

Teorie relativity veřejných financí: zdánlivá stabilita veřejných financí v krátkém období a zřejmá nestabilita v dlouhém období

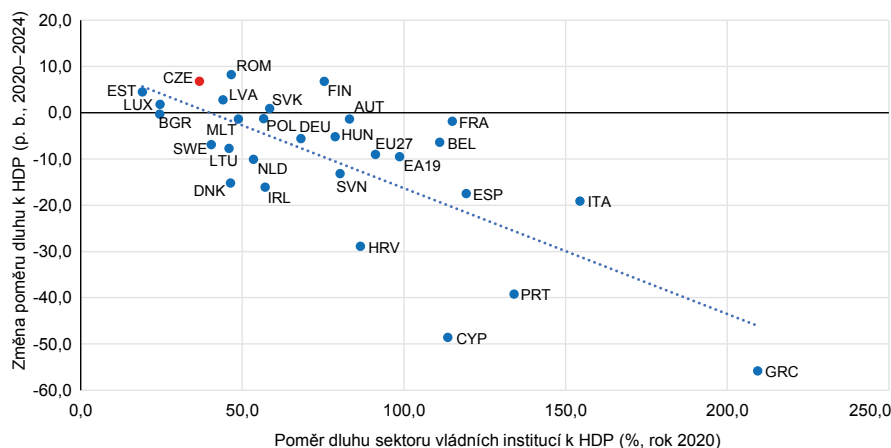
Veřejné finance čelily v posledních letech událostem, které způsobily (a mnohdy stále způsobují) zvýšený tlak na deficitní hospodaření a nárůst zadlužování sektoru vládních institucí. Nejprve ekonomiky sužovala pandemie covidu-19, posléze energetická krize spojená s geopolitickým napětím, jež následně vyvolalo zvýšené výdaje na obranu. Zdálo by se, že české veřejné finance z těchto šoků vyšly vítězně, jelikož se prozatím jeví, že v loňském roce Česká republika plnila všechna fiskální pravidla. Opak je ale pravdou.

Zatím to vypadá, že Česká republika v roce 2024 skutečně plnila všechna fiskální pravidla, která jsou nyní aplikována jak na národní úrovni, tak na úrovni EU.¹ Nabízí se tudíž mnoho důvodů k osla-

vám. Při bližším pohledu však prvotní nadšení střídají oprávněné obavy. České veřejné finance stále nevykazují střednědobou² a ani dlouhodobou rovnováhu. V posledních letech jsou známky střednědobé nerovnováhy veřejných financí zřetelně vidět na poměru dluhu sek-

Česká republika se řadí mezi sedm zemí EU, jejichž poměr dluhu sektoru vládních institucí se mezi lety 2020 a 2024 zvýšil. Česko zaznamenalo třetí největší nárůst tohoto poměru (+6,7 p. b.) mezi zeměmi EU. Jen Finsko (+6,8 p. b.) a Rumunsko (+8,2 p. b.) dosáhly většího nárůstu míry zadlužení sektoru vládních institucí.

GRAF 1 Poměr dluhu sektoru vládních institucí k HDP v roce 2020 a změna jeho poměru mezi lety 2020 a 2024 v zemích EU



ZDROJ: EUROSTAT (ČERVEN, 2025), GRAF A VÝPOČTY VLASTNÍ

OBR. 1 Dopady vysoké míry zadlužení sektoru vládních institucí na ekonomiku

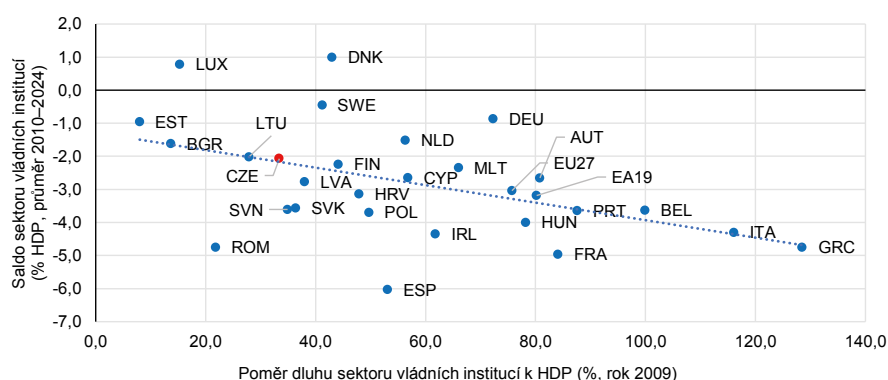


ZDROJ: BURRIEL A KOL. (2020)⁶; ZJEDNODUŠENO, OBRÁZEK A ÚPRAVA VLASTNÍ

toru vládních institucí k HDP. Tento poměr sice v roce 2024 dosahoval „jen“ 43,6 procenta HDP³, ale dynamika tohoto poměru patří v kontextu vývoje zemí EU k těm nejhorším.

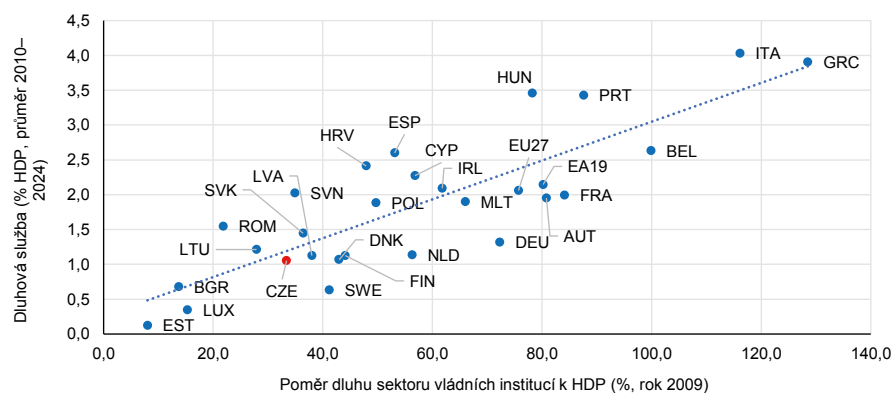
Česká republika se řadí mezi sedm zemí EU, jejichž poměr dluhu sektoru vládních institucí se mezi lety 2020 a 2024 zvýšil. Česko zaznamenalo třetí největší nárůst tohoto poměru (+6,7 p. b.) mezi zeměmi EU. Jen Finsko (+6,8 p. b.) a Rumunsko (+8,2 p. b.) dosáhly většího nárůstu míry zadlužení sektoru vládních institucí. Ostatním 20 členům EU se poměr dluhu k HDP za sledované období snížil. Velmi zjednodušeně a obecně řečeno, čím vyšší byla míra zadlužení v roce 2020, tím vyšší byly snahy ve zbylých 20 ekonomikách EU tento poměr snižovat. Tyto snahy byly více patrné především u menších ekonomik. Celkově situaci zachycuje *graf 1*.

GRAF 2 Vliv míry zadlužení sektoru vládních institucí na budoucí vývoj salda sektoru



ZDROJ: AMECO (ČERVEN, 2025); GRAF A VÝPOČTY VLASTNÍ

GRAF 3 Míra zadlužení sektoru vládních institucí v roce 2009 a dluhová služba (2010–2024)



ZDROJ: AMECO (ČERVEN, 2025); GRAF A VÝPOČTY VLASTNÍ

Dopady vysoké míry zadlužení sektoru vládních institucí

Nasnadě je otázka, jaké jsou dopady vysoké míry zadlužení na vybrané ekonomické ukazatele.⁴ Ke sledování důsledků vysoké míry zadlužení provedeme jednoduchou analýzu zemí Evropské unie na průřezových datech a průměrných hodnotách. Tento přístup má sice značná omezení a pracuje s mnoha zjednodušeními, ale základní poznatky a doporučení tím dotčená příliš nejsou.

Jako „výchozí“ výši dluhu sektoru vládních institucí budeme brát rok 2009, kdy na země Evropské unie doléhala s různou intenzitou globální finanční krize a posléze dluhová krize některých evropských ekonomik.⁵ V období let 2010–2024 pak budeme pozorovat, jak v průměru dopadá počáteční výše dluhu (tj. z roku 2009) na zvolené ekonomické ukazatele. Dlouhé časové období 2010–2024 je vybráno z toho důvodu, že (většinou negativní) dopady vyšší míry zadlužení jsou patrné právě až v delším období. Zjednodušené zachycení dopadů vysoké míry zadlužení vládního sektoru nabízí *obr. 1*.

Pod negativním ekonomickým šokem si lze představit již zmiňované události z počát-

ku článku (pandemie covidu-19, geopolitické napětí s následnými dopady apod.). Pokud má ekonomika dostatek fiskálního prostoru pro stimulaci ekonomiky fiskální expanzí během těchto šoků a řešení jejich důsledků probíhá bez dlouhodobých negativních dopadů do veřejných financí, pak veřejné finance plní svoji stabilizační funkci, chovají se proticyklicky, a lze to považovat za vhodnou hospodářskou politiku. Míra zadlužení sice vzroste, avšak po odeznění šoků a jejich následků by poměr dluhu k HDP měl opět klesat. Nesmí však docházet k prodloužení stimulace ekonomiky v době ekonomické expanze. Pak se jedná o procyklickou fiskální politiku s negativními dopady na míru zadlužení i v delším období. Takto nevhodně aplikovaná fiskální politika přitom nemusí být spojena jen s obdobím po negativním ekonomickém šoku. Tendence k procyklickosti fiskální politiky se objevují trvale bez ohledu na negativní události typu krize či pandemie (např. kvůli existenci politického cyklu apod.).

Vysoká míra zadlužení s sebou obvykle přináší horší salda hospodaření i v dalších letech, viz *graf 2*. Jednak to může být způsobeno „setrvačností“ vládních výdajů, kdy mnohdy dochází k tomu, že v reakci na negativní ekono-

mický šok se zvyšují vládní výdaje, které však je následně značně náročné snížit po odeznění šoku (problematika efektu západky)⁷. Dále na zvyšování výdajů tlačí růst výdajů na dluhovou službu (viz dále).

Deficitní hospodaření sektoru vládních institucí s sebou přináší zvýšenou potřebu financování. Dochází tak k emisím dluhových cenných papírů na finančním trhu. Subjekty na finančním trhu obvykle promítají vzrůstající míru zadlužení ekonomik do požadavku na vyšší rizikovou prémii. Vyšší míra zadlužení a požadovaná riziková prémie znamenají za běžných tržních podmínek zvýšené náklady na dluhovou službu. *Graf 3* tento vztah zachycuje.

Zvýšení míry zadlužení s sebou přináší tlak na zvyšování vládních příjmů a/nebo (mnohdy spíše teoretické) snižování vládních výdajů. Toho si lze všimnout v *grafu 4*. V případě příjmů sektoru vládních institucí (levá část *grafu 4*) není zřejmá přímá úměra mezi mírou zadlužení v roce 2009 a průměrným růstem reálných příjmů v období 2010–2024. Příjmy rostly vyšším tempem v zemích s nižší mírou zadlužení, u nichž zároveň na počátku sledovaného období nedosahoval poměr vládních příjmů k HDP vysokých hodnot (v *grafu* není zachyceno). Toto lze vysvětlit „limity“, které jsou přítomny při zvyšování míry zdanění ekonomických subjektů. Základní logiku zachycuje tzv. Lafferova křivka, která poukazuje na to, že s růstem zdanění rostou sice vládní daňové příjmy, ale přírůstky jsou stále nižší a nižší, až se dojde k bodu, kdy vyšší míra zdanění naopak nevede k nárůstu vládních daňových příjmů, ale spíše naopak – poklesy ve vládních příjmech jsou s narůstající mírou zdanění vyšší a vyšší. Subjekty se snaží vyššímu zdanění vyhnout.⁸ V případě vládních výdajů (pravá část *grafu 4*) nastal také jejich nárůst, ale v průměru méně nežli u příjmů. U více zadlužených ekonomik je patrné velmi mírné zvyšování výdajů (Portugalsko, Itálie), nebo dokonce i snižování (Řecko, Irsko).

Vysoká míra zadlužení sektoru vládních institucí může ovlivňovat i strukturu vládních příjmů a výdajů. Vyšší míra zadlužení s sebou do budoucna obvykle přináší i vyšší poměr daňových příjmů k HDP. (Odhlížíme od obecně vysoké míry zdanění ve Skandinávii a dalších národních specifik u členů EU.) V případě výdajů sektoru vládních institucí je zřejmé, že vyšší míra zadlužení s sebou za běžných tržních podmínek přináší vyšší výdaje na dluhovou službu (viz dříve). Zároveň je značně problematické snižovat běžné vládní výdaje i při snahách o konsolidaci po evropské dluhové krizi a po pandemii covidu-19, viz mj. zmíněný efekt západky nebo jiné přístupy vysvětlující tendenci k nárůstu vládních výdajů (prahový efekt apod.). Může se pak stát, že vláda bude alokovat méně prostředků na investice (hrubou tvorbu fixního kapitálu). Snižovaná investiční aktivita společně s vyšší mírou zadlužení může působit negativně na růst ekonomiky v dlouhém období (viz dále).

Vysokou míru zadlužení sektoru vládních institucí pocítí celá ekonomika

Je tudíž zřejmé, že zvyšující se míra zadlužení ovlivní nejen vládní sektor, ale rovněž prakticky celou ekonomiku, mj. např. změnami v daňovém mixu a struktuře vládních výdajů (viz text výše). Vyšší míra zadlužení vyvolává tlak na růst rizikové premie s sebou obvykle přináší i tlak na zvyšování (reálných) úrokových sazeb v ekonomice. Vyšší reálná úroková míra negativně ovlivňuje investiční aktivitu soukromého sektoru, viz *graf 5*. Opět zde odhlížíme od specifik některých ekonomik, kdy je obvyklé, že např. u konvergujících ekonomik (Pobaltí apod.) je míra investiční aktivity vyšší.

Tyto negativní dopady vyšší míry zadlužení sektoru vládních institucí ústí obvykle v nižší růst HDP, viz *graf 6*.

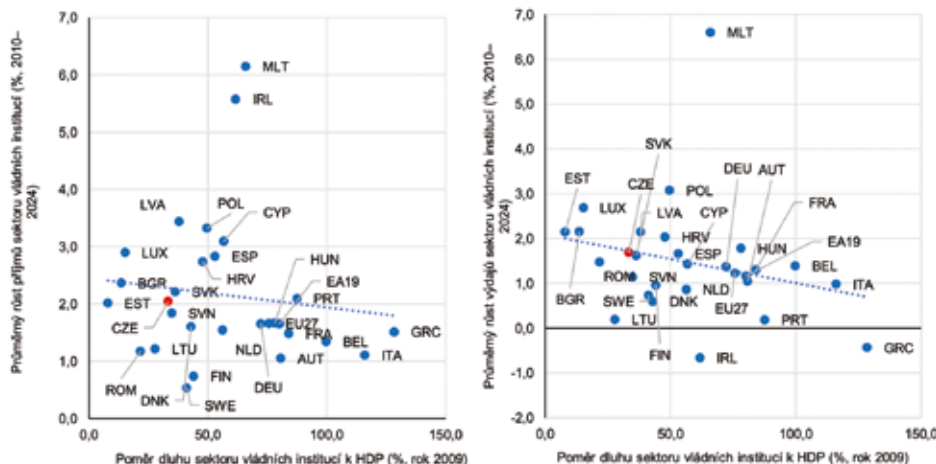
Vyšší míra zadlužení bývá také spojována s vyšší mírou inflace a tlakem na oslabení domácí měny.

V případě vztahu (změny) cenové hladiny a míry zadlužení se základní vztah pomocí jednoduché analýzy nepotvrdil (výsledky zde nejsou uvedeny). Míra inflace je vysoká u méně zadlužených zemí (především konvergující ekonomiky) a naopak nižší u vysoce zadlužených zemí. Spíše se zde projevuje fakt, že u rozvíjejících se (konvergujících) ekonomik dochází k vyšší míře inflace, např. z důvodu deregulace cen, Balassova-Samuelsonova teorému⁹ apod. V kontextu nedávné vzestupné míry inflace (období let 2021–2023) je též nutné brát v potaz energetickou náročnost daného hospodářství – čím více energeticky náročná ekonomika je, tím obvykle vyšší míru inflace zaznamenala.

V případě vlivu vysoké míry zadlužení na měnový kurz je nutné brát omezení spojené se společnou měnou, která ve svém vývoji nedokáže zachytit zhoršující se situaci u vybraného „menšího“ člena (případně členů) eurozóny. Společná měna se vesměs vyvíjí v kontextu celkového vývoje eurozóny, a nikoli dle vývoje u určitého člena této měnové

unie. Pro některé ekonomiky (hlavně jižní periferie eurozóny) tak mohlo být euro příliš silnou měnou vzhledem k fundamentům těchto ekonomik. A naopak, pro některé ekonomiky (především z „jádra“ eurozóny, tj. hlavně Německo) mohlo být euro příliš slabou měnou. Euro je na druhém místě (po americkém dolaru) z pohledu jeho užívání jakožto rezervní měny. Zjednodušeně řečeno, před vznikem eura roli rezervní měny z řad členů eurozóny plnila německá marka, francouzský frank, nizozemský gulden a případně ECU (evropská měnová jednotka, předchůdce eura). Tyto měny měly přibližně obdobné procentuální zastoupení v rezervních aktivech centrálních bank ve světě jako později po zavedení společná měna euro. Ostatní členové eurozóny coby „černí pasažéři“ využívali výhod spojených se statusem rezervní měny (mj. nižší kurzové riziko, riziková premie, úrokové sazby; vyšší poptávka po instrumentech denominovaných v eurech; rozvolněné mezikasové rozpočtové omezení vlády a „mírnější“ posuzování vnější nerovnováhy).

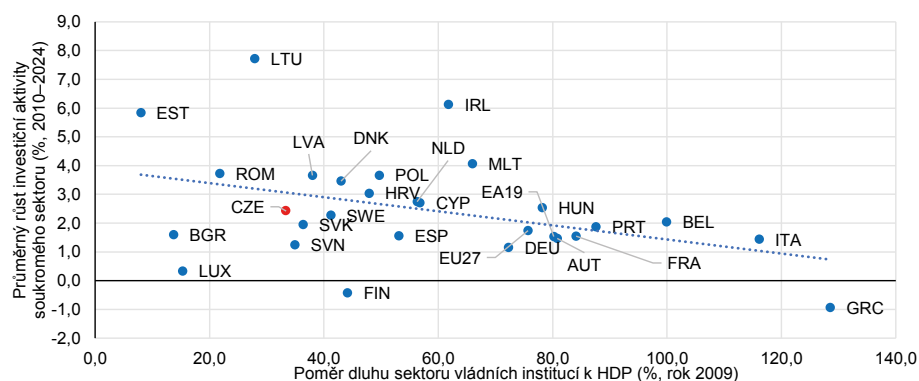
GRAF 4 Průměrný růst reálných příjmů (levý graf) a výdajů (pravý graf) sektoru vládních institucí



ZDROJ: AMECO (ČERVEN, 2025), GRAFY A VÝPOČTY VLASTNÍ.

POZN.: GRAFY ZACHYCUJÍ VÝVOJ REÁLNYCH PŘÍJMŮ A VÝDAJŮ, K DEFOVÁNÍ POUŽIT DEFLÁTOR VÝDAJŮ NA KONEČNOU SPOTŘEBU SEKTORU VLÁDNÍCH INSTITUCÍ

GRAF 5 Dopady vysoké míry zadlužení na investiční aktivitu soukromého sektoru



ZDROJ: AMECO (ČERVEN, 2025), GRAF A VÝPOČTY VLASTNÍ.

POZN.: STÁLÉ CENY, PRO VÝPOČET UŽIT DEFLÁTOR HDP. INVESTIČNÍ AKTIVITA = TVORBA HRUBÉHO FIXNÍHO KAPITÁLU

Co můžeme udělat dnes, neodkládejme na zítřek

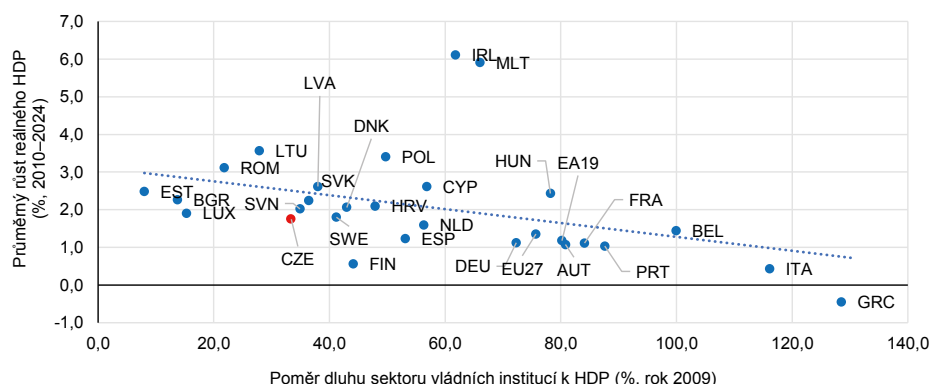
Při komparaci míry zadlužení sektoru vládních institucí v Česku (43,6 % HDP v roce 2024) s průměrným zadlužením zemí EU či eurozóny (82,2 % HDP pro EU, resp. 89,1 % HDP pro EU19) by se mohlo zdát, že „strašit“ dopady vysoké míry zadlužení je nadbytečné. Realita je poněkud jiná.

Za prvé, historie nám ukazuje několik případů, že neexistuje něco jako „bezpečná“ míra zadlužení¹⁰ a že finanční trhy dokážou velmi rychle reflektovat (očekávané) zvyšující se zadlužení sektoru vládních institucí do požadované rizikové premie, která následně navyšuje výdaje na dluhovou službu. Současná argumentace o tom, že míra zadlužení je nízká, že plníme fiskální pravidla, a že tedy není důvod k žádným obavám, je naprosto scestná.

Za druhé, pokud se aplikuje rozvolněná fiskální politika, pak se její dopady projeví nejvíce až v delším období, jelikož zkraje – obzvláště při počáteční nízké míře zadlužení – „mírný“ nárůst dluhu obvykle nikoho příliš neznepokojuje. V průběhu času se však „mírný“ nárůst dluhu změní na „výrazný“, jenž upoutá zraky některých subjektů, obzvláště těch na finančním trhu. Pokud se tedy „dnes“ objeví návrhy vedoucí ke zvyšování veřejných výdajů (a/nebo snižování příjmů), je vždy potřeba sledovat jejich dopad nejen v krátkém období, ale především v tom dlouhém.¹¹

Za třetí, je sice pravda, že pokud Česko bude opět více konvergovat k vyspělým zemím a naše ekonomika bude brána jako rozvířenější a věrohodnější, pak nám finanční trhy budou více věřit a nemusí požadovat tak vysokou rizikovou premii jako u méně vyspělých ekonomik. Česká republika však vždycy bude malá otevřená ekonomika a u těchto typů ekonomik finanční trhy obvykle „strpí“

GRAF 6 Průměrný růst reálného HDP a míra zadlužení sektoru vládních institucí



ZDROJ: AMECO (ČERVEN, 2025), GRAF A VÝPOČTY VLASTNÍ.

(dočasně) vyšší míru zadlužení jen při vysoké rizikové prémii. A trpělivost finančních trhů je v případě malých ekonomik typu České republiky velmi vrtlavá a krátkodobá. Argumentace, že míra zadlužení českých veřejných financí je poloviční oproti průměru EU (či dokonce eurozóny) nebo že nedosahujeme takové míry zadlužení jako např. Německo či jiná (světová) ekonomika, je opět zcela nerealistická. Česko nemůžeme srovnávat s Německem a dalšími „velkými“ ekonomikami.

Za čtvrté, pokud se již míra zadlužení dostane za (finančními trhy vnímanou) neudržitelnou úroveň, pak je obvykle velmi problematické najít subjekty na finančním trhu, které by si kupovaly další cenné papíry emitované sektorem vládních institucí. Při nízké poptávce z finančního trhu musí obvykle následovat restriktivní fiskální politika, a to jednoduše proto, že vládní sektor nezíská dostatek potřebných finančních prostředků. Prováděné „utahování opasků“ pak bude nejen velmi bolestivé, ale také poměrně velmi rychlé a razantní.

Ačkoli by se tedy mohlo zdát, že krátkodobě si můžeme „vyhodit z kopýtka“, jelikož máme „nízkou“ míru zadlužení (i např. oproti některým jiným ekonomikám), tak je více než vhodné aplikovat přiměřenou a odpovědnou fiskální politiku již nyní. Pokud se v krátkém období dopustíme aplikace značně rozvolněné fiskální politiky, která se propíše do struktury veřejných příjmů a výdajů i do budoucna, pak má toto dopad též v následujícím krátkém období, pak v tom dalším a ještě dalším atd. Několik po sobě jdoucích krátkých období pak logicky tvoří dlouhé období. A negativní dopady rozvolněné fiskální politiky ústící ve vyšší míru zadlužení dopadají na ekonomiku právě v dlouhém období.

[1] Základní přehled ohledně plnění fiskálních pravidel nabízí <https://www.rozpocetovarada.cz/o-verejnych-financich/vse-o-verejnych-financich/>. Detailní komentáře o národních fiskálních pravidlech nabízí každoročně vydávaná Zpráva NRR o plnění pravidel rozpočtové odpovědnosti (<https://www.rozpocetovarada.cz/publikace-kategorie/zpravy-nrr/>), která vyšla letos 4. září. Nová fiskální pravidla na úrovni EU

představují publikace NRR (např. <https://www.rozpocetovarada.cz/vyrocní-zprava/vyrocní-zprava-za-rok-2024/>, 4. kapitola).

[2] Viz např. aktuální Fiskální prognóza ČR z května 2025 od MF ČR, která predikuje, že již v brzké době bude strukturální schodek veřejných financí vyšší, než jaký požaduje zákon č. 23/2017 Sb., o pravidlech rozpočtové odpovědnosti, který upravuje národní fiskální pravidla.

[3] Data vstupující do tohoto článku byla získána počátkem června 2025. Nezahrnují tudíž změny vyplývající z revize národních účtů zveřejněné v průběhu června 2025 a později.

[4] Této problematice se v podobném duchu věnovali také např. Mandel, Martin a Dvořák, Pavel. Co nás čeká s rostoucím státním dluhem? Bankovníctví. 2021, č. 6, s. 38–41.

[5] Následující období po roce 2009 sice míra zadlužení také rostla (především u ekonomik periferie eurozóny), ale nikoli tak výrazně jako v roce 2009.

[6] Burriel, Pablo; Checherita-Westphal, Cristina; Jacquinot, Pascal; Stähler, Nikolai; Schön, Matthias, 2020. Economic consequences of high public debt: evidence from three large scale DSGE models. Working Paper Series 2450, European Central Bank. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwp/escb.wp2450~e008f3b9ae.en.pdf>.

[7] Zvýšení vládních výdajů může nastat i z jiných důvodů nežli jen ve spojitosti s reakcí fiskální politiky na negativní ekonomické šoky, viz např. zmiňovaná tendence k procykličnosti fiskální politiky.

[8] Hájek, Jan; Šafr, Karel; Rotschedl, Jiří; Čadil, Jan. The Laffer Curve Decomposed. Ekonomický časopis = Journal of economics. 2021, roč. 69, č. 3, s. 306–326. ISSN 0013-3035. Dostupné z: <https://www.sav.sk/journals/uploads/0325142703%2021%20H%C3%A1jek%20+%20SR.pdf>.

[9] Logika fungování Balassova-Samuelsonova teorému vychází z odlišného vývoje produktivity práce v obchodovatelném a neobchodovatelném sektoru domácí a zahraniční ekonomiky. Pokud v domácí ekonomice bude docházet ke zvyšování růstu produktivity práce v obchodovatelném sektoru, následně dojde k růstu cen a mezd v tomto sektoru. V případě platnosti podmínky mobility pracovní síly nastane přesun pracovníků z neobchodovatelného sektoru do sektoru obchodovatelného. Aby k této situaci v ekonomice nedošlo, budou ceny a mzdy v neobchodovatelném sektoru zvýšeny taktéž. Nicméně, tento růst není podpořen růstem produktivity jako v sektoru obchodovatelném, proto zvýšení mezd a cen povede k růstu celkové cenové hladiny. Pokud bude v domácí ekonomice docházet k relativně vyšší produktivitě v obchodovatelném sektoru než v neobchodovatelném oproti ekonomice zahraniční, tuzemská cenová hladina poroste rychleji. Konečným efektem bude zhodnocení domácí měny.

[10] Viz např. studie NRR Průvodce světem veřejného dluhu (<https://www.rozpocetovarada.cz/publikace/pruvodce-svetem-verejneho-dluhu/>).



Ondřej Šíma

Vystudoval bakalářský, magisterský a doktorský obor Finance na Fakultě financí a účetnictví VŠE. Na pozici analytika Úřadu Národní rozpočtové rady pracuje od jara 2018. Od roku 2017 působí na VŠE (Fakulta financí a účetnictví, katedra měnové teorie a politiky), kde vyučuje kurzy v oblasti finančních trhů, mezinárodních financí a hospodářské politiky.

[11] Viz např. každoročně vydávaná Zpráva NRR o dlouhodobé udržitelnosti veřejných financí (<https://www.rozpocetovarada.cz/publikace-kategorie/zpravy-nrr/>).