

Dluh: dobrý sluha, špatný pán

Luboš Komárek

Prezentace pro Klub investorů, z.s.

Praha 1. 4. 2026

Osnova

1. Dobrý a špatný dluh
2. Bez deficitu není dluh
3. Ekonomická teorie a míra zadlužení
4. Investice na dluh?
5. Veřejné finance v EU
6. Veřejné finance v ČR
7. Role NRR





1. DOBRÝ A ŠPATNÝ DLUH

„Dobrý“ dluh: bydlení, vzdělání, zdraví...

Co je „dobrý“ dluh?:

- zadlužení za účelem pořízení **nemovitosti** pro zabezpečení bydlení bereme obecně jako „dobrý“ dluh,
- další příklady vhodného zadlužení souvisí s investicí do:
 - **vzdělání** (jazykový kurz, IT kurz....),
 - **zdraví** (asi výjimečně na dluh),
 - nebo jiné **investice „do sebe“ / rodiny.**
- **hypoteční úvěr je obecně brán jako dobrý dluh, neplatí to však za každé situace**



„Špatný“ dluh: dárky, dovolené, zbytnosti...

Co je „špatný“ dluh?:

- **dárky:** vánoční dárky nenakupujte na dluh!
- **dovolená:** dopřát si dovolenou na dluh není prozíravé!
- **zbytnosti:** kupovat si na dluh věci nad váš udržitelný životní standard (nejen luxusní zboží) není dobrý nápad!



Co dělat, když se předlužíme?

Co **DĚLAT**, když se předlužíme?

- (1) snížit zbytné výdaje
 - (2) zvýšit příjmy
- Obojí může být složité a „bolí“!

Co **NEDĚLAT**, když se předlužíme?

- **nehrát „mrtvého brouka“** či **„strkat hlavu do písku“**:
prokrastinace ničemu nepomůže ⇒ lepší jít hned s pravdou ven, dohodnout se s bankou/věřitelem a poučit se z chyb
- zajít do banky a řešit situaci (snížit splátky za cenu prodloužení splatnosti dluhu, požádat o dočasné splátkové „prázdniny“, atd.)
- v zájmu finanční instituce (banky) také je, abyste dluh splatili...



Bylo by nám lépe bez dluhu? Ne vždy:

Občan:

- na nemovitost bychom **bez hypotečního úvěru** hůře našetřili, pokud vůbec (růst cen nemovitostí oproti růstu mezd a platů)

Firma:

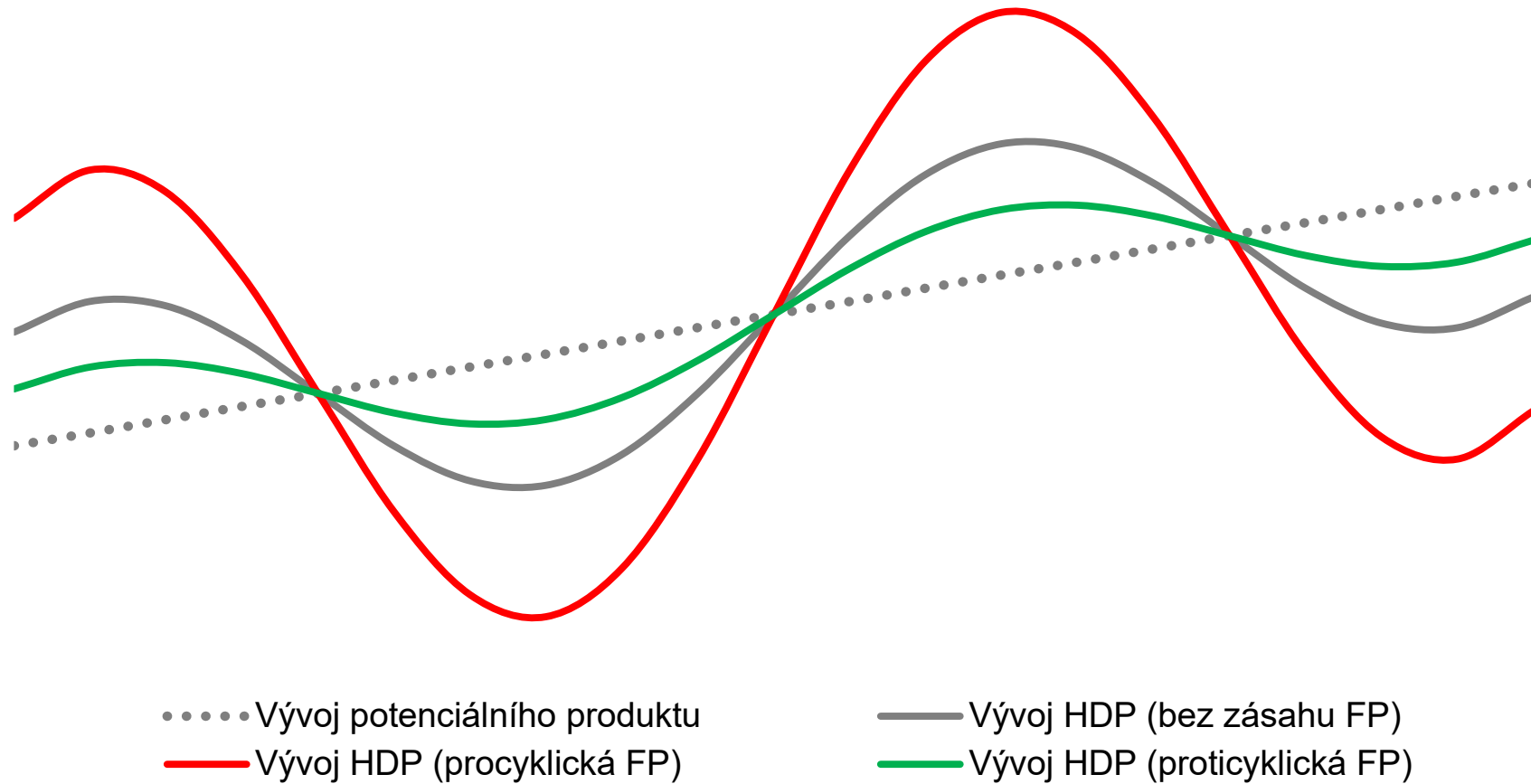
- **bez úvěru** (dluhu) by byl viditelně pomalejší hospodářský rozvoj, a to zejména vlivem nižších investic

Stát:

- existovaly by hlubší hospodářské propady a krize (stát by nemohl jednat **proticyklicky**)
- chyběl by kapitálový trh (primární a sekundární)
- byly by nižší veřejné investice do vzdělání, výzkumu, infrastruktury..., což by snižovalo růstový potenciál země



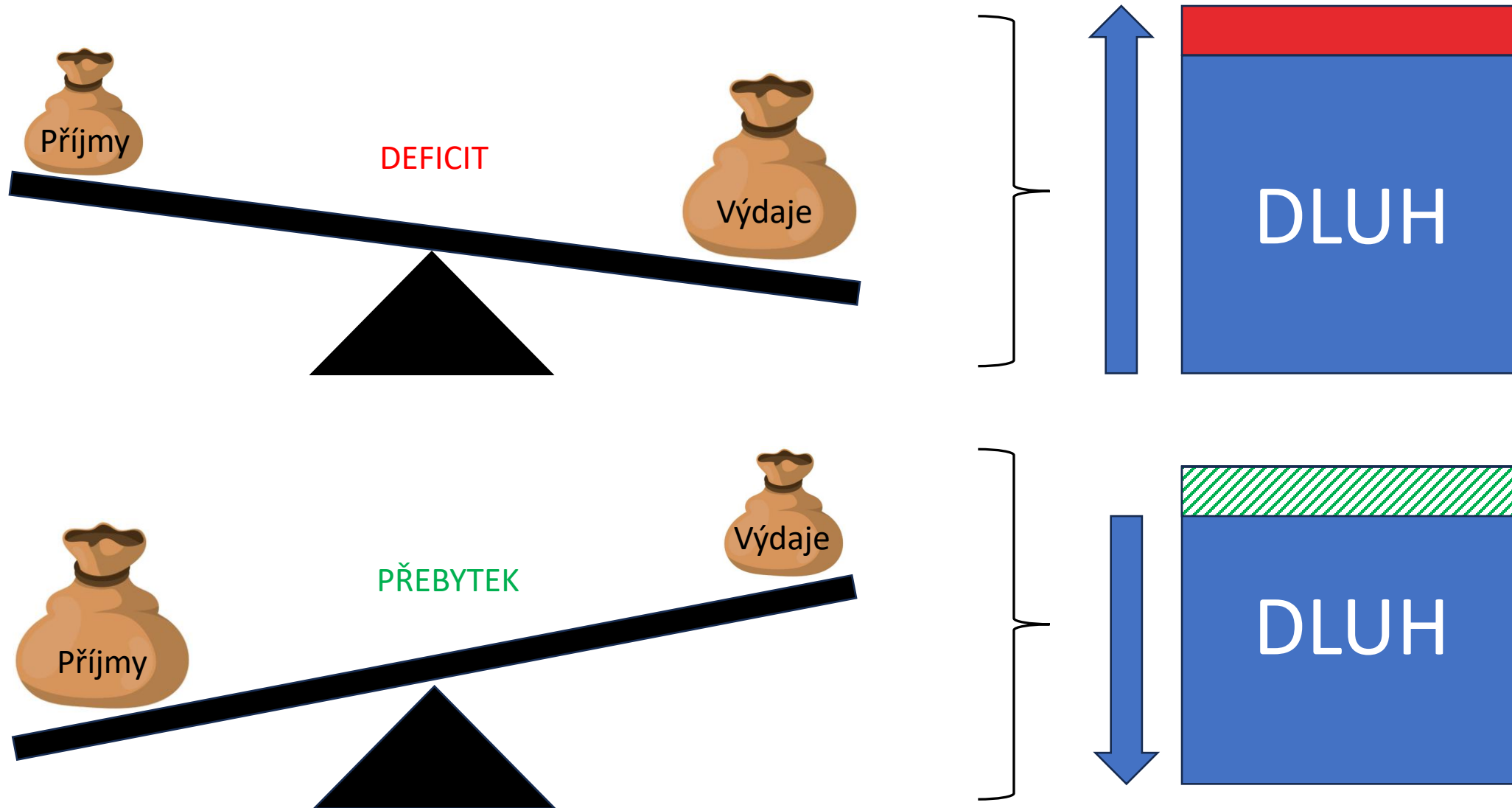
Bylo by nám lépe bez dluhu? Ne vždy...



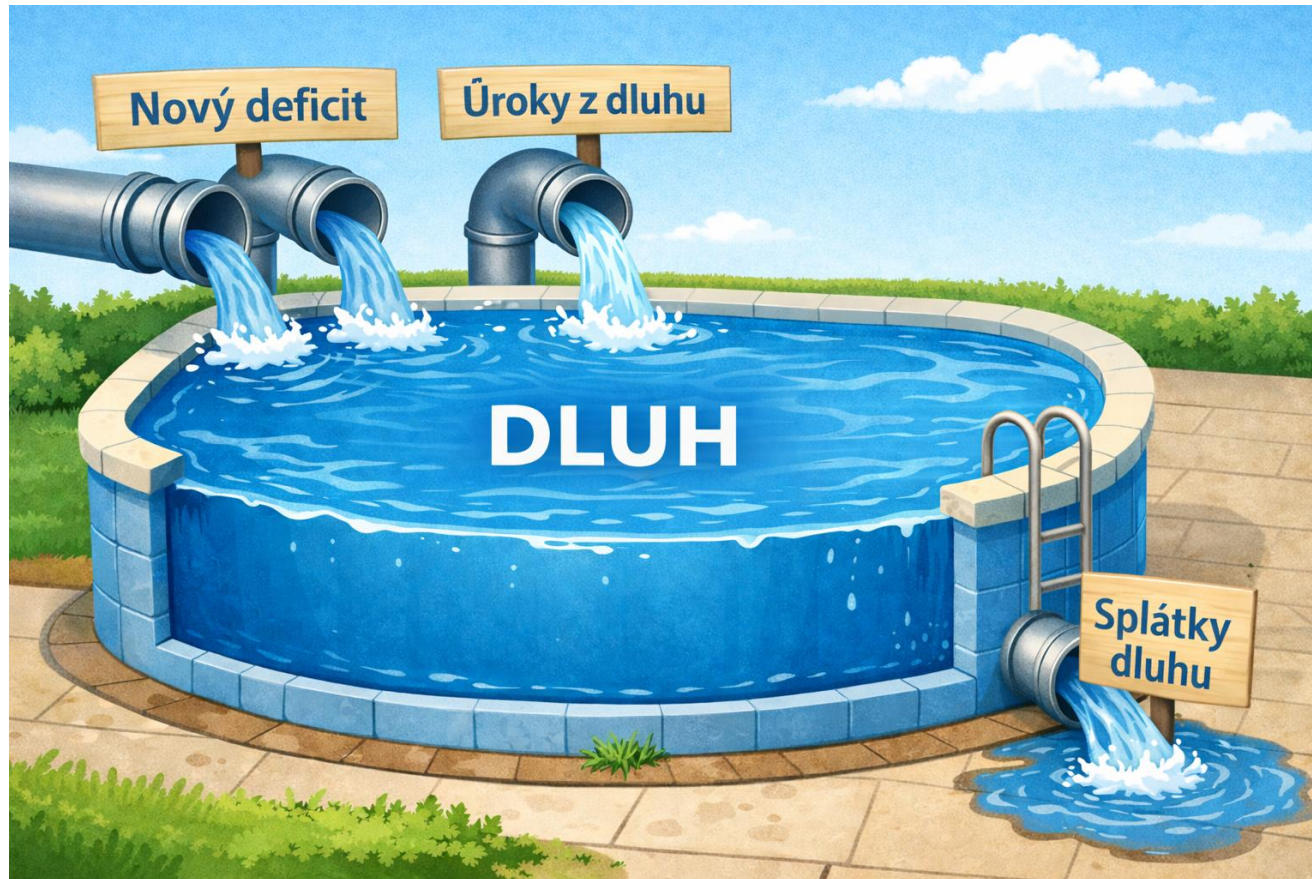


2. BEZ DEFICITU NENÍ DLUH

Vztah mezi deficitem a dluhem



Vztah mezi deficitem a dluhem



- Dluh je dlouhodobá zátěž země!
- Nadměrného deficitu se zbavíme mnohem rychleji než nadměrného dluhu.
- Univerzální „červená hranice“ pro dluh neexistuje, ale obecně často platí:
 - čím vyšší je ekonomická síla a úroveň země, tím vyšší může být „stabilní“ dluh
 - země s rezervní měnou mají vyšší důvěru i vyšší dluhový potenciál
 - vyšší držba dluhu rezidenty hovoří ve prospěch vyšší udržitelné dluhové zátěže, stejně tak jako vhodná splatnost dluhu a úročení dluhu (pevné x plovoucí)
- $r < g \Rightarrow$ podmínka udržitelnosti dluhu



3. EKONIMICKÁ TEORIE A MÍRA ZADLUŽENÍ

Vyšší investice dnes, vyšší spotřeba zítra?

(1)

Stát by měl mít vždy vyrovnané nebo přebytkové rozpočty.



Nezadlužovat se!

(2)

Stát se může zadlužovat ve „špatných“ časech, když své dluhy splatí v těch „dobrých“.



Stabilizace cyklu

(3)

Stát se může zadlužovat i v dobrých časech, ale jen na financování investic.



Zlaté pravidlo

(4)

Stát se může zadlužovat i v dobrých časech, protože ty budoucí budou ještě lepší.



Generační férovost

(5)

Stát nemůže zbankrotovat, své dluhy vždy splatí nově natištěnými penězi. Hlídat si musí jen inflaci.



Řeš ekonomiku, ne rozpočet

Fiskálně konzervativní

Fiskálně progresivní

Vyšší investice dnes, vyšší spotřeba zítra?

Přístup k dluhu	Pravidlo dluhu	Pravidlo schodku
(1) Ne zadlužovat se!	Strategie snížení dluhu	<u>Saldo</u> hospodaření > 0
(2) Stabilizace cyklu (např. Německo)		<u>Strukturální saldo</u> > 0
(3) Zlaté pravidlo (např. Británie)	Dluh/HDP < 40 %	Kapitálové výdaje > strukturální schodek rozpočtu
(4) Dluh na cokoliv (např. EU, dodnes)	Dluh/HDP < 60 %	Schodek < 3 % HDP, výjimky při krizích (např. Covid)
(5) Řeš ekonomiku, ne rozpočet! (snad nikdo!)	Inflace < 2 %, bez ohledu na dluh	

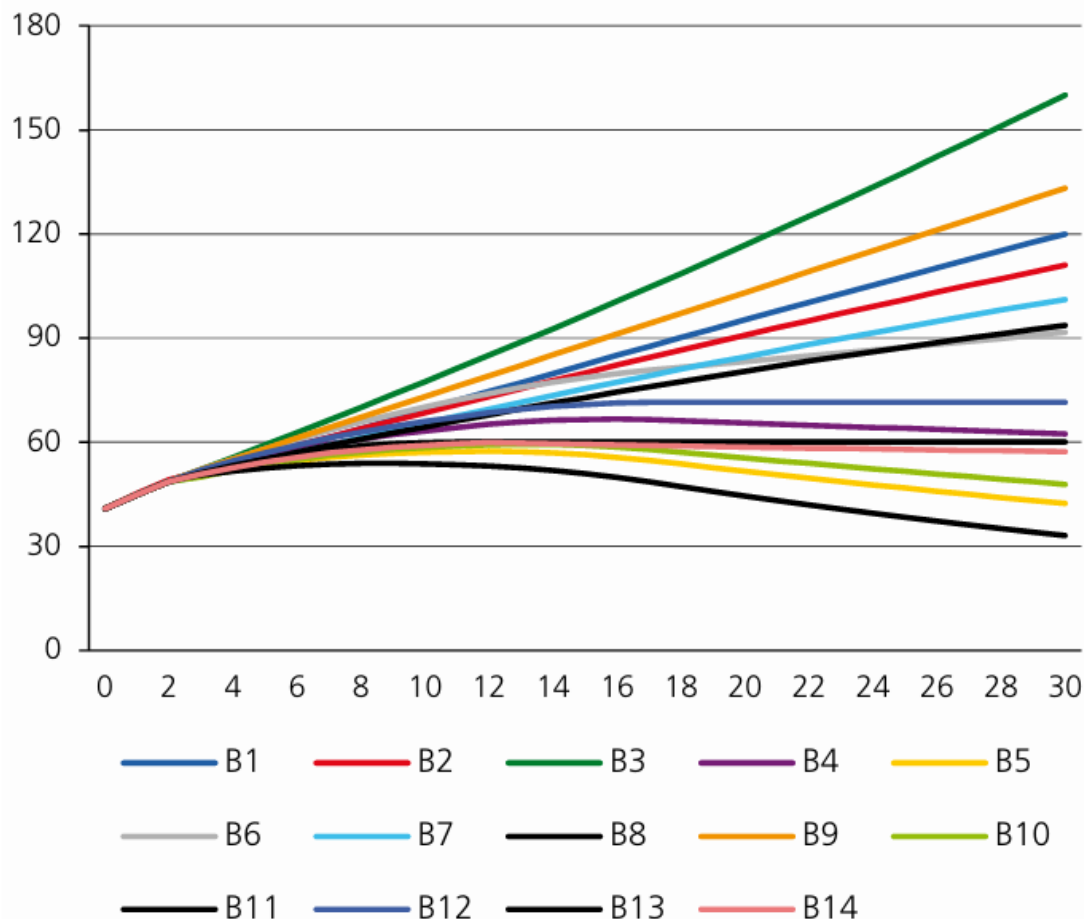
Z plíživé nerovnováhy může být velký problém!

$$B_t = (1 + r_t)B_{t-1} - (T_t - E_t)$$

$$\underbrace{\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}}}_{\text{Změna dluhu}} = \underbrace{\underbrace{(r_t - g_t)}_{\text{RG diferenciál}} \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}}}_{\text{Úrokové náklady dluhu}} - \underbrace{\frac{T_t - E_t}{Y_t}}_{\text{Primární bilance}}$$

Z plíživé nerovnováhy může být velký problém!

Trajektorie dluhu k HDP při rozdílných předpokladech o vývoji HDP, úrokových sazeb a primární bilance
(v %, podíl vládního dluhu na HDP)



(v %)

Dluhová trajektorie	Růst HDP (g)	Reálná sazba (r)	Primární bilance (PB)
B1	2	1,5	deficit 3 % HDP
B2	2	1	deficit 3 % HDP
B3	2	3	deficit 3 % HDP
B4	2	1,5	konsolidace (za 17 let PB=0)
B5	2	1	konsolidace (za 17 let PB=0)
B6	2	3	konsolidace (za 17 let PB=0)
B7	3	1,5	deficit 3 % HDP
B8	3	1	deficit 3 % HDP
B9	3	3	deficit 3 % HDP
B10	3	1,5	konsolidace (za 17 let PB=0)
B11	3	1	konsolidace (za 17 let PB=0)
B12	3	3	konsolidace (za 17 let PB=0)
B13	2	2	konsolidace (za 17 let PB=0)
B14	2,5	0,5	konsolidace (za 11 let PB=-1%)

Není dluh jako dluh, není země jako země...



Dluh nad 150 % HDP = ztráta důvěry, politická nestabilita

Dluh nad 80-90 % HDP = známky podvazování hospodářského růstu

Dluh nad 60 % HDP = porušení Maastrichtského kritéria

Dluhová brzda (ČR 55 % HDP)

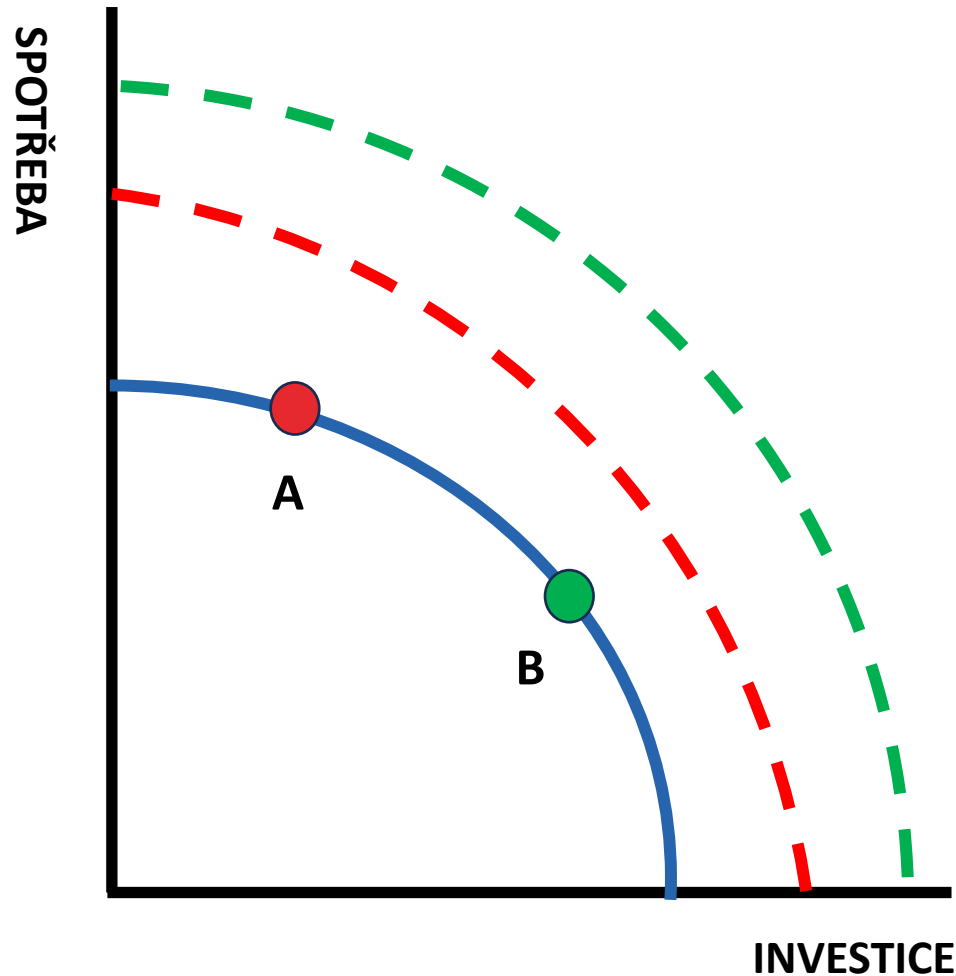
Dluh 40-50 % HDP (stále relativně bezpečná zóna)

Dluh nižší než 40 % HDP (bezpečná výše dluhu)



4. INVESTICE NA DLUH?

Vyšší investice dnes, vyšší spotřeba zítra!?



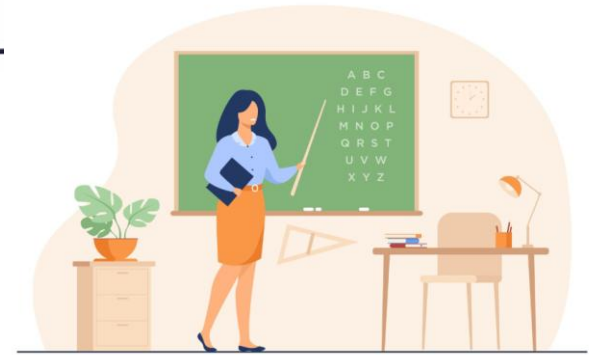
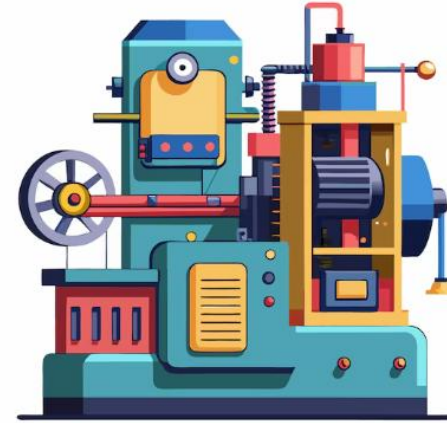
ANO, MOŽNÁ I NE:

- Nižší spotřeba dnes = vyšší investice dnes
⇒ možnost vyšší spotřeby (i investic v budoucnu) a naopak
- Zadlužit se na investice?...
- ... záleží co myslíme pod pojmem **investice**
- **Multiplikační efekt investic**
- **Vytěšňovací efekt soukromých investic vládními**

Ale pozor, není investice, jako investice!

Co je vlastně „investice“?

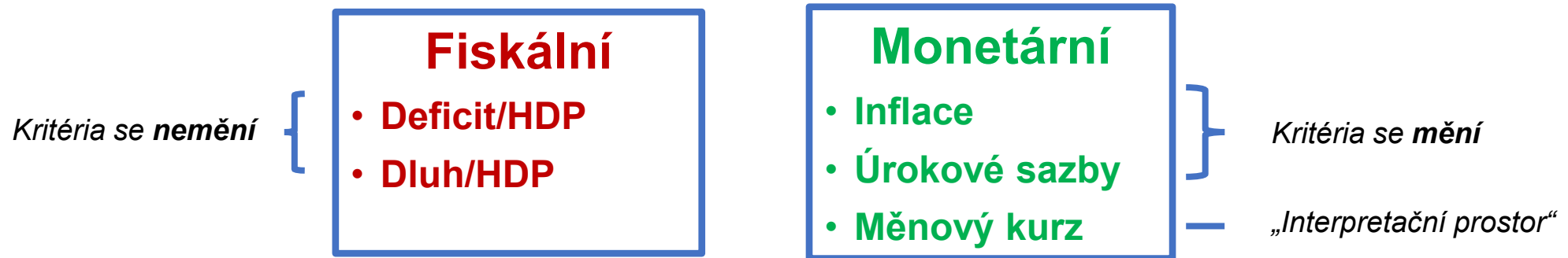
- **účetní pohled:** pouze kapitálové výdaje = dlouhodobý majetek (budovy a jiné stavby, dopravní infrastruktura silnice, stroje, IT systémy)
- **ekonomický pohled:** cokoliv co zvyšuje budoucí potenciál ekonomiky
 - Vyšší platy učitelů?
 - Financování vědy a výzkumu?
 - Podpora předškolního vzdělávání?
 - Stipendia pro studenty technických oborů?
- **populistický pohled:** zvyšování platů v některých částech státní správy ≈ **spotřeba**





5. VEŘEJNÉ FINANCE V EU

Vstup do eurozóny: Maastrichtská kritéria

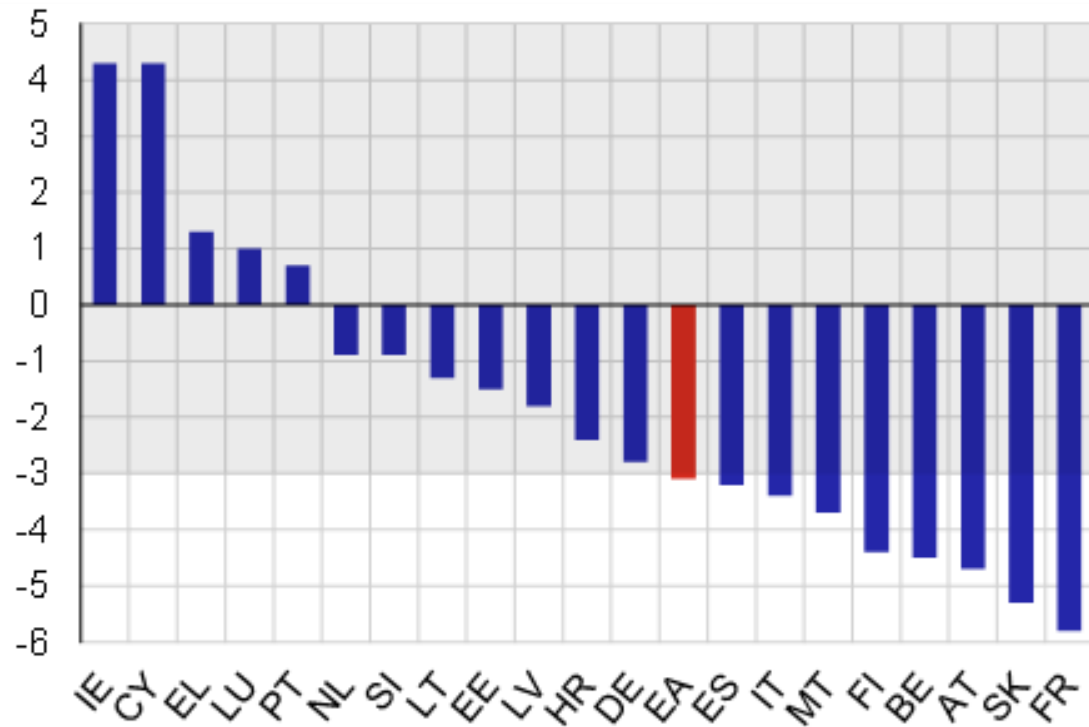


Kritérium deficitu: roční deficit veřejných financí nesmí překročit 3 % HDP (2024: 2,0 %)

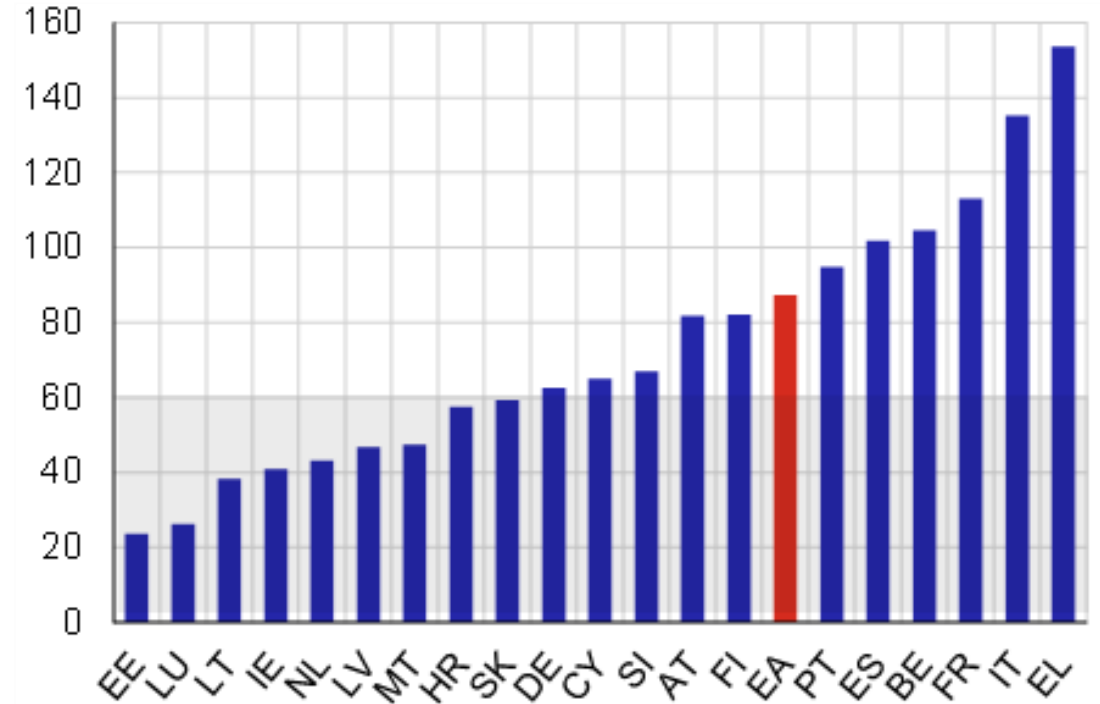
Kritérium dluhu: veřejný dluh nesmí přesáhnout 60 % HDP, nebo se musí dostatečně snižovat směrem k této hranici (2024: 43,3 %)

Vstup do eurozóny: Maastrichtská kritéria

Saldo sektoru vládních institucí v zemích eurozóny
(2024, v % HDP)



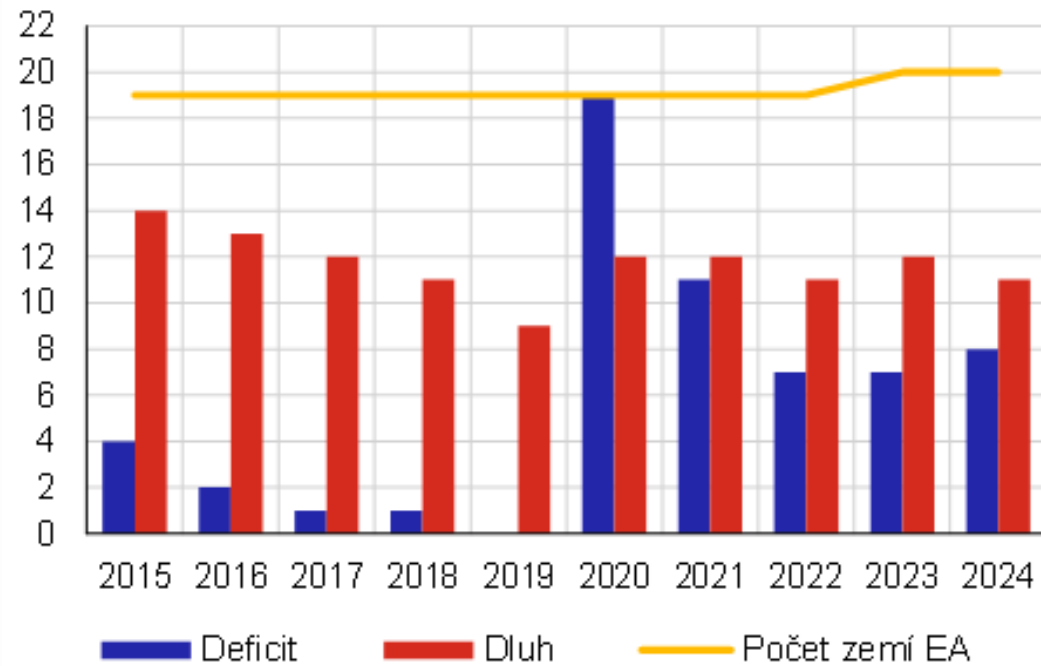
Dluh sektoru vládních institucí v zemích eurozóny
(2024, v % HDP)



Pozn.: Země nacházející se v šedé oblasti dodržují kritérium dané Paktem o stabilitě a růstu, tj. limit deficitu veřejného rozpočtu (3 % HDP) a dluhu (60 % HDP).
Zdroj: Eurostat.

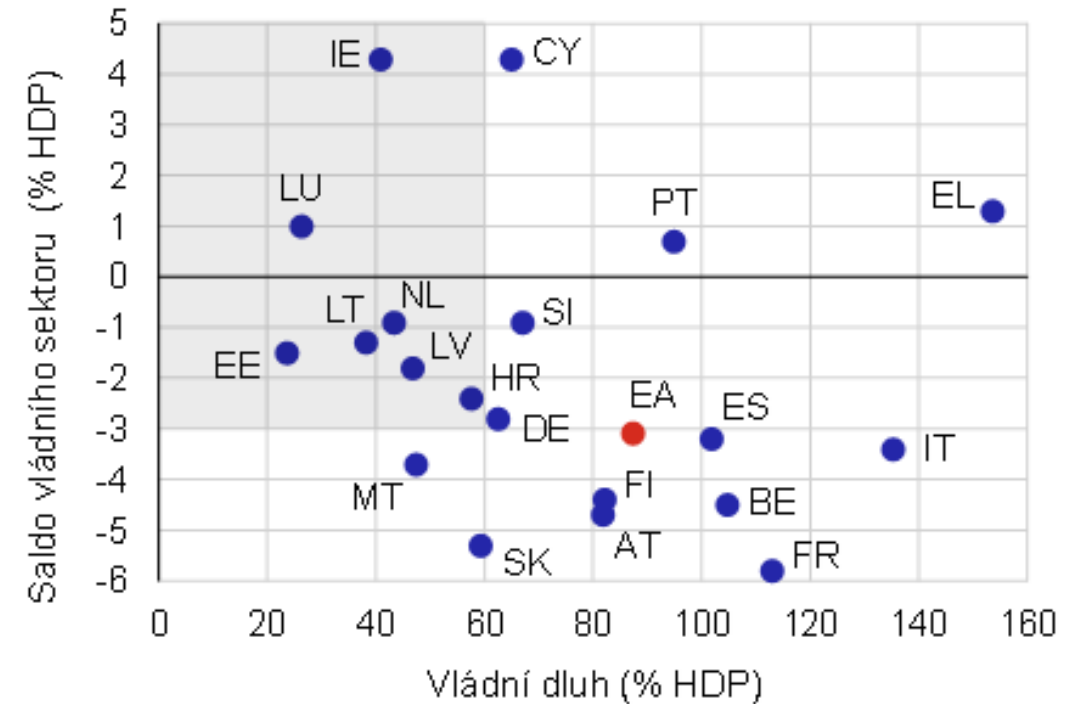
Vstup do eurozóny: Maastrichtská kritéria

Nedodržování fiskálních kritérií
(počet zemí nedodržujících kritérium deficitu a dluhu)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Fiskální pozice zemí eurozóny
(2024)



Pozn.: Šedá oblast reprezentuje dodržování Paktu o stabilitě a růstu.
Zdroj: Eurostat



6. VEŘEJNÉ FINANCE V ČR

Co tvoří VEŘEJNÉ FINANCE v Česku?

S.1311: Ústřední vládní instituce
Státní rozpočet, státní fondy
(např. SFŽP, SFDI),
příspěvkové organizace státu
(fakultní nemocnice, veřejné vysoké školy, veřejné výzkumné instituce, ČT, Správa železnic, Národní rozvojová banka, ČEB, EGAP, PGRLF, apod.)

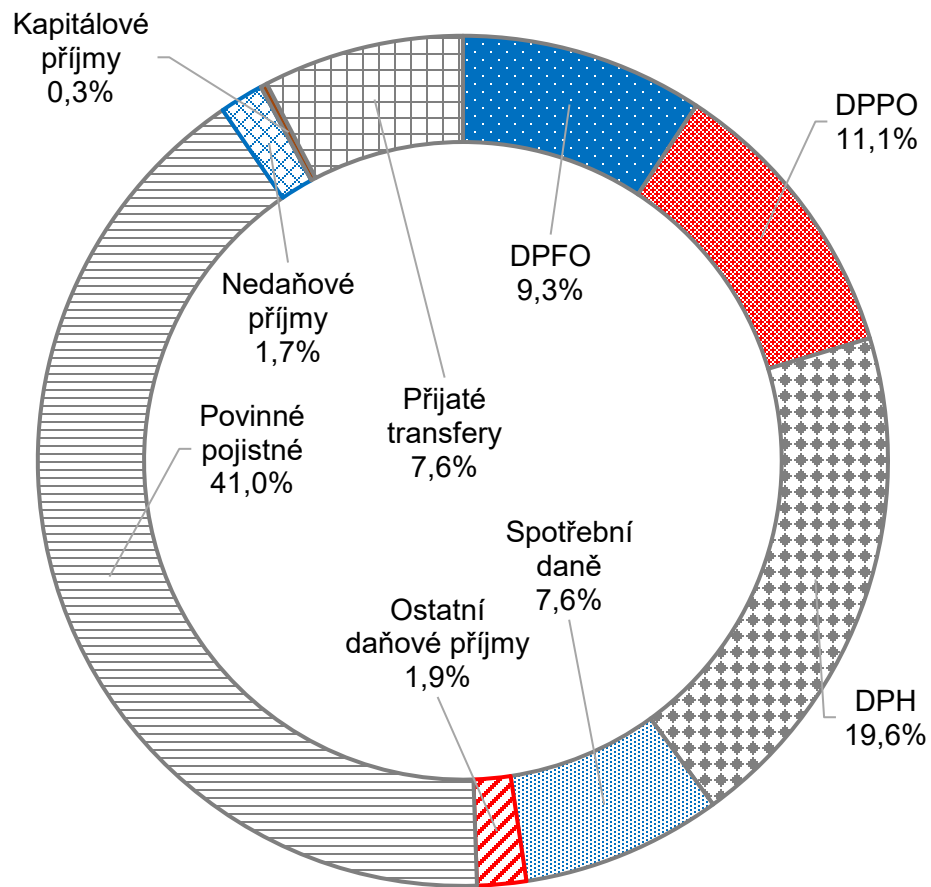
S.1313: Místní vládní instituce
Obecní a krajské rozpočty,
příspěvkové organizace obcí a krajů (ZŠ, SŠ, nemocnice, knihovny)

S.1314: Fondy sociálního zabezpečení
Rozpočty zdravotních pojišťoven

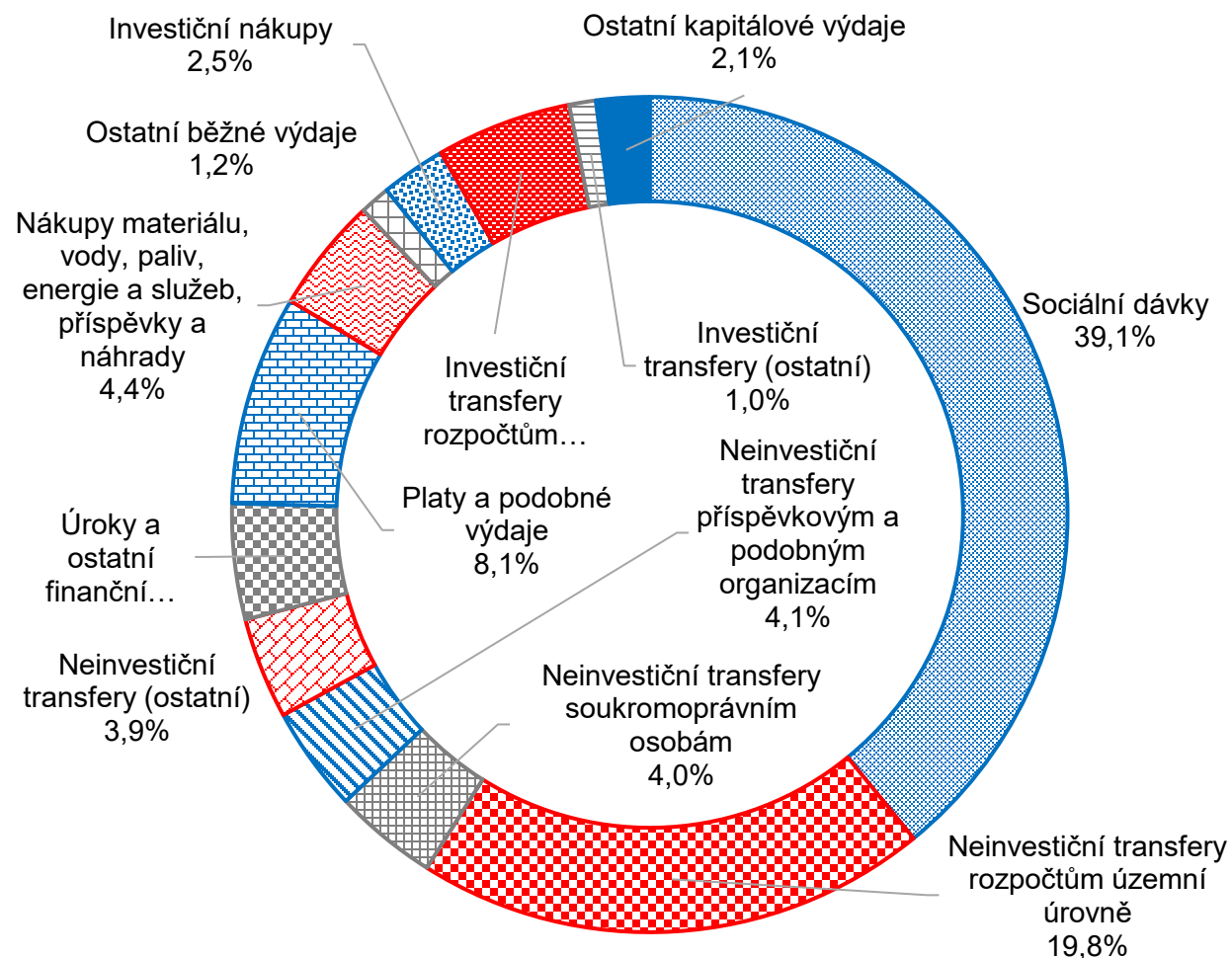
S.13 SEKTOR VLÁDNÍCH INSTITUCÍ

Státní rozpočet v roce 2026

PŘÍJMY

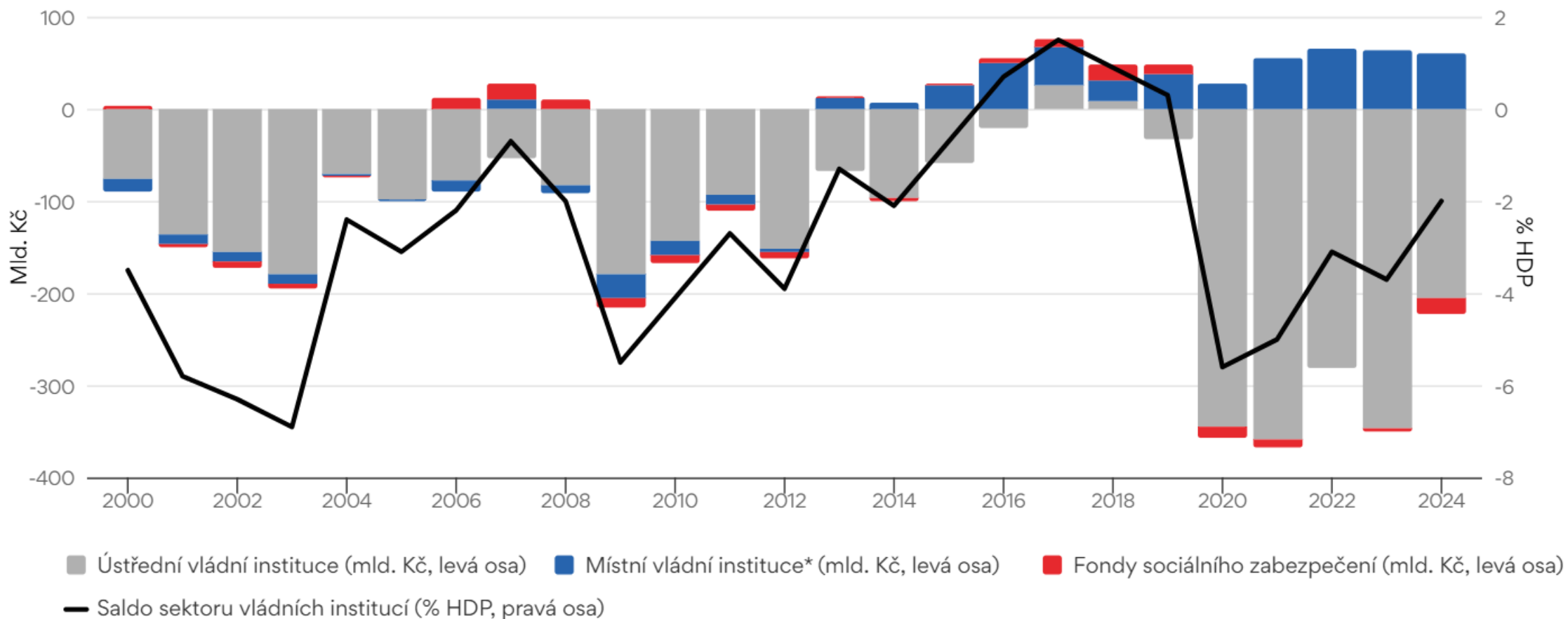


VÝDAJE

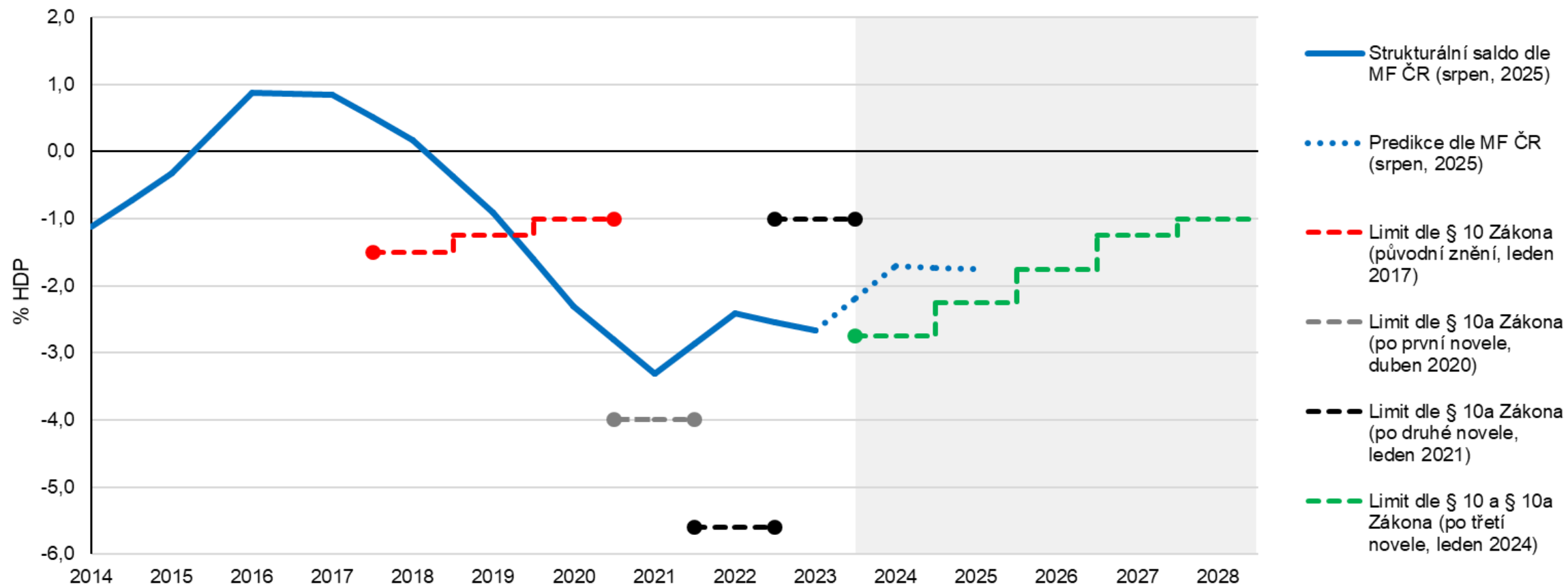


Kritérium deficitu

Saldo hospodaření veřejných rozpočtů (sektoru vládních institucí)



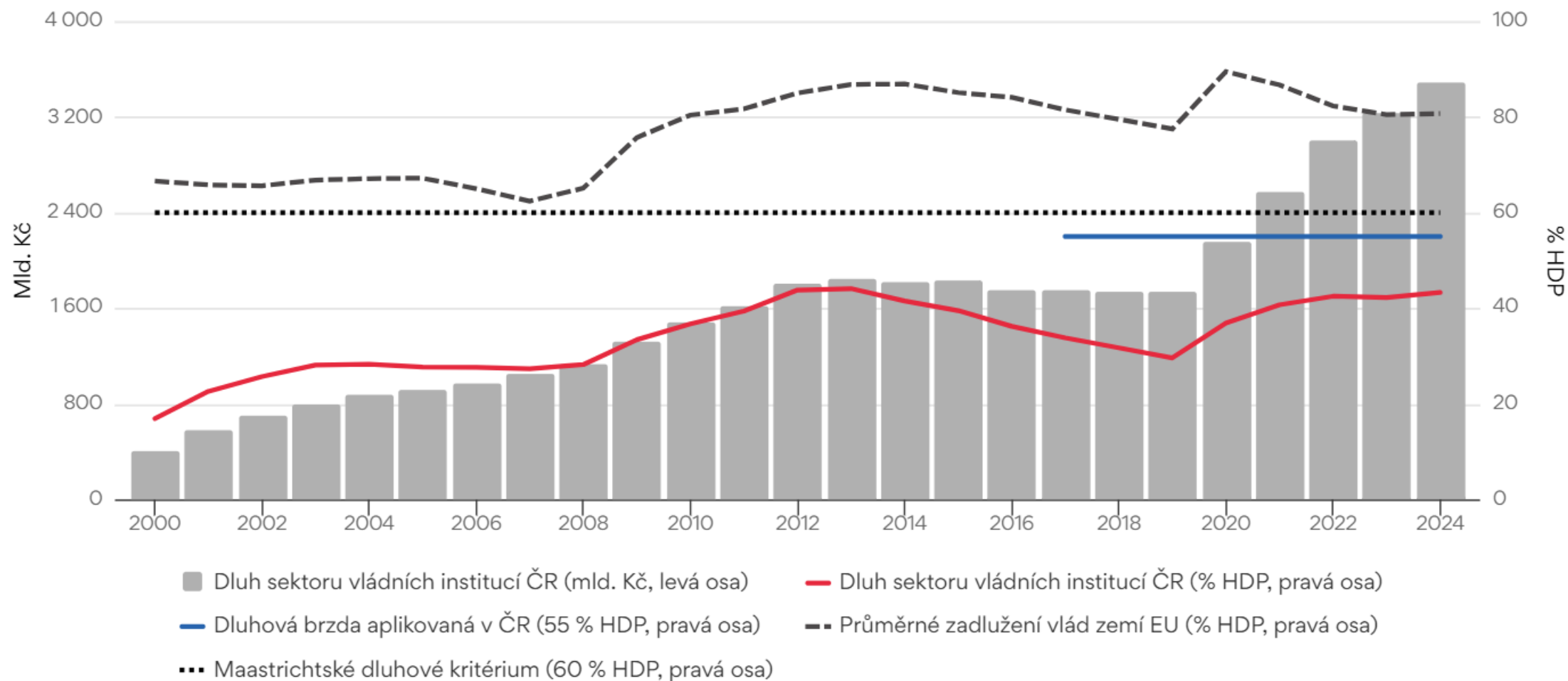
Konsolidační úsilí (Zákon 23/2017 Sb.)



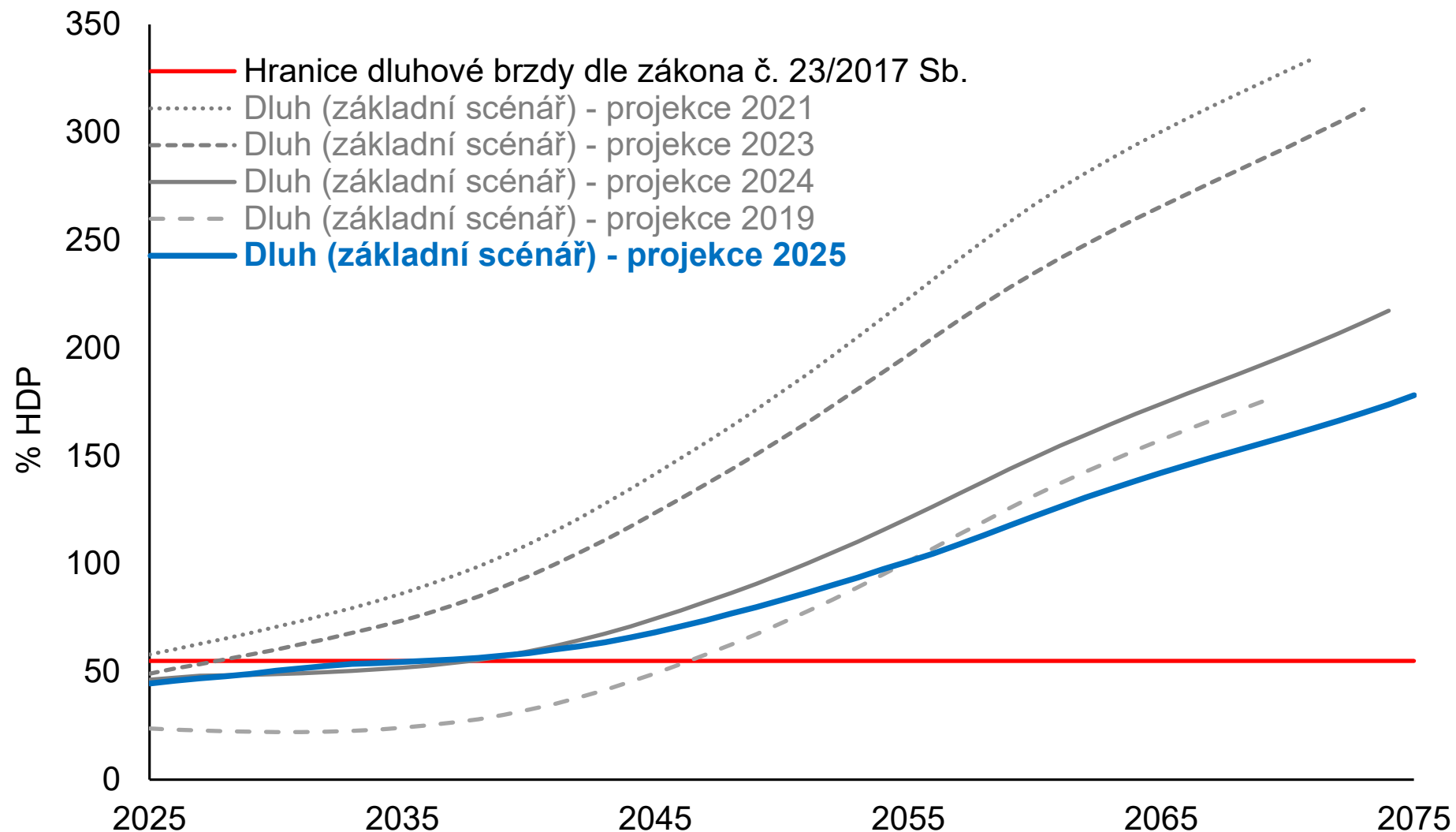
Strukturální saldo = cyklicky očištěné saldo – jednorázové (přechodné) operace

Kritérium dluhu

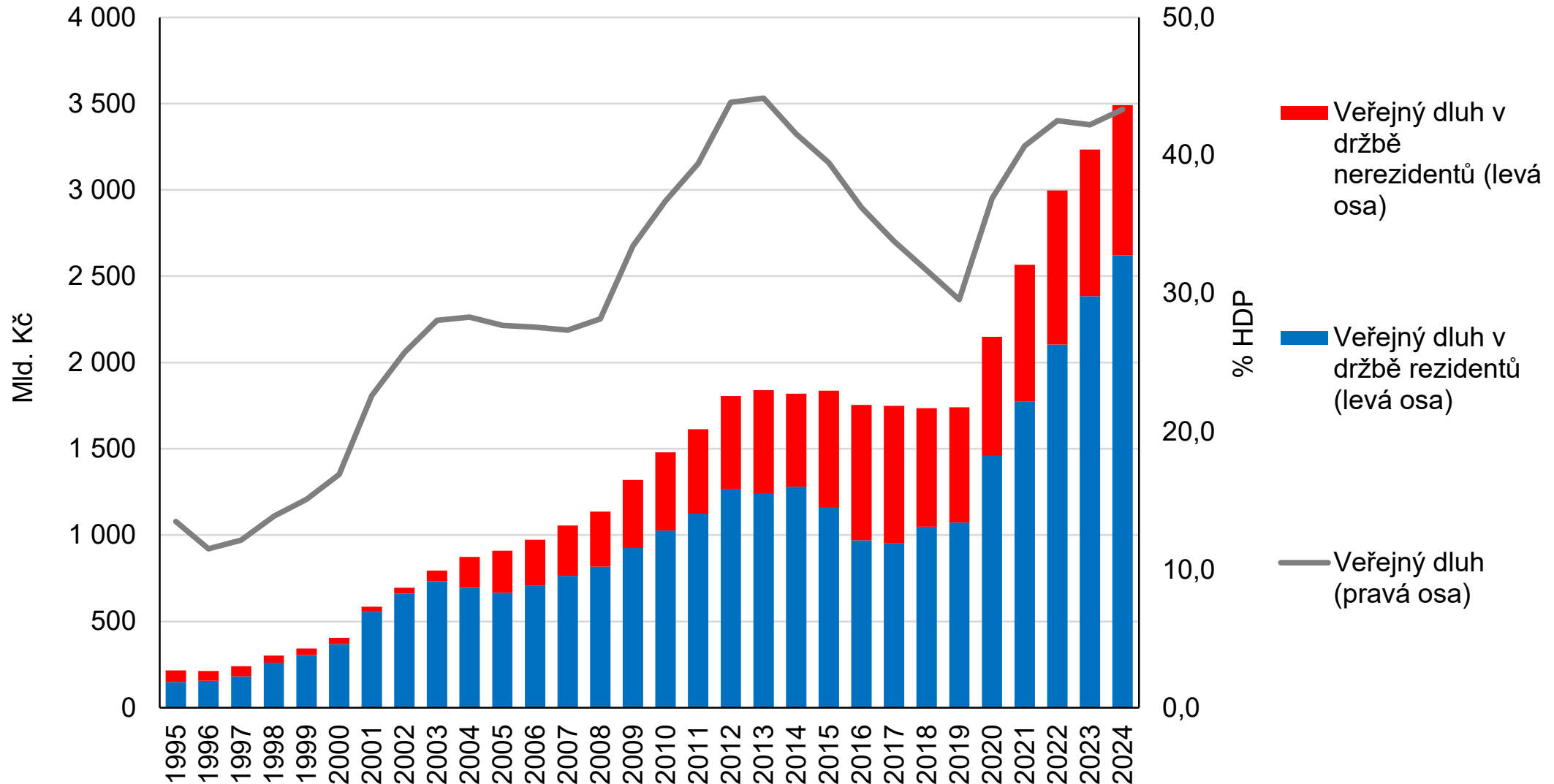
Saldo hospodaření veřejných rozpočtů (sektoru vládních institucí)



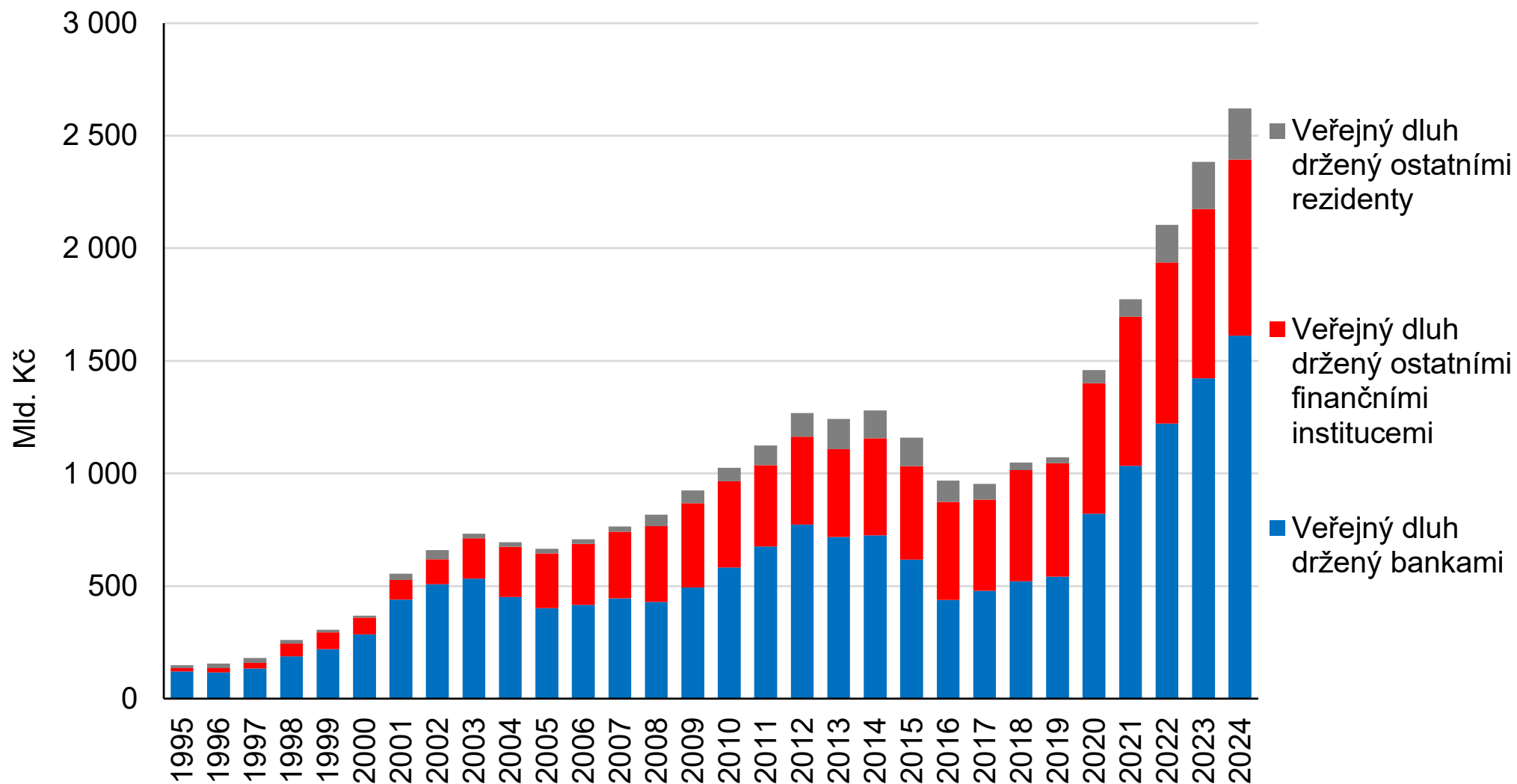
Prolomení dluhové brzdy v roce 2037!



Kdo drží český dluh?



Kdo drží český dluh?

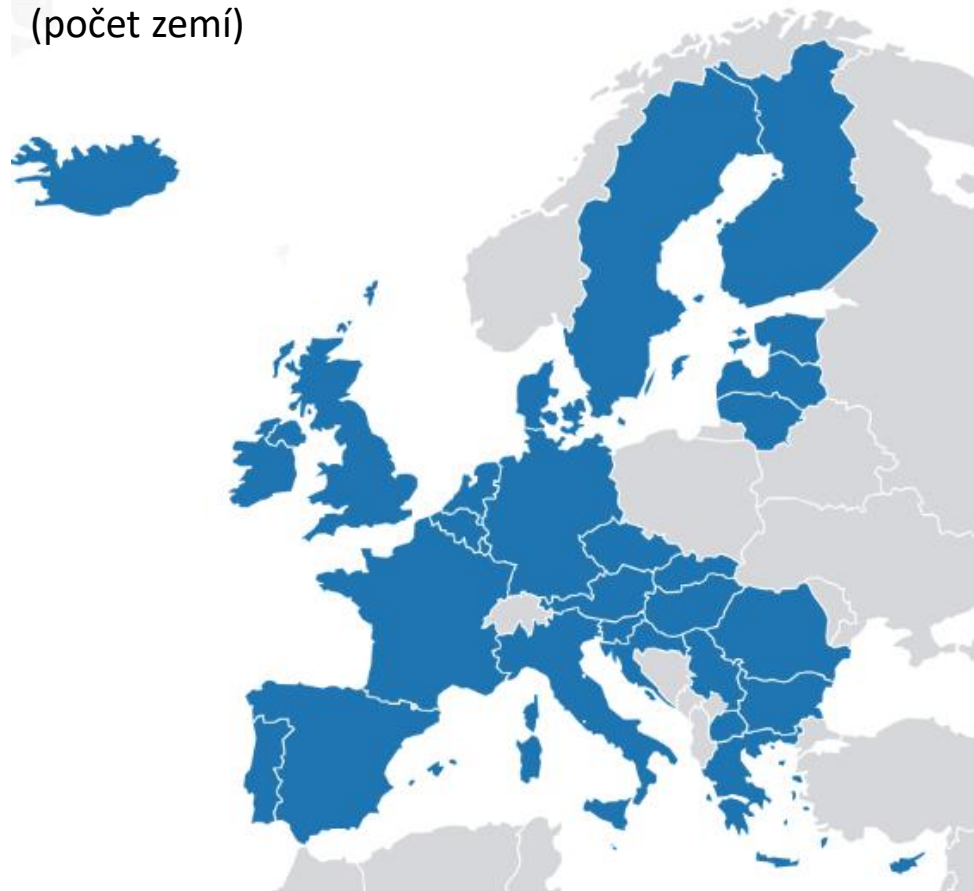




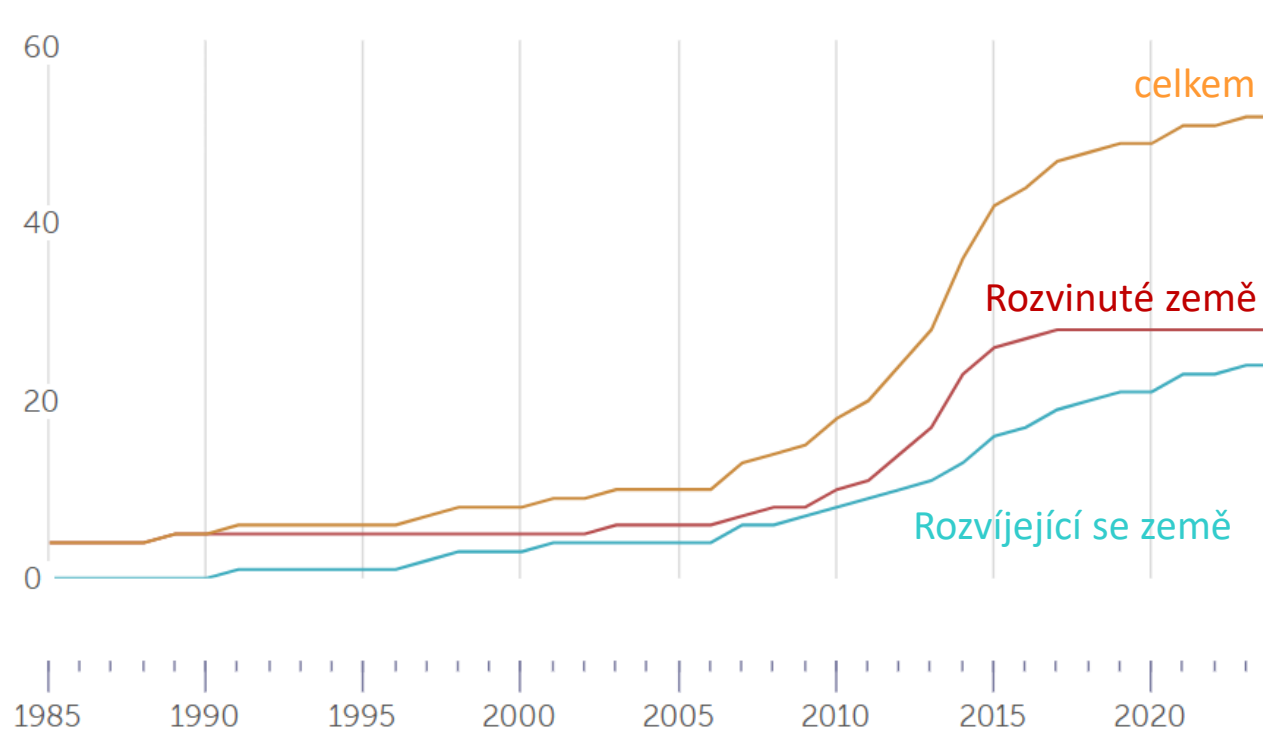
7. ROLE NÁRODNÍ ROZPOČTOVÉ RADY

Nezávislé fiskální instituce zřízeny v celé EU

Fiskální rady v Evropě
(počet zemí)



Fiskální rady ve světě
(počet zemí)



Úlohou Národní rozpočtové rady **JE:**

Národní rozpočtová rada je nezávislý orgán, který **hlídá, hodnotí a vysvětluje stav veřejných financí tak, aby se Česko nezadlužovalo neudržitelným způsobem.** NRR zejména provádí:

1. Hodnocení dlouhodobé udržitelnosti veřejných financí

- NRR pravidelně posuzuje, zda jsou veřejné finance (stát, obce, kraje i další instituce) dlouhodobě udržitelné

2. Kontrolu dodržování fiskálních pravidel

- **dluhová brzda:** 55 % HDP
- **strukturální saldo veřejných financí:** sestupně až k 1 % strukturálního deficitu k HDP v roce 2028 (Zákon 23/2017 Sb.)
- **pravidla pro územní samosprávy (obce a kraje):** dluh by neměl překročit 60 % průměrných příjmů za poslední 4 rok

3. Vydávání stanovisek a zpráv

- zpráva o dlouhodobé udržitelnosti veřejných financí
- stanoviska k návrhu státního rozpočtu a k vývoji hospodaření sektoru veřejných institucí a k nastavení fiskální a rozpočtové politiky
- pravidelné analýzy fiskální politik

Úlohou Národní rozpočtové rady **NENÍ:**

Národní rozpočtová rada by neměla **rozhodovat, politizovat ani vykonávat**, ale pouze **nezávisle a odborně hodnotit stav veřejných financí a upozorňovat na rizika jeho vývoje**. NRR:

1. Nemá rozhodovat o fiskální politice

- NRR není vláda ani ministerstvo financí

2. Nemá nahrazovat demokratickou politiku

- Fiskální politika je výsledkem politického rozhodování vzešlého z voleb

3. Nesmí být politicky angažovaná

- Nezávislost je její hlavní kapitál, nesmí podporovat konkrétní politické strany či „sympatizující“ vládu

Literatura:

Borio, C. – Farag, M., – Zampolli, F. (2023): Tackling the Fiscal Policy-Financial Stability Nexus. BIS Working Papers, 1090, April.

Ghosh, A. – Kim, J. – Mendoza, E. – Ostry, J. – Qureshi, M. (2013). Fiscal fatigue, fiscal space and debt sustainability in advanced economies. Economic Journal, 123(566), February.

Komárková, Z. – Dingová, V. – Komárek, L. (2013): [Fiskální udržitelnost a finanční stabilita](#). Zpráva o finanční stabilitě 2012/13. Česká národní banka.

Zampoli, F. (2026): Financial stability limits on fiscal space. BIS Working Papers No 1339.

Národní rozpočtová rada (2025). Zpráva o dlouhodobé udržitelnosti veřejných financí.

Děkuji za pozornost...



Prof. Luboš Komárek

Člen Národní rozpočtové rady
Institut ekonomických studií, FSV UK Praha

lubos.komarek@unrr.cz

[linkedin.com/in/lubos-komarek-2237886](https://www.linkedin.com/in/lubos-komarek-2237886)

Autor děkuje za cenné diskuse Ondřejovi Šímovi (NRR), Martinu Kábrtovi (MF ČR) a Zlatuši Komárkové (ČNB).