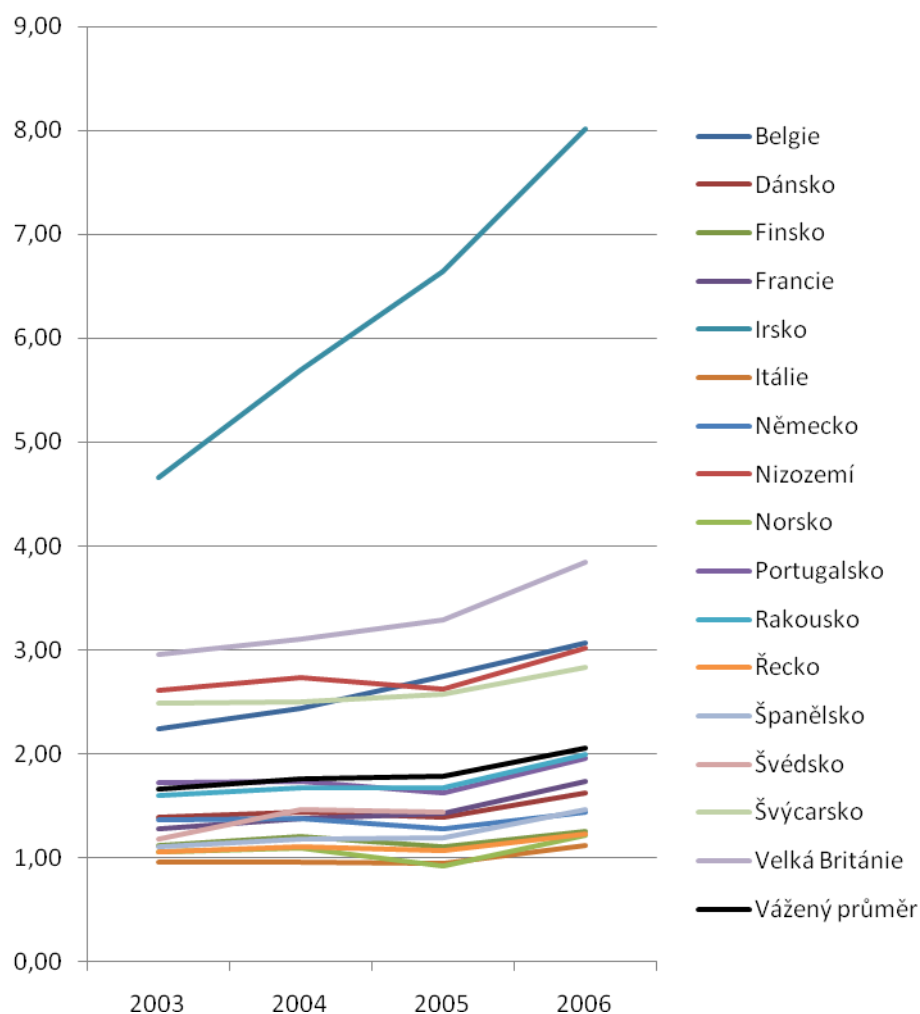
Tabulka 27: Vývoj podílu zahraničního dluhu na HDP v zemích západní Evropy

Země/Rok	2003	2004	2005	2006
Belgie	2,24	2,44	2,75	3,07
Dánsko	1,39	1,44	1,39	1,62
Finsko	1,12	1,20	1,11	1,25
Francie	1,28	1,38	1,43	1,74
Irsko	4,66	5,70	6,65	8,02
Itálie	0,96	0,96	0,95	1,12
Německo	1,36	1,37	1,28	1,43
Nizozemí	2,60	2,74	2,61	3,01
Norsko	1,05	1,09	0,92	1,22
Portugalsko	1,73	1,73	1,63	1,96
Rakousko	1,60	1,68	1,67	2,00
Řecko	1,06	1,10	1,06	1,23
Španělsko	1,11	1,18	1,19	1,46
Švédsko	1,18	1,46	1,43	
Švýcarsko	2,48	2,50	2,57	2,84
Velká Británie	2,96	3,10	3,29	3,85
Vážený průměr	1,66	1,76	1,79	2,06

Zdroje dat: MMF, Eurostat, vlastní výpočty.

V hodnotě hrubého zadlužení jsou staré země EU vysoko nad novými. Vážený průměr všech zemí v roce 2006 přesáhl 200 %. Nárůst o 40 % během tří let je také poměrně vysoký.

Graf 41: Vývoj podílu zahraničního dluhu na HDP v zemích západní Evropy



Zdroje dat: MMF, Eurostat, vlastní výpočty.

Z grafu je vidět, že naprostá většina zemí leží pod váženým průměrem, nahoru jej táhnou jen pět zemí, jejichž zadlužení ve srovnání s ostatními výrazně vyšší. Situace v Irsku je svojí velikostí a dynamikou mezi všemi sledovanými zeměmi extrémní. Nárůst podílu hrubého zahraničního zadlužení na HDP se zde v posledních letech pohybuje okolo 100 % ročně.

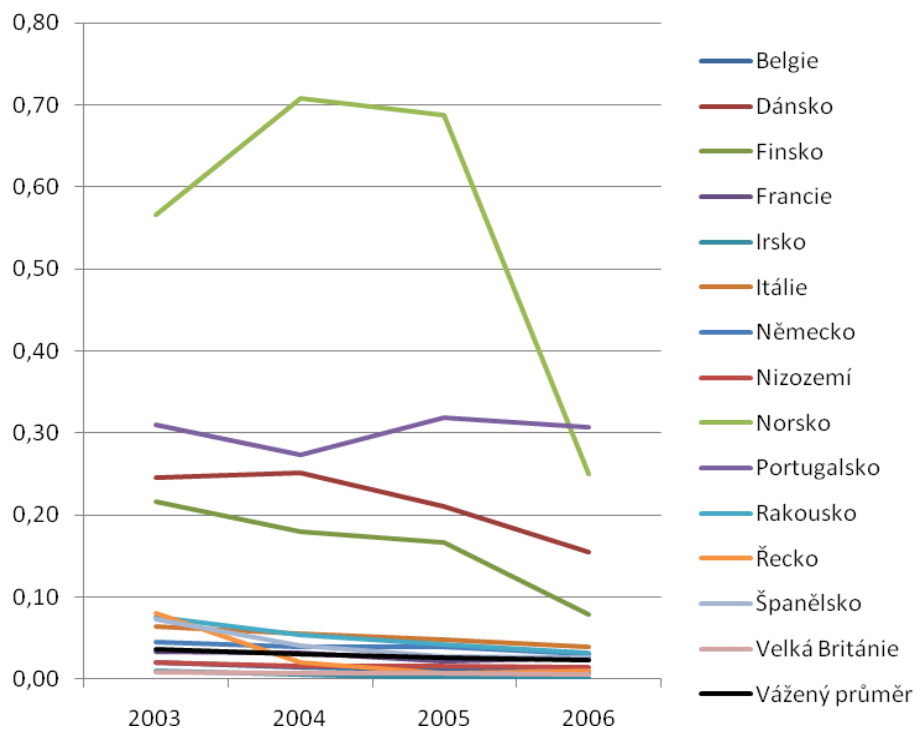
Tabulka 28: Krytí krátkodobého zahraničního dluhu devizovými rezervami ve vyspělých zemích západní Evropy.

Země/Rok	2003	2004	2005	2006
Belgie	0,02	0,02	0,01	0,01
Dánsko	0,25	0,25	0,21	0,15
Finsko	0,22	0,18	0,17	0,08
Francie	0,03	0,03	0,02	0,03
Irsko	0,01	0,01	0,00	0,00
Itálie	0,06	0,06	0,05	0,04
Německo	0,05	0,04	0,04	0,03
Nizozemí	0,02	0,02	0,02	0,01
Norsko	0,57	0,71	0,69	0,25
Portugalsko	0,31	0,27	0,32	0,31
Rakousko	0,08	0,05	0,04	0,03
Řecko	0,08	0,02	0,01	0,01
Španělsko	0,07	0,04	0,03	0,03
Velká Británie	0,01	0,01	0,01	0,01
Vážený průměr	0,04	0,03	0,03	0,02

Zdroje dat: MMF, UNECE, vlastní výpočty.

V krytí krátkodobého dluhu devizovými rezervami je situace vyspělých zemí výrazně odlišná od ostatních. Vážený průměr je velmi nízký a navíc vykazuje klesající tendenci.

Graf 42: Krytí krátkodobého zahraničního dluhu devizovými rezervami ve vyspělých zemích západní Evropy



Zdroje dat: MMF, UNECE, vlastní výpočty.

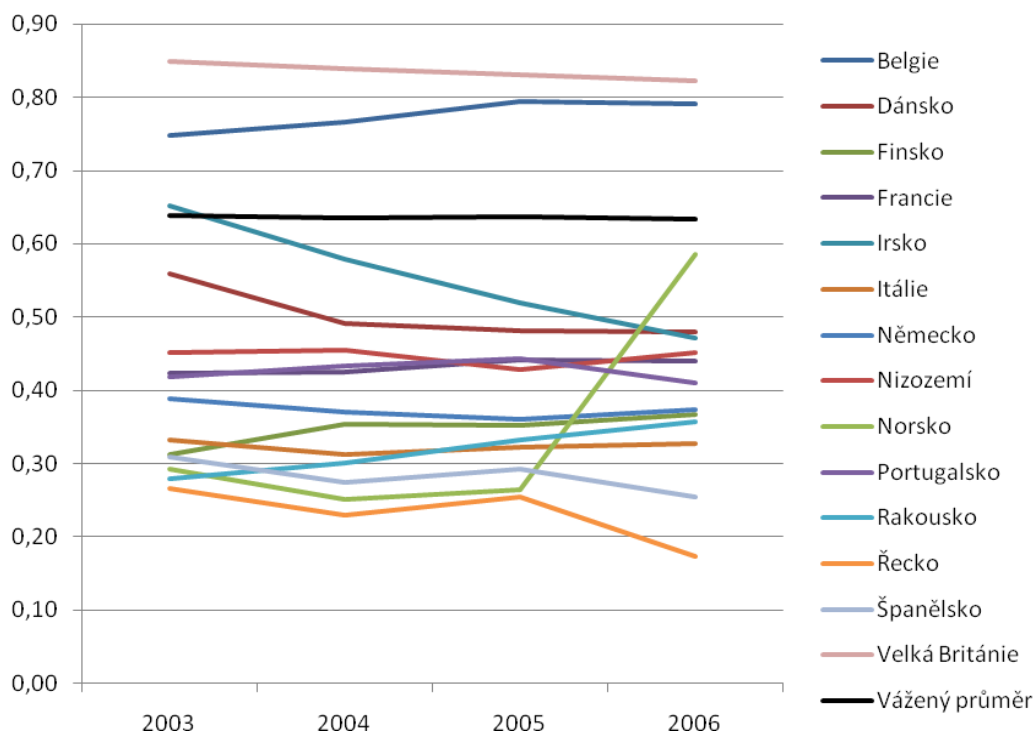
Tabulka 29: Vývoj podílu krátkodobého zahraničního dluhu na celkovém zahr. dluhu ve vyspělých zemích západní Evropy

Země/Rok	2003	2004	2005	2006
Belgie	0,75	0,77	0,79	0,79
Dánsko	0,56	0,49	0,48	0,48
Finsko	0,31	0,35	0,35	0,37
Francie	0,42	0,42	0,44	0,44
Irsko	0,65	0,58	0,52	0,47
Itálie	0,33	0,31	0,32	0,33
Německo	0,39	0,37	0,36	0,37
Nizozemí	0,45	0,45	0,43	0,45
Norsko	0,29	0,25	0,26	0,59
Portugalsko	0,42	0,43	0,44	0,41
Rakousko	0,28	0,30	0,33	0,36
Řecko	0,27	0,23	0,26	0,17
Španělsko	0,31	0,27	0,29	0,25
Velká Británie	0,85	0,84	0,83	0,82
Vážený průměr	0,64	0,63	0,64	0,63

Zdroje dat: MMF, UNECE, vlastní výpočty.

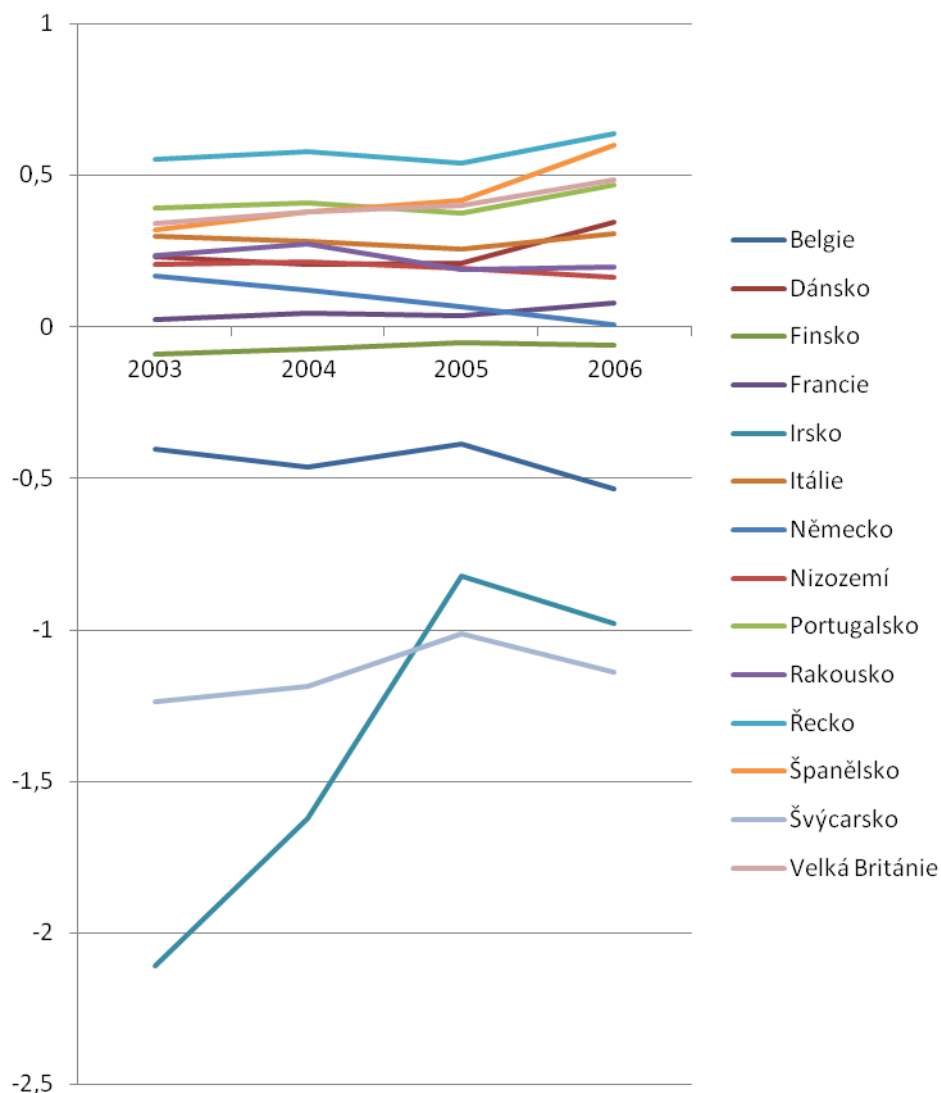
Prudký nárůst krátkodobých půjček v Norsku je způsoben vládou, jejíž krátkodobé zahraniční zadlužení se meziročně zvýšilo z jedné na 118 miliard USD.

Graf 43: Vývoj podílu krátkodobého zahraničního dluhu na celkovém zahr. dluhu ve vyspělých zemích západní Evropy



Zdroje dat: MMF, UNECE, vlastní výpočty.

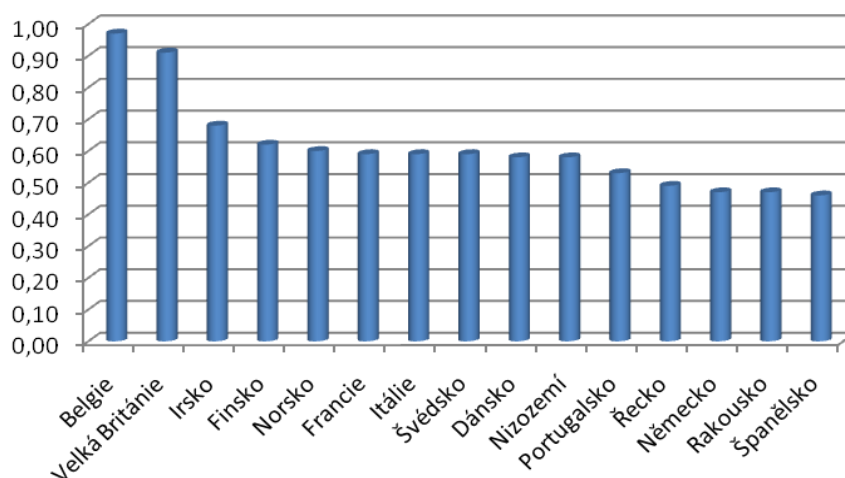
Graf 44: Vývoj čistého zahraničního zadlužení jako podílu na HDP ve vyspělých zemích západní Evropy



Zdroje dat: MMF, vlastní výpočty.

Stejně jako u hrubého zadlužení, i zde má vyjímečnou pozici Irsko. Jeho kladná hodnota zahraničních aktiv se ale postupně snižuje a patrně i bude snižovat, naznačuje to prudce se propadající hodnota výnosové bilance. Švýcarská pozice je naopak za současné struktury běžného účtu platební bilance dlouhodobě udržitelná.

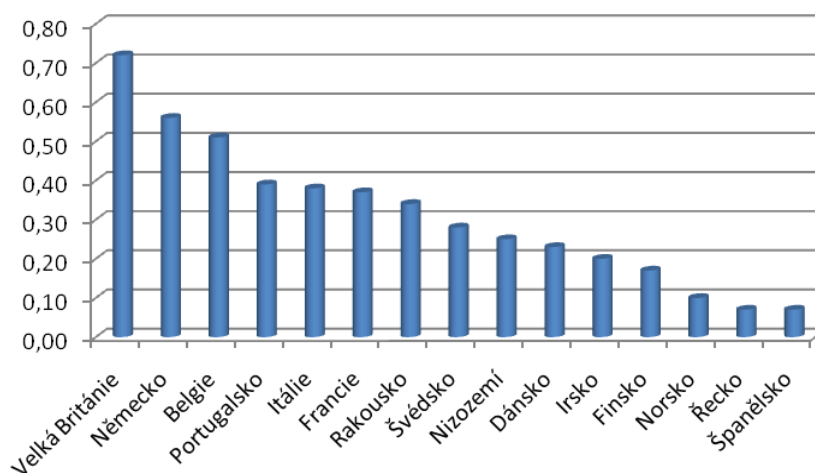
Graf 45: Podíl krátkodobého k celkovému zahraničnímu zadlužení bank ve vyspělých zemích západní Evropy



Zdroje dat: MMF, vlastní výpočty. Švédská data pro Q4/05.

Nejvyšší podíly krátkodobých závazků vykazují banky v Belgii a Velké Británii, ve které je navíc situace o to horší, že většinu z těchto závazků tvoří depozita (v Belgii krátkodobé půjčky).

Graf 46: Podíl krátkodobého k celkovému zahraničnímu zadlužení sektoru ostatní ve vyspělých zemích západní Evropy



Zdroje dat: MMF, vlastní výpočty. Švédská data pro Q4/05.

Zajímavá je situace v Německu, kde je podíl krátkodobého zadlužení sektoru ostatní dokonce vyšší, než u bank. V Řecku nejsou kromě obchodních úvěrů (plynoucích z běžných obchodních aktivit firem) subjekty tohoto sektoru krátkodobě v zahraničí zadluženy vůbec. Stejná je (až na minimální podíl krátkodobých půjček) situace ve Španělsku.

## Závěr

Tato práce analyzuje vývoj a strukturu zadlužení v zemích Evropské unie a v některých dalších zemích západní Evropy a světa. Společným trendem této jinak značně heterogenní skupiny je neustálý růst váhy dluhu. Pravděpodobným hlavním důvodem je rostoucí integrace ekonomik a větší provázanost ekonomických aktivit. Tento faktor je nejdůležitější především u tzv. „starých“ zemí EU, kapitálová mobilita je jedním ze čtyř hlavních pilířů společného evropského trhu. U tranzitivních zemí k tomu navíc přispívá stále ještě existující mezera mezi úrovní domácích úspor a potřebou domácích investic.

Vyspělé země západní Evropy obvykle dosahují velmi vysokých podílů zahraničního dluhu na HDP, tyto podíly jsou ale vyváženy zahraničními aktivy, jejich pozice je proto často kladná, nebo jen mírně záporná.

Noví členové EU mají mnoho společného, i když rozdílů je také mnoho. Ve všech těchto zemích (kromě ČR) dochází k nárůstu váhy zadlužení, způsobenému perzistentními deficity běžného účtu platební bilance. Tyto deficity přitom nevykazují klesající tendenci (spíše naopak), pro budoucnost se tedy dá očekávat další zadlužování. Česká republika patří mezi země, ve kterých je dluhová situace nejlepší. Váha dluhu je dokonce nejnižší ze všech sledovaných evropských zemí. Polsko je další země s poměrně příznivým vývojem. Nejhorší je situace v pobaltských zemích.

Je třeba mít na paměti, že zahraniční dluh sám o sobě není špatnou věcí. Zaostalým zemím pomáhá dostat se z kruhu chudoby, tranzitivním ekonomikám poskytuje potřebný kapitál na ekonomický růst. Problémem se stane v případě, kdy jeho výše přeroste udržitelnou mez. Cesta z kruhu chudoby do dluhové pasti je při nepříznivé kombinaci vývoje externích faktorů až příliš krátká.

Předpovídat, do jaké míry jsou noví členové EU zranitelní vůči dluhovým krizím je obtížné, mezi ekonomy panuje na toto téma rozpolcená situace. Jedni říkají, že současná situace narůstajících zahraničních dluhů, způsobených rostoucími deficity běžného účtu, je neudržitelná a srovnávají data se situací jihoasijských ekonomik před deseti lety. Jiní říkají, že díky vlivu evropské integrace nelze tyto dvě skupiny srovnávat. Asijská krize před deseti lety ukázala, že neočekávanost je jedním z hlavních atributů finančních krizí v sektoru „emerging markets“. Jak řekl dánský fyzik Niels Bohr: „Dělat předpovědi je obtížné, obzvláště pokud jde o budoucnost.“

## Seznam zdrojů

### Publikace

1. DURČÁKOVÁ, J.; MANDEL, M.: *Mezinárodní finance*. Praha: Management Press, 2003. ISBN 978-80-7261-170-6.
2. DVOŘÁK, P.: *Vybrané problémy hospodářské politiky*. Praha: Oeconomica, 2004. ISBN 80-245-0793-5.
3. HOLMAN, R: *Makroekonomie: středně pokročilý kurz*. Praha: C. H. Beck, 2004. ISBN 80-7179-764-2.

### Internetové zdroje

4. BORDO, M. D.; MEISSNER, C. M.: *The Role Of Foreign Currency Debt in Financial Crises* [online]. Poslední revize: prosinec 2005. [cit. 2008-04-20]. Dostupný z www: < <http://www.nber.org/papers/w11897.pdf>>.
5. ČSÚ: *Role domácího kapitálu v transformaci české ekonomiky*[online]. Poslední revize: leden 2006. [cit. 2008-04-20]. Dostupný z www: < [http://czso.cz/csu/2005edicniplan.nsf/t/06003343D9/\\$File/Cast2.pdf](http://czso.cz/csu/2005edicniplan.nsf/t/06003343D9/$File/Cast2.pdf)>.
6. DEMEKAS, D. G.: *Emerging Markets:Any Lessons for Southeastern Europe?* [online]. Poslední revize: 6. března 2007. [cit. 2008-04-20]. Dostupný z www: < [www.oenb.at/en/img/ws12\\_editorial\\_tcm16-65937.pdf](http://www.oenb.at/en/img/ws12_editorial_tcm16-65937.pdf) >.
7. IMF: *External Debt Statistics, Guide for Compilers and Users* [online]. Poslední revize: 25. června 2003. [cit. 2008-04-20]. Dostupný z www: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/eds/Eng/Guide/index.htm>>.
8. IMF: *The Impact of External Indebtedness on Poverty in Low-Income Countries*. [online]. Poslední revize: březen 2003. [cit. 2008-04-20]. Dostupný z www: < [www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0361.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0361.pdf) >.
9. IMF: *Vulnerabilities in Emerging Southeastern Europe—How Much Cause for Concern* [online]. Poslední revize: říjen 2007. [cit. 2008-04-20]. Dostupný z www: < [www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07236.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07236.pdf) >.



10. IZÁK, V.: *Makroekonomické souvislosti rozpočtových deficitů* [online]. Poslední revize: neuvedeno; [cit. 2008-04-20]. Dostupný z www: <<http://nb.vse.cz/fak1/cefius/Obcasnik1/Dokumenty/sbornik.doc>>.
11. IPE: *Eastern Europe: Structural Current Account Deficits and Increasing Foreign Debts* [online]. [cit. 2008-04-20]. Dostupný z www: <[www.ipe.or.at/documents/pdf/IPE\\_WPS/IPE\\_WP1.pdf](http://www.ipe.or.at/documents/pdf/IPE_WPS/IPE_WP1.pdf)>.
12. LOSER, C.: *External Debt Sustainability: Guidelines for Low and Middle Income Countries* [online]. [cit. 2008-04-20]. Dostupný z www: <<http://www.g24.org/losergva.pdf>>.
13. LANE, P.: *The External Wealth of Nations* [online]. [cit. 2008-04-20]. Dostupný z www: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/eds/Eng/Guide/index.htm>>.
14. PATTILLO, C.; POIRSON, H.; RICCI, L.: *External Debt and Growth* [online]. Poslední revize: červen 2002. [cit. 2008-04-20]. Dostupný z www: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2002/06/pattillo.htm>>.

#### **Online zdroje statistických dat**

15. *Joint External Debt Hub (JEDH)*. Dostupný z www :< <http://www.jedh.org/>>.
16. *IMF Balance of Payments Statistics Browser, 5-day trial*. Dostupný z www: <<http://www.imfstatistics.org/bop/>>.
17. *UNECE Statistical Database*. Dostupný z www: <<http://w3.unece.org/pxweb/Dialog/>>.
18. *Eurostat*. Dostupný z www: <[ec.europa.eu/eurostat/](http://ec.europa.eu/eurostat/)>.
19. *Deutsche Bank Research*. Dostupný z www: < <http://www.dbresearch.com/servlet/reweb2.ReWEB;jsessionid=98E44F7564969FDBEFBFFE79EA5DF6F7.srv12-dbr-com?rwkey=u8992207>>.

## Seznam grafů

Graf 1: Důsledky velikosti zahraničního dluhu na růst HDP .....	18
Graf 2: Vliv použitého kurzu na velikost podílu zahraničního dluhu na HDP v Německu 25	
Graf 3: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP v Belgii .....	28
Graf 4: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP ve Francii.....	29
Graf 5: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP v Irsku .....	30
Graf 6: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP v Německu .....	31
Graf 7: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP ve Španělsku .....	32
Graf 8: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP ve Švýcarsku .....	33
Graf 9: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP ve Velké Británii. ....	34
Graf 10: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP v Estonsku. ....	35
Graf 11: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP v Litvě .....	36
Graf 12: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP v Lotyšsku .....	37
Graf 13: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP v Maďarsku .....	39
Graf 14: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP v Polsku.....	40
Graf 15: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP na Slovensku .....	41
Graf 16: Vývoj podílu jednotlivých sektorů na zahr. zadlužení na Slovensku.....	42
Graf 17: Podíl jednotlivých instrumentů na zahr. zadlužení na Slovensku .....	42
Graf 18: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP ve Slovinsku .....	43
Graf 19: Vývoj podílu sektorů ekonomiky na zahraničním zadlužení v ČR.....	44
Graf 20: Vývoj poměru krátkodobých a dlouhodobých zahr. závazků v ČR.....	45
Graf 21: Vývoj poměru jednotlivých instrumentů na zahr. zadlužení ČR .....	45
Graf 22: Vývoj podílu sald běžného účtu na HDP v ČR .....	46
Graf 23: Vývoj struktury finančního účtu ČR (v podílu na HDP).....	47
Graf 24: Vývoj podílu dluhových indikátorů na HDP .....	48
Graf 25: Vývoj objemu klasifikovaných úvěrů v ČR (v mld. Kč) .....	49
Graf 26: Deficity běžného účtu v jednotlivých skupinách emerging markets.....	52
Graf 27: Vývoj hrubého a čistého zahraničního zadlužení v jednotlivých skupinách emerging markets (v % HDP).....	52
Graf 28: Vývoj podílu zahraničního dluhu na HDP v nových zemích EU.....	54
Graf 29: Vývoj pokrytí krátkodobého zahraničního dluhu devizovými rezervami v nových zemích EU .....	55
Graf 30: Podíl krátkodobého zahraničního zadlužení na celkovém zahr. zadlužení v nových zemích EU .....	56
Graf 31: Vývoj čistého zahraničního zadlužení v poměru k HDP u nových členů EU..	57

Graf 32: Podíl krátkodobého k celkovému zahraničnímu zadlužení sektoru banky u nových členů EU.....	57
Graf 33: Podíl krátkodobého k celkovému zahraničnímu zadlužení sektoru ostatní u nových členů EU.....	58
Graf 34: Vývoj podílu zahraničního dluhu na HDP v zemích jihovýchodní Asie .....	59
Graf 35: Krytí krátkodobého zahraničního dluhu devizovými rezervami v zemích jihovýchodní Asie .....	60
Graf 36: Podíl krátkodobého zahraničního dluhu na celkovém zahr. dluhu v zemích jihovýchodní Asie .....	61
Graf 37: Vývoj podílu zahraničního dluhu na HDP v zemích jižní Ameriky .....	62
Graf 38: Krytí krátkodobého zahraničního dluhu devizovými rezervami v zemích jihovýchodní Asie .....	63
Graf 39: Podíl krátkodobého zahr. dluhu na celkovém zahr. dluhu v zemích jižní Ameriky .....	64
Graf 40: Kapitálová integrace regionů světa (v % HDP) .....	65
Graf 41: Vývoj podílu zahraničního dluhu na HDP v zemích západní Evropy .....	67
Graf 42: Krytí krátkodobého zahraničního dluhu devizovými rezervami ve vyspělých zemích západní Evropy.....	68
Graf 43: Vývoj podílu krátkodobého zahraničního dluhu na celkovém zahr. dluhu ve vyspělých zemích západní Evropy .....	69
Graf 44: Vývoj čistého zahraničního zadlužení jako podílu na HDP ve vyspělých zemích západní Evropy.....	70
Graf 45: Podíl krátkodobého k celkovému zahraničnímu zadlužení bank ve vyspělých zemích západní Evropy.....	71
Graf 46: Podíl krátkodobého k celkovému zahraničnímu zadlužení sektoru ostatní ve vyspělých zemích západní Evropy .....	71

## Seznam tabulek

Tabulka 1: Schéma investiční pozice.....	7
Tabulka 2: Nejzadluženější země světa v absolutní hodnotě dluhu a v podílu dluhu na HDP. ....	27
Tabulka 3: Vývoj dluhových indikátorů v Belgii .....	28
Tabulka 4: Vývoj dluhových indikátorů ve Francii.....	29
Tabulka 5: Vývoj dluhových indikátorů v Irsku.....	30
Tabulka 6: Vývoj dluhových indikátorů v Německu.....	31
Tabulka 7: Vývoj dluhových indikátorů ve Španělsku.....	32
Tabulka 8: Vývoj dluhových indikátorů ve Švýcarsku .....	33
Tabulka 9: Vývoj dluhových indikátorů ve Velké Británii .....	34
Tabulka 10: Vývoj dluhových indikátorů v Estonsku .....	35
Tabulka 11: Vývoj dluhových indikátorů v Litvě .....	36
Tabulka 12: Vývoj dluhových indikátorů v Lotyšsku .....	37
Tabulka 13: Vývoj dluhových indikátorů v Maďarsku .....	38
Tabulka 14: Vývoj dluhových indikátorů v Polsku .....	39
Tabulka 15: Vývoj dluhových indikátorů na Slovensku .....	41
Tabulka 16: Vývoj dluhových indikátorů ve Slovinsku .....	43
Tabulka 17: Vývoj struktury dluhu dle sektorů v ČR (v mil. USD).....	44
Tabulka 18: Vývoj dluhových indikátorů v ČR.....	47
Tabulka 19: Vývoj podílu zahraničního dluhu na HDP v nových zemích EU.....	54
Tabulka 20: Vývoj pokrytí krátkodobého zahraničního dluhu devizovými rezervami v nových zemích EU .....	55
Tabulka 21: Podíl krátkodobého zahraničního zadlužení na celkovém zahr. zadlužení v nových zemích EU.....	56
Tabulka 22: Vývoj podílu zahraničního dluhu na HDP v zemích jihovýchodní Asie ...	59
Tabulka 23: Krytí krátkodobého zahraničního dluhu devizovými rezervami v zemích jihovýchodní Asie .....	60
Tabulka 24: Vývoj podílu zahraničního dluhu na HDP v zemích jižní Ameriky.....	61
Tabulka 25: Krytí krátkodobého zahraničního dluhu devizovými rezervami v zemích jihovýchodní Asie .....	62
Tabulka 26: Podíl krátkodobého zahr. dluhu na celkovém zahr. dluhu v zemích jižní Ameriky .....	63
Tabulka 27: Vývoj podílu zahraničního dluhu na HDP v zemích západní Evropy.....	66
Tabulka 28: Krytí krátkodobého zahraničního dluhu devizovými rezervami ve vyspělých zemích západní Evropy. ....	68
Tabulka 29: Vývoj podílu krátkodobého zahraničního dluhu na celkovém zahr. dluhu ve vyspělých zemích západní Evropy .....	69