

Průvodce světem veřejného dluhu

WWW.ROZPOCTOVRADAA.CZ



Petr Musil, Daniel Bárta

Obsah

NENÍ DLUH JAKO DLUH, ANEB JE ČAS DO TOHO VNÉST SVĚTLO	3
1 STÁTNÍ DLUH VS. VEŘEJNÝ DLUH. V ČEM JE ROZDÍL?	4
2 JAK ČÍST DATA O DLUHU	5
3 DLUŽÍME HODNĚ, NEBO MÁME REZERVU?	6
3.1 STÁTNÍ BANKROT.....	6
BOX 1 MĚNOVÁ REFORMA V ČESKOSLOVENSKU	6
4 KDO DRŽÍ ČESKÝ STÁTNÍ (A VEŘEJNÝ) DLUH?	7
4.1 V JAKÉ MĚNĚ JE ČESKÝ VEŘEJNÝ DLUH VYTVÁŘEN?	9
5 DEFICIT SE NEPROPISUJE DO DLUHU JEDNA K JEDNÉ.....	10
BOX 2 DLUHOVÁ PAST.....	10
6 PŘÍBĚH ČESKÉHO VEŘEJNÉHO DLUHU	12
BOX 3 PROČ NOMINÁLNÍ DLUH MEZI LETY 2013 A 2019 KLESAL?	13
SLOVNÍČEK POJMŮ	14



červenec 2024



Petr Musil, člen NRR
Daniel Bárta, ekonomický analytik NRR



Úřad Národní rozpočtové rady,
Holečkova 31, 150 00 Praha 5



podatelna@unrr.cz

Není dluh jako dluh, aneb je čas do toho vnést světlo

Ve veřejné debatě se čas od času objeví téma státního, případně veřejného dluhu. Diskuse se zpravidla stočí na to, jak je takový dluh vysoký, jak rychle se zvětšuje, v lepším případě i na to, že z hlediska dlouhodobé udržitelnosti veřejných financí je zodpovědné se výší dluhu i jeho dynamikou zabývat.

Jenže jak bývá zvykem, často takové diskuse sklouzávají ke zjednodušování, zkratkovitosti nebo misinterpretaci. Z jedné strany se tak můžeme dozvědět, že výše českého veřejného dluhu je obrovská a blížíme se k bankrotu, abychom pak z jiné strany slyšeli, že jde pouze o planý poplach a zbytečné strašení (například Řeckem).

Proto přicházíme s textem, v němž si klademe za cíl vnést do problematiky veřejného a státního dluhu trochu světla. Podobně jako jsme se o to v oblasti schodkového hospodaření státu snažili v Průvodci světem deficitů veřejných rozpočtů.

Text tohoto průvodce jsme rozdělili do šesti částí. V první řadě odlišíme státní dluh od dluhu veřejného. Navazuje část, ve které ukazujeme, jak údaje o dluhu nejen správně číst, ale i interpretovat. Ve třetí kapitole vysvětlujeme, jak je to s výší dluhu a co se stane, když začne růst příliš rychle. Čtvrtá část odhalí, kdo český veřejný dluh drží, tedy komu vlastně dlužíme. V páté si ukážeme, proč nelze dluh jednoduše chápat jako součet všech předchozích schodků veřejných rozpočtů. A konečně v kapitole č. 6 „odvyprávíme“ příběh českého veřejného dluhu. Vaší pozornosti by neměl uniknout ani slovníček pojmů, který naleznete na konci předkládaného textu. Jeho aktivní používání vám totiž může pomoci s pochopením klíčových termínů, které se v materiálu objevují.

Přejeme příjemné čtení.



Petr Musil,
člen NRR



Daniel Bárta,
ekonomický analytik NRR

1 Státní dluh vs. veřejný dluh. V čem je rozdíl?

V médiích se v souvislosti s veřejnými financemi čas od času skloňuje pojem státní nebo veřejný dluh. Přestože se na první pohled může zdát, že jde o synonyma, mezi státním a veřejným dluhem existuje nezanedbatelný rozdíl. A to nikoli pouze ve velikosti, ale i v definici.

Jako **státní dluh** můžeme označit souhrn závazků České republiky (jako právnické osoby) plynoucí z potřeby financování státního rozpočtu. Tyto závazky vznikají především schodkovým hospodařením státního rozpočtu a zjednodušeně řečeno tak můžeme státní dluh chápat jako objem vydaných státních dluhopisů pro krytí schodků (deficitů) státního rozpočtu za všechny předešlé roky. Do státního dluhu není zařazen dluh dalších jednotek centrální vlády (např. veřejných vysokých škol nebo Správy železnic), územních samospráv (krajů a obcí), mimorozpočtových fondů ani zdravotních pojišťoven. Do státního dluhu nevstupují ani státní záruky, a to ani v případě kdy je zřejmé, že původní dlužník není schopen dostát svým dluhům.

Státní dluh je tvořen:

- a) nominálními hodnotami státem vydaných dluhopisů,
- b) nominálními hodnotami státem přijatých půjček a úvěrů.

Naproti tomu **dluh sektoru vládních institucí** (zkráceně vládní dluh nebo též lidově **veřejný dluh**) je kategorie širší. Veřejný dluh získáme jako souhrn závazků veškerých vládních institucí a to tak, že ke státnímu dluhu přičteme ještě závazky dalších jednotek centrální vlády, územních samospráv, zdravotních pojišťoven a mimorozpočtových fondů (všechny instituce spadající do sektoru vládních institucí jsme si vymezili již v Průvodci světem deficitů veřejných rozpočtů¹). Státní dluh je tedy podmnožinou dluhu veřejného, leč naprosto dominantní, v tuto chvíli tvoří zhruba 96 % veřejného dluhu ČR. Dodejme, že právě veřejný dluh je klíčový z hlediska mezinárodní srovnatelnosti a jeho výše je jedním z tzv. maastrichtských kritérií. Proto je dluh sektoru vládních institucí (veřejný dluh) též někdy označován jako „**maastrichtský dluh**“.

Klíčovým rozdílem mezi státním dluhem a maastrichtským dluhem je vymezení závazků započítávaných do dluhu, kdy do maastrichtského dluhu jsou například započítávány i realizované garance dané vládou.

Součástí dluhu sektoru vládních institucí jsou pak zejména tyto instrumenty (závazky):

- a) emitované dluhopisy: krátkodobé, střednědobé a dlouhodobé dluhové cenné papíry emitované všemi institucemi sektoru vládních institucí,
- b) přijaté úvěry: úvěry přijaté všemi institucemi sektoru vládních institucí, včetně vyvolaných garancí a záruk daných těmito institucemi.

Zároveň je potřeba zmínit, že maastrichtský dluh vyjadřuje závazky sektoru vládních institucí vůči ostatním sektorům v ekonomice. Maastrichtský dluh je tak na rozdíl od státního dluhu konsolidován. Jeho výše je snižována např. o držbu státních dluhopisů ostatními jednotkami sektoru vládních institucí (územními samosprávami).

S existencí dluhu se neodmyslitelně pojí i jisté náklady. Veřejné instituce si totiž nepůjčují zadarmo. Nejvýznamnějším nákladem dluhu jsou úroky a poplatky, které veřejné instituce musí věřitelům platit. Veškeré náklady vyplývající z veřejného či státního dluhu se označují jako „*obsluha dluhu*“. Důležité je uvědomit si, že obsluha státního dluhu představuje mandatorní (závazný) výdaj státního rozpočtu, který nelze ani legislativní změnou měnit. Na rozdíl od ostatních mandatorních výdajů (např. sociálních) by snížení tohoto výdaje znamenalo ve své podstatě částečný bankrot státu, a proto se s tímto řešením ve vyspělých demokraciích nesetkáváme. Vysoká míra zadlužení a z ní plynoucí náklady na obsluhu dluhu tak mohou značně zatížit veřejné rozpočty a zmenšit fiskální prostor pro ostatní výdaje.

¹ Musil a Bárta (2023): [Průvodce světem deficitů veřejných rozpočtů](#)

2 Jak číst data o dluhu

V této kapitole budeme hovořit o tzv. mastrichtském dluhu, tedy o dluhu sektoru vládních institucí, který je z pohledu mezinárodního srovnání a veřejné debaty o velikosti a dynamice zadlužení tím nejdůležitějším ukazatelem „veřejného“ zadlužení. Jeho výši je možné vyjádřit ve dvou základních variantách.

Absolutní výše dluhu udává celkovou konsolidovanou nominální hodnotu dluhu vyjádřenou v příslušné měně. Jinými slovy se tak jedná o celkovou sumu vybraných závazků, které má sektor vládních institucí vůči svým věřitelům. Na konci roku 2021 to bylo 2 567 mld. Kč, o rok později již 2 998 mld. Kč (viz tabulka 1). Například v roce 2022 tak vzrostl český mastrichtský dluh o 431 mld. Kč (o 6,1 p. b. HDP). Absolutní mastrichtské zadlužení ČR bylo ke konci roku 2023 na úrovni 3 228 miliard korun. To udává přesný objem vybraných závazků sektoru vládních institucí.

Tabulka 1 Absolutní mastrichtský dluh ČR 2021–2023

	2021	2022	2023
Absolutní mastrichtský dluh	2 567 mld. Kč	2 998 mld. Kč	3 228 mld. Kč
Zvýšení absolutního dluhu*		o 431 mld. Kč	o 231 mld. Kč
Zvýšení absolutního dluhu**		o 6,1 p. b. HDP	o 3,0 p. b. HDP

Zdroj: ČSÚ (2024); výpočty NRR.

Pozn.: * počítáno jako absolutní přírůstek mezi dvěma obdobími, tj. např. 2 998 – 2 567 = 431 mld. Kč. ** počítáno stejným způsobem, tedy jako absolutní přírůstek (jen vyjádřeno v % HDP), tj. např. 431 mld. Kč je ekvivalentem 6,1 % HDP roku 2022.

Uvedený ukazatel sice poskytuje informaci o tom, jak velké je zadlužení vládního sektoru, na druhou stranu absolutní částkou vyjádřená hodnota zadlužení vůbec neobsahuje informaci, jak velké je toto zadlužení v kontextu velikosti ekonomiky země. Pokud tedy dluh nevztáhneme k ekonomické výkonnosti země, je obtížné takový údaj jakkoliv interpretovat. Je totiž zásadní rozdíl, pokud by takovéto zadlužení příslušelo zemi, jejíž nominální roční HDP dosahuje 7 000 miliard korun (v případě Česka) nebo 96 000 miliard korun (v případě Německa).

Proto se častěji využívá vyjádření dluhu vzhledem k HDP dané země a uvádí se v procentech. Tomuto ukazateli se říká **relativní (míra) zadlužení** nebo také **dluhová kvóta**. Pokud na konci roku 2023 dosáhl veřejný dluh 3 228 mld. Kč a nominální HDP Česka bylo 7 619 mld. Kč, pak:

$$\text{relativní zadlužení} = \frac{\text{absolutní dluh}}{\text{nominální HDP}} = \frac{3\,228 \text{ mld.}}{7\,619 \text{ mld.}} = 42,4 \% \text{ HDP} \quad (1)$$

Takový ukazatel umožňuje vyjádřit zadlužení sektoru vládních institucí v kontextu výkonnosti své ekonomiky, a umožňuje tak relevantní mezinárodní srovnání zemí podle míry zadlužení jejich vládních sektorů.

V letech 2022 a 2023 byly změny relativního zadlužení silně tlumeny vysokou mírou inflace, která zvyšovala nominální HDP. Srovnáme v těchto letech nárůst absolutního dluhu (v mld. Kč) a změnu relativního zadlužení (v p. b. HDP). V roce 2022 vysoký růst nominálního HDP tlumil růst dluhové kvóty (relativní zadlužení tak nevzrostlo o 6,1 p. b. HDP, ale jen o 1,8 p. b. HDP), v roce 2023 dokonce nastal mírný pokles relativního zadlužení (místo nárůstu o 3,0 p. b. HDP nastal pokles o 0,1 p. b. HDP), viz tabulku 2.

Tabulka 2: Relativní mastrichtské zadlužení ČR 2021–2023

	2021	2022	2023
Relativní mastrichtské zadlužení	40,7 % HDP	42,5 % HDP	42,4 % HDP
Změna relativního zadlužení		o 1,8 p. b.	o - 0,1 p. b.

Zdroj: ČSÚ (2024); výpočty NRR.

Pozn.: Změna poměru dluhu k HDP např. mezi lety 2022 a 2021 se spočítá: 42,5 – 40,7 = 1,8.

Oproti roku 2019 je však relativní zadlužení vládního sektoru ČR v roce 2023 vyšší o 12 p. b. HDP (z 30 % HDP na 42 % HDP). Průměrné zadlužení zemí EU zaznamenalo za stejné období růst dluhové kvóty pouze o 4 p. b. HDP (ze 78 % HDP na 82 % HDP).

3 Dlužíme hodně, nebo máme rezervu?

Téměř vždy, když přijde řeč na velikost veřejného dluhu, řeší se jeho výše. Již víme, že nemá smysl hodnotit jeho absolutní velikost, nýbrž poměr dluhu k HDP dané země. Ale ani tento pohled na veřejné zadlužení debatu o udržitelné velikosti dluhu příliš neusnadňuje. V éteru často zaznívají názory, že český veřejný dluh je poměrně nízký a že si Česko ještě další nárůst dluhu může dovolit.

Bývají při tom používány dva typy argumentů: 1) evropská fiskální pravidla dovolují veřejný dluh ve výši 60 % HDP; 2) řada ekonomicky mnohem vyspělejších zemí má veřejný dluh ještě výrazně vyšší než Česko. Obojí argumentace přispívá k vytváření mylného dojmu, že existuje jediná univerzálně platná hranice ještě bezpečného zadlužení.

Jenže nic takového neexistuje. Jediným kritériem pro udržitelnou výši veřejného dluhu je důvěra věřitelů. Abychom však nemuseli čekat na pomyslný tržní test věřiteli, nastavili jsme si maximální přípustnou hranici veřejného dluhu. Zmíněný 60% poměr dluhu k HDP se týká členských zemí Evropské unie, české dluhové pravidlo je ještě o něco přísnější. Zákon o pravidlech rozpočtové odpovědnosti (23/2017 Sb.) definuje takzvanou dluhovou brzdu na 55 % HDP. Obě hranice ovšem plní funkci jen jakéhosi dluhového nárazníku, hlavní slovo mají skutečně věřitelé.

Známe totiž několik příkladů z nedávné historie, kdy se jako neudržitelný projevil veřejný dluh, který byl na výrazně nižší úrovni, než má aktuálně Česká republika. Na druhé straně máme mnoho zemí, které zůstávají fiskálně stabilní i při mnohem vyšším zadlužení.

Mezi nejznámější příklady států, které se ocitly na pokraji státního bankrotu, patří Řecko nebo Argentina. Zatímco řecký veřejný dluh v době nejhlubší krize (kolem roku 2015) osciloval okolo 180 % HDP, Argentina se do neřešitelných problémů dostala na počátku tohoto století už při veřejném dluhu mírně převyšujícím 50 % HDP.

Málokdo ovšem zná příběh Lotyšska, který je ještě daleko více alarmující. Malá pobaltská země se v roce 2009 vyhnula státnímu bankrotu jen za cenu drakonických rozpočtových škrťů, a to při veřejném dluhu kolem 37 % HDP. Právě na Lotyšsku můžeme ukázat, že nesrovnatelně důležitější než stávající míra zadlužení, je tempo jejího růstu. Lotyšský veřejný dluh dosahoval ještě v roce 2007 velmi nízkých 8,4 % HDP. Jenže o rok později činil už 18,5 % a mezi lety 2007 a 2009 v poměru k HDP vzrostl téměř 4,5krát na již zmíněných 37 %. Naopak státy jako Japonsko, USA nebo Belgie jsou schopny bez vážnějších problémů fungovat i při veřejném dluhu, který přesahuje 100 % jejich HDP.

3.1 Státní bankrot

Pod pojmem státní bankrot si mnoho lidí představí úředníky, kteří zabavují státní majetek za účelem jeho prodeje a uspokojení věřitelů. Takto probíhá bankrot na úrovni exekuce osobního majetku. V případě státu se přesněji než o bankrotu hovoří o restrukturalizaci státního či veřejného dluhu. Co to v praxi znamená? Finanční trhy nejsou ochotny vládě za rozumnou úrokovou míru půjčit a ta tak nemá dostatek peněz, aby dokázala hradit své závazky (například splátky úroků z již existujícího dluhu). V takovém případě vláda obvykle požádá o finanční výpomoc některou z mezinárodních finančních institucí, jež jsou ochotny vládě půjčit, navíc za výhodnější úrokovou sazbu než trh. Zpravidla se jedná o Mezinárodní měnový fond. Ten pomoc uvolní, ovšem jen za velmi striktních podmínek spočívajících v zavedení reformy, které mají za cíl do budoucna výrazně zlepšit hospodaření vládních institucí. V případě Lotyšska šlo například o nominální snížení penzí o 10 %, u pracujících důchodců dokonce o 70 % nebo o snížení nominálních platů zaměstnanců veřejného sektoru o 20 %. Na příjmové straně lotyšská vláda zvýšila zdanění majetku a kapitálu nebo snížila základní daňové slevy o 10 %. Lotyšsko si těmito opatřeními otevřelo dveře k získání půjčky v rámci záchranného balíčku v objemu 7,5 miliardy eur. Situace země se v dalších letech stabilizovala, lotyšský veřejný dluh kulminoval v roce 2010 na úrovni 47,6 % HDP a poté až do příchodu covidové krize klesal pod 37 % HDP.

Box 1 Měnová reforma v Československu

Za příklad státního bankrotu bývá dáována také měnová reforma v Československu, která byla spuštěna 1. června 1953. Přesnější by ale bylo hovořit o bankrotu československého státu. Jeho ekonomika byla tehdy vládnoucí komunistickou stranou budována jako centrálně plánovaná, což s sebou přinášelo řadu problémů (černý trh, nedostatek zboží a služeb...).

Obyvatelstvu se hromadily „úspory“, protože peníze nebylo de facto za co utrácet. Pod vlivem obav z poválečné inflace byla velká část úspor domácností blokována na takzvaných vázaných bankovních vkladech, a to již od podzimu 1945. Ty zůstaly zablokovány až do roku 1953, kdy byly při měnové reformě bez náhrady zrušeny.

Počínaje 1. červnem se vklady fyzických osob u peněžních ústavů do 5 tisíc korun měnily v poměru 5:1, vklady do 20 tisíc v poměru 10:1, do 50 tisíc v poměru 25:1, vklady vyšší pak v poměru 30:1. Vklady složené na vkladní knížky po 16. květnu se pak přepočítaly v poměru 50:1.

Zcela zrušeny bez náhrady byly i závazky ze státních dluhopisů a dluhopisů finančních institucí (které v té době již vlastnil stát) vydaných po roce 1945. Stát rovněž anuloval své závazky vůči domácímu obyvatelstvu, zrušeny byly také životní pojistky. Odhaduje se, že na vázaných vkladech bylo ke konci roku 1952 skoro 100 miliard korun, z nichž téměř 80 miliard náleželo fyzickým osobám. Měnová reforma z roku 1953 bývá někdy označována jako loupež století, protože se jednalo o největší přerozdělení bohatství v historii Československa. Jednalo se taktéž o bankrot ekonomiky.

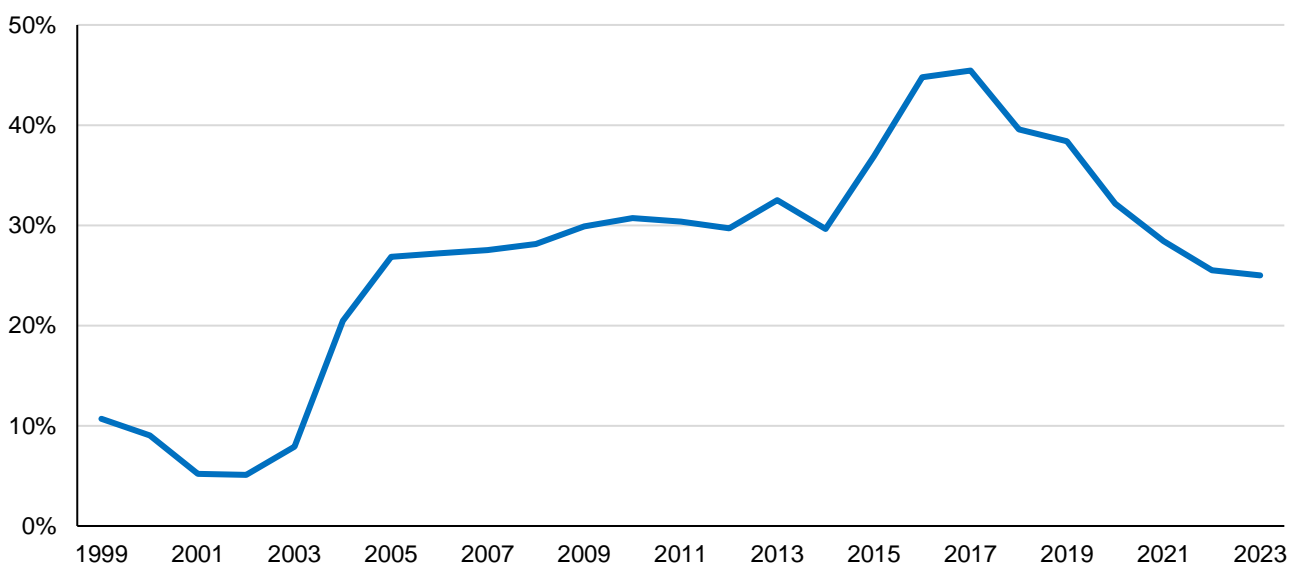
4 Kdo drží český veřejný dluh?

Z fiskálního i makroekonomického hlediska je podstatné také to, které subjekty nakupují a drží státní dluhové cenné papíry. Držitele veřejného dluhu lze v prvním kroku rozdělit na **domácí subjekty** a **zahraniční subjekty** (rezidenty a nerezidenty). To je důležité především proto, že u nerezidentů je vyšší pravděpodobnost výprodeje českých státních dluhopisů v případě zvýšené averze k riziku na finančních trzích. Z vysokého podílu dluhu drženého nerezidenty pak vyplývají i další rizika: chování nerezidentů bývá obvykle méně předvídatelné, a tudíž pro financování dluhu více nebezpečné. V případě externího šoku na světových trzích, který by vyvolal výprodej domácího dluhu zahraničními investory, by mohla být ohrožena i stabilita měnového kurzu.

Podíl veřejného dluhu drženého nerezidenty se od roku 1999 do roku 2003 pohyboval velmi nízko a v průměru za toto období dosahoval 8 % na celkovém dluhu. Po vstupu do EU dluh držený nerezidenty silně narostl a na konci roku 2005, tedy zhruba rok a půl po vstupu do EU, činil jeho podíl na celkovém dluhu již více než 27 % (graf 1).

Od roku 2015 opět docházelo k výraznému nárůstu veřejného dluhu drženého nerezidenty. Podíl nerezidentů na držbě veřejného dluhu kulminoval v roce 2017, kdy přes 45 % veřejného dluhu České republiky bylo drženo právě nerezidenty. Zahraniční investoři jeví o české státní dluhopisy zájem především v důsledku spekulace na posílení koruny v očekávání ukončení kurzového závazku České národní banky (k tomuto ukončení došlo v dubnu 2017).

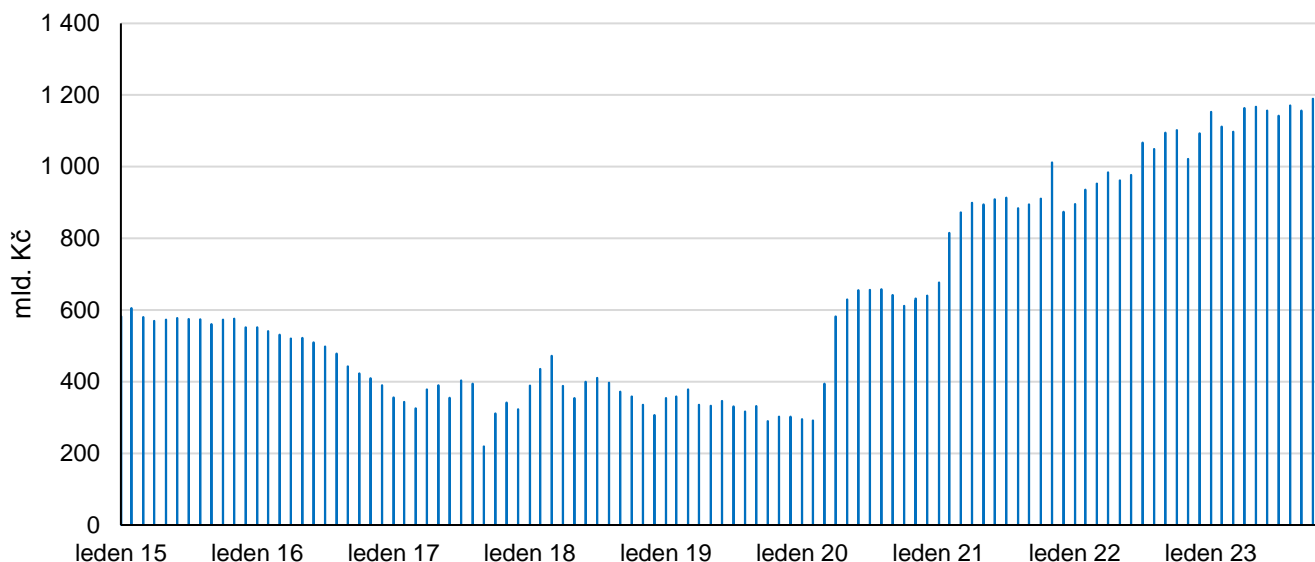
Graf 1 Podíl veřejného dluhu v držení nerezidentů v letech 1999–2023



Zdroj: ČNB (2023); výpočty NRR.

Zásadní změnu ve struktuře držby veřejného dluhu přineslo období pandemie COVID-19. Vysoký nárůst výpůjční potřeby od roku 2020 je absorbován především sektorem rezidentů, zejména pak domácím bankovním sektorem². Mezi únorem 2020 a listopadem 2023 došlo k nárůstu státních dluhopisů v držbě domácích bank přibližně o 900 mld. Kč (graf 2). Podíl státních dluhopisů v držbě domácích bank se za stejné období zvýšil z 21 % na 41 %. Na konci roku 2023 činil podíl státních dluhopisů na celkových aktivech v rozvahách domácích bank 15 %.

Graf 2 Státní dluhopisy držené domácími bankami v letech 2015–2023



Zdroj: MF ČR (2023); výpočty NRR.

Současná struktura držby státních dluhopisů dle držitelů vypadá následovně: Největším držitelem státních dluhopisů jsou domácí banky, které k listopadu³ roku 2023 držely 41 % českých státních dluhopisů. Druhou příčku zaujímá sektor nerezidentů, který držel 28 % českých státních dluhopisů – jedná se zejména o investory ze Spojeného království a Lucemburska. Ostatní subjekty finančního trhu (penzijní fondy, pojišťovny a investiční fondy) drží přibližně 25 % podíl českých státních dluhopisů, sektor domácností pak přibližně 4 %. Zanedbatelnou část státních dluhopisů drží ostatní vládní instituce (např. samosprávy) nebo veřejné nefinanční podniky.

Tabulka 3 Podíl jednotlivých (sub)sektorů na držbě státních dluhopisů ke konci roku 2016 a ke konci roku 2023*

	2016	2023*
Domácí subjekty	68 %	72 %
z toho		
banky	29 %	41 %
penzijní fondy	19 %	14 %
pojišťovací společnosti	10 %	6 %
investiční fondy	3 %	5 %
domácnosti	3 %	4 %
vládní instituce	3 %	1 %
veřejné nefinanční podniky	1 %	1 %
Nerezidenti	32 %	28 %
CELKEM	100 %	100 %

Zdroj: MF ČR (2023); výpočty NRR.

Pozn.: *listopad 2023.

² Ačkoliv se využívá termín „domácí“ bankovní sektor, ten je v ČR dominantně pod kontrolou svých zahraničních mateřských společností.

³ Údaje za listopad 2023 jsou v textu prezentovány kvůli tomu, že v prosinci 2023 se z důvodu technických záležitostí udály změny s přímým dopadem na vykazovanou statistiku. Šlo o převody státních dluhopisů v rámci finančního zajištění u vybraných finančních skupin mezi českými dcerami a zahraničními matkami bez dopadu na ekonomické vlastnictví, které zůstalo i nadále v původním domácím bankovním sektoru.

4.1 V jaké měně je český veřejný dluh vytvářen?

Při pohledu na držitele dluhu (na rezidenty a nerezidenty) neřešíme, v jaké měně je dluh denominován, a tedy splácen. Jde pouze o to, kdo tento dluh drží. Veřejný (a státní) dluh se ale může dělit i podle toho, ve které měně závazek vzniká.

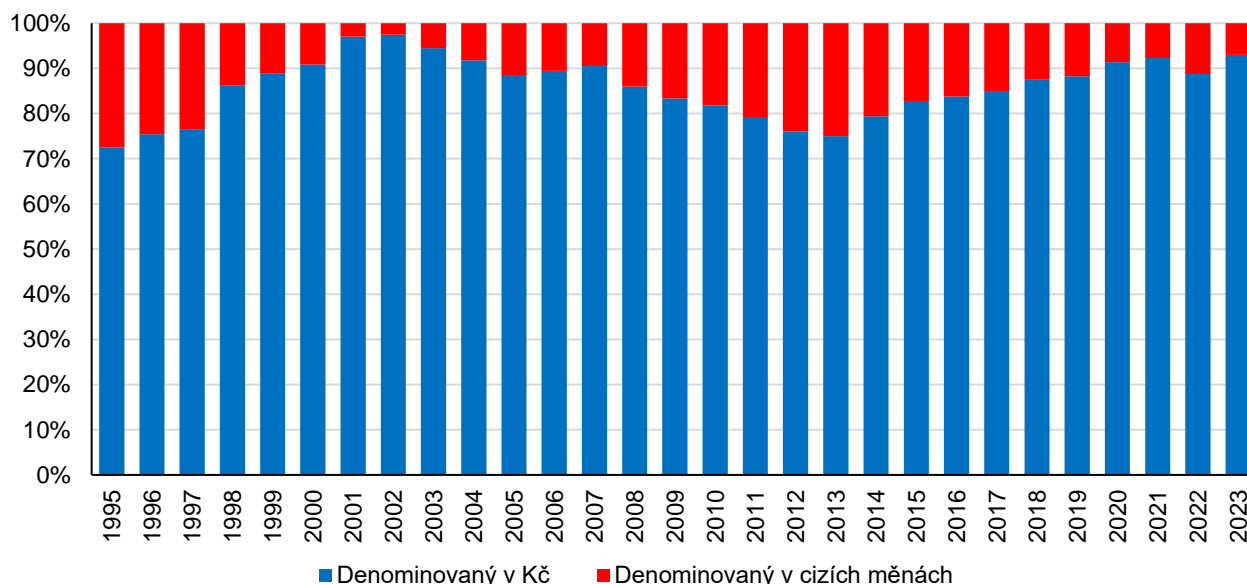
Veřejný dluh tak lze rozdělit na **domácí** a **zahraniční dluh**. Do domácího dluhu jsou zahrnovány dluhopisy vydané na domácím trhu denominované v domácí měně, naopak zahraniční dluh se skládá z dluhopisů vydaných na zahraničních trzích denominovaných v cizích měnách. Do zahraničního dluhu patří také přijaté úvěry od Evropské investiční banky či jiných mezinárodních institucí (standardně jsou totiž přijímány v eurech).

Emise dluhopisů v zahraniční měně může přinášet své výhody především transformujícím se ekonomikám, které nedokáží pokrýt potřeby financování prostřednictvím domácího trhu. Zároveň je však se zahraničním dluhem spojené měnové riziko. Úroky ze zahraničního dluhu je nutné splácet v cizí měně a při oslabení domácí měny dochází k růstu korunové hodnoty dluhu i placených úroků.

Odstrašujícím příkladem je Maďarsko na začátku nového tisíciletí. Z důvodu rozvolněné fiskální politiky vlády byla centrální banka nucena držet vysoké úrokové sazby, což vedlo domácnosti (ale i vládu) k zadlužování se za nižší úrokové sazby v zahraničních měnách (především v eurech a švýcarských francích). Po propuknutí finanční a následně i hospodářské krize začal maďarský forint výrazně oslabovat a zahraniční dluhy (včetně úrokových plateb) se po přepočtu do maďarské měny dramaticky zvýšily. Maďarsko nakonec muselo požádat o stabilizační půjčku Mezinárodní měnový fond.

Vývoj zahraničního dluhu v České republice můžeme opět rozdělit na několik etap. Před rokem 2000 byl podíl zahraničního dluhu velmi významný a dosahoval v průměru přes 20 % veřejného dluhu. Od té doby se nominální hodnota i podíl zahraničního dluhu v čase snižovaly a v roce 2002 již tvořil pouze 2,5 % veřejného dluhu. Po roce 2003 se začal zahraniční dluh se vstupem do EU (1. května 2004) opět zvyšovat a Česká republika začala emitovat dluhopisy také v eurech. Ačkoliv v tomto období byly úrokové sazby ČNB výrazně nižší než sazby ECB, docházelo v tomto období k posilování kurzu koruny vůči euru, což mohlo mít pozitivní vliv na korunovou výši dluhu včetně úrokových plateb. Podíl zahraničního dluhu dosáhl nejvyšší hodnoty 25 % v roce 2013. Od roku 2013, kdy ČNB přistoupila ke kurzovému závazku, se podíl zahraničního dluhu snižuje (7 % veřejného dluhu v roce 2023).

Graf 3 Podíl domácího a zahraničního dluhu na veřejném dluhu ČR v letech 1995–2023



Zdroj: ČNB (2024); výpočty NRR.

5 Deficit se nepropisuje do dluhu jedna k jedné...

Základní a na první pohled logická úvaha v diskusích o vztahu mezi deficitem a dluhem zní, že nasčítáním jednotlivých deficitů (a přebytků) za určité období získáme změnu dluhu za toto období. Jinými slovy, že dluh (jakožto „stavová“ veličina) je výsledkem akumulace jednotlivých sald (jakožto „tokových“ veličin). Takhle jednoduché to bohužel není a empirická data napříč časem a zeměmi tuto domněnku vyvrací. Důvodem je veličina zvaná **SFA** („stock-flow adjustment“), kterou budeme do češtiny překládat jako *přechod mezi saldem a dluhem*.

Box 2 Dluhová past

Jaký je tedy vztah mezi saldem hospodaření veřejných financí a dluhem? Odpovědí je rovnice dluhové dynamiky. Již víme, že dynamiku dluhu lze jednoduše vyjádřit jako:

$$DLUH_t = DLUH_{t-1} + DEFICIT \text{ HOSPODAŘENÍ VEŘEJNÝCH ROZPOČTŮ}_t + SFA_t, \quad (B2.1)$$

tj. deficitní hospodaření (za jinak stejných okolností) dluh navyšuje a přebytkové hospodaření s minusem (za jinak stejných okolností) dluh snižuje.

Výše uvedenou rovnici lze upravit tak, že celkový deficit rozložíme na dvě části: primární deficit a úroky placené na obsluhu veřejného dluhu⁴:

$$DLUH_t = DLUH_{t-1} + PRIMÁRNÍ DEFICIT VEŘEJNÝCH ROZPOČTŮ_t + ÚROKOVÉ NÁKLADY_t + SFA_t \quad (B2.2)$$

Všechny členy rovnice lze vydělit nominálním HDP (následně budeme takto upravené veličiny psát malým písmem) a zároveň rovnici upravit do tvaru, kterému se říká *základní rovnice dluhové dynamiky*:

$$dluh_t = dluh_{t-1} * \frac{1+i}{1+g_t} + primární deficit_t + sfa_t \quad (B2.3)$$

Tato rovnice přehledně popisuje, jak jednotlivé veličiny působí na vývoj dluhu v čase:

- $dluh_t$ a $dluh_{t-1}$ je relativní zadlužení sektoru vládních institucí v roce t a $t-1$ v poměru k HDP,
- i je (efektivní) nominální úroková míra placená z veřejného dluhu
(vyšší úroková míra vede k vyšším úrokovým nákladům na obsluhu dluhu a veřejný dluh zvyšuje),
- g je meziroční tempo růstu nominálního HDP v roce t
(vyšší tempo růstu nominálního HDP – ať již skrze růst reálného HDP či skrze vyšší růst cenové hladiny – velikost dluhu v relativním vyjádření snižuje),
- *primární deficit* sektoru vládních institucí v poměru k HDP v roce t
(primární přebytek za jinak stejných podmínek dluh snižuje a primární deficit dluh zvyšuje, viz též výše),
- *sfa* je „stock-flow adjustment“ v poměru k HDP v roce t
(přechod mezi saldem a dluhem může mít na velikost dluhu vliv negativní i pozitivní, jeho výše může být zanedbatelná, ale též významná; viz dále v textu)

Při posuzování udržitelnosti veřejných financí hraje naprosto zásadní roli vztah mezi (efektivní) nominální úrokovou mírou placenou z dluhu (i) a tempem nominálního růstu HDP (g). Za normálních okolností platí, že úroková míra z dluhu je nižší než tempo růstu nominálního HDP ($i < g$). To značí, že dluh je udržitelný, neboť přírůstek výkonu ekonomiky je vyšší, než je přírůstek dluhu z titulu úrokových plateb. I při deficitním primárním hospodaření nemusí dluhová kvóta růst, naopak může i klesat.

Pokud by však úroková míra z dluhu byla vyšší než tempo růstu nominálního HDP ($i > g$), pak by i při přebytkovém primárním hospodaření mohlo docházet k nárůstu dluhu v poměru k HDP. Tento efekt se proto nazývá jako *dluhová past* a je jedním z hlavních nebezpečí spojených s nárůstem veřejného dluhu. Obecně totiž za běžných tržních podmínek platí, že při vzrůstajícím dluhu poroste i úroková míra (např. kvůli požadavkům držitelů dluhových cenných papírů na vyšší rizikovou prémii). Problém dluhové pasti je spojen s vyšší úrokovou sazbou z veřejného dluhu, než je tempo růstu nominálního HDP ve střednědobém horizontu. Pokud se tak stane pouze jednorázově a krátkodobě (např. během hospodářské krize), o dluhové pasti nelze hovořit.

⁴ Zjednodušeně: pokud je celkový deficit 300 miliard a úrokové náklady činí 50 miliard, pak je primární deficit „pouze“ 250 miliard korun.

Skutečnost, že kvůli SFA není saldo veřejných financí a změna ve výši dluhu v přímém vztahu, příliš neodpovídá vnímání obou ukazatelů ze strany veřejnosti. Při deficitním hospodaření je očekáván růst absolutního dluhu, při přebytkovém hospodaření je naopak očekáván pokles absolutního dluhu. Nicméně pokles absolutního dluhu je možný i v případě deficitu, a naopak přebytkové hospodaření nemusí znamenat pokles absolutního dluhu.

I při přebytkovém hospodaření může docházet k dodatečným emisím vládních dluhopisů (a tím i k nárůstu dluhu) například v důsledku příznivých podmínek na finančních trzích nebo kvůli potřebě vytvořit rezervu finančních prostředků na horší časy. Při deficitním hospodaření je sice zřejmé, že existuje potřeba dodatečných prostředků nad rámec celkových příjmů, avšak emise dluhopisů (růst dluhu) není jediným možným řešením. Deficit lze financovat čerpáním dostupných zůstatků na účtech státní pokladny⁵, prodejem státem držených akcií či prodejem jiného státního majetku.

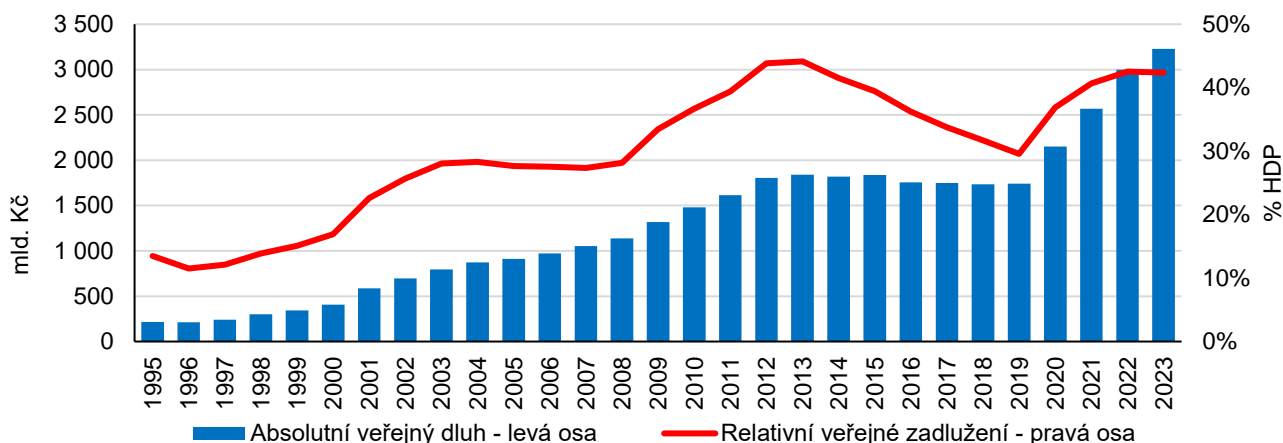
V některých letech je nesoulad mezi saldem a dluhem opravdu výrazný. V roce 2014 dosáhl deficit sektoru vládních institucí 90 mld. Kč. Absolutní dluh však nevzrostl ani o korunu, naopak poklesl, a to o 21 mld. Kč. Deficit a splátky již existujícího dluhu totiž byly pokryty volnými peněžními prostředky na účtech státní pokladny z let minulých. SFA zkrátka hrálo v příběhu českého veřejného dluhu významnou roli, a proto se *přechodu mezi saldem a dluhem* věnujeme i v kapitole 6.

⁵ Část výpůjční potřeby může MF ČR pokrýt využitím kladných zůstatků jiných jednotek vládního sektoru. Ty své prostředky drží na svých účtech u centrální banky. Toto umožňuje systém státní pokladny (viz dále v textu)

6 Příběh českého veřejného dluhu

Od roku 1995 do roku 2023 narostl maastrichtský dluh (dluh sektoru vládních institucí) České republiky z 217 miliard na 3 228 miliard korun. Jak je patrné z grafu 4, největší nárůst dluhu nastal v letech 2000 až 2012 (+1 399 miliard) a poté v letech 2020 až 2023 (+1 488 miliard). Mezi lety 2013 a 2019 český veřejný dluh absolutně nerostl, naopak stagnoval či se dokonce snižoval.

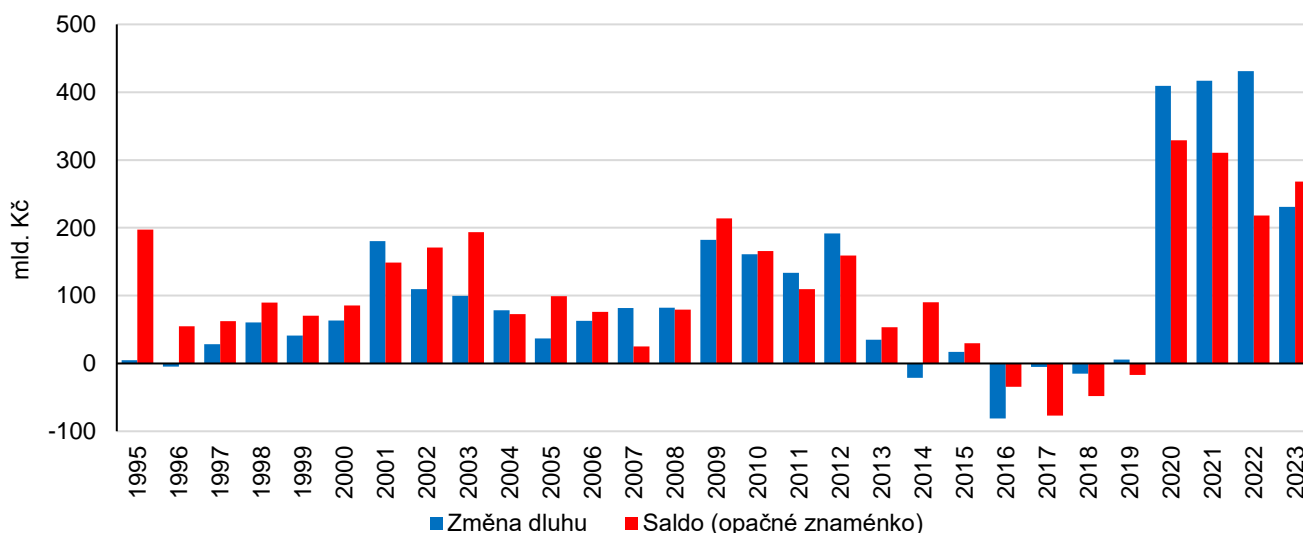
Graf 4 Výše veřejného dluhu České republiky v letech 1995–2022



Zdroj: ČSÚ (2023); výpočty NRR.

Abychom lépe identifikovali příčiny změny veřejného dluhu v jednotlivých obdobích, tak v grafu 5 zobrazujeme každoroční změnu dluhu (modře) vůči saldu sektoru vládních institucí (červeně) v témže roce. Na první pohled je patrné, že nárůst či pokles veřejného dluhu není dán jedna k jedné pouze saldem, ale musí působit další faktory. Tím je právě tzv. SFA, tedy „přechod mezi saldem a dluhem“.

Graf 5 Změna veřejného dluhu a saldo sektoru vládních institucí v jednotlivých letech 1995–2023



Zdroj: ČSÚ (2023); výpočty NRR.

První etapa (1995–2005) se vyznačovala tím, že ačkoliv byly deficity veřejných financí hluboké (červené sloupce), veřejný dluh rostl typicky méně (modré sloupce), než činil deficit. Důvodem je skutečnost, že ČR nepotřebovala emitovat dluhopisy či přijímat půjčky, aby dokázala profinancovat schodek. Stát totiž získával množství finančních prostředků z privatizačních procesů. SFA tak bylo výrazně negativní právě kvůli rozprodávání majetkových účastí státu.

V letech 2011 a 2012 je naopak patrné, že dluh vzrostl mnohem výrazněji, než kolik činil schodek sektoru vládních institucí. SFA tudíž muselo být výrazně kladné. V té době totiž panovala na trzích značná nejistota, a Česko tak

emitovalo dluhopisy „do zásoby“ a získané prostředky byly „uloženy na horší časy“. Čisté pořízení finančních aktiv (depozit a oběživa), jež je součástí SFA, činilo v roce 2011 a 2012 dohromady 4 % HDP. Tato suma se propala do dluhu, ale nikoliv do deficitu. V roce 2014 tak tyto prostředky mohly být využity na pokrytí schodkového rozpočtu. V roce 2014 deficit sektoru vládních institucí činil 90 miliard, ale dluh nevzrostl ani o korunu, dokonce nominálně klesl, a to o 21 miliard.

V roce 2022 vzrostl dluh opět výrazně více, než kolik činil deficit. Během roku 2022 totiž vláda například poskytla půjčku společnosti ČEZ, a. s. ke zvýšení likvidity v době vysokých cen energií pro skládání záloh (tzv. marginů), které burza požaduje jako ochranu pro obchodníky s elektřinou. Tato operace vstoupila do maastrichtského dluhu (stát si musel prostředky půjčit skrze emise státních dluhopisů), ale nikoliv do deficitu – nejednalo se o výdaj státu, nýbrž o pořízení aktiva (poskytnutí úvěru). Splátky tohoto úvěru skupinou ČEZ, a. s. pak veřejný dluh snižují.

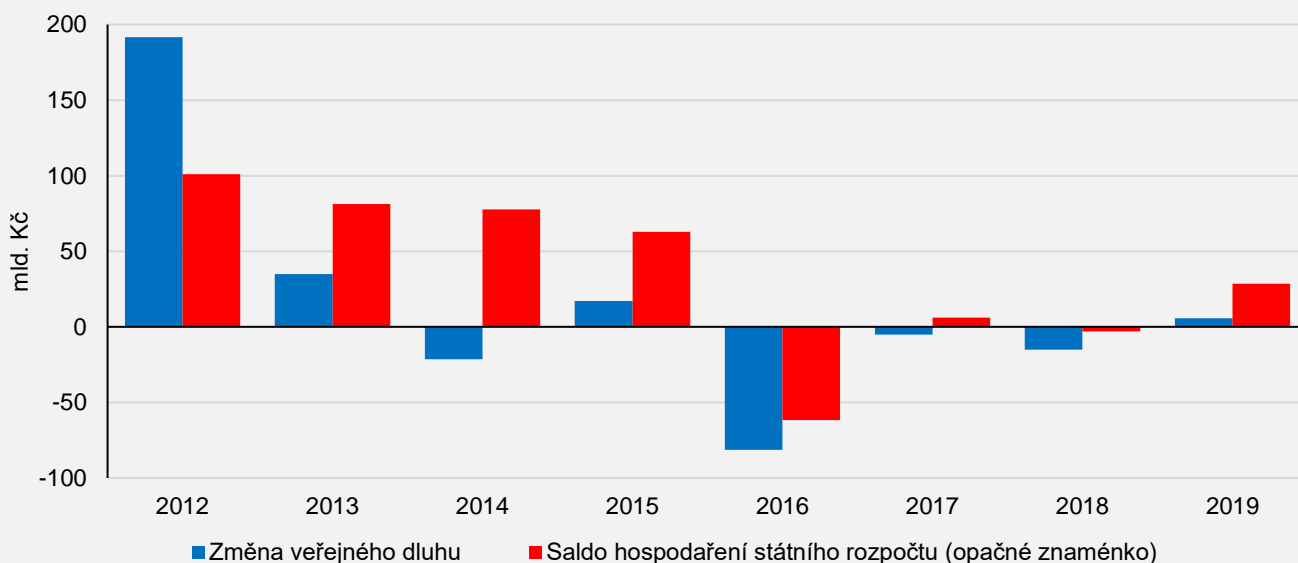
Box 3 Proč nominální dluh mezi lety 2013 a 2019 klesal?

Dluh sektoru vládních institucí (veřejný dluh) klesal v tomto období nejen ve svém relativním vyjádření díky růstu nominálního HDP, ale v letech 2014, 2016, 2017 a 2018 klesal dluh i absolutně, tedy ve svém nominálním vyjádření (graf B3.1). V letech 2015 a 2019 pak dluh vzrostl výrazně méně, než činil deficit státního rozpočtu. Jak je to možné?

První vysvětlující faktor byl již popsán v 6. kapitole. V roce 2011 a 2012 bylo napůjčováno „do zásoby“ a využití těchto rezerv krylo deficit v následujících letech (místo nutnosti emitovat další dluhopisy, které zvyšují výši dluhu).

Avšak pokles veřejného dluhu při současném deficitním hospodaření státního rozpočtu (2014) nebo nižší růst dluhu, než by odpovídal deficitu (2015, 2019) byl dán i druhým podstatným faktorem: intenzivním využíváním hotovosti v systému cash-poolingu⁶ státní pokladny místo nutnosti emise státních dluhopisů.

Graf B3.1 Změna veřejného dluhu a saldo hospodaření státního rozpočtu v letech 2012–2019



Data: ČSÚ (2023) a MF ČR (2023); výpočty NRR.

Od 1. ledna 2013 totiž došlo k podstatnému rozšíření souhrnného účtu státní pokladny o účty dalších institucí vládního sektoru. Novými povinnými klienty státní pokladny se mimo jiné staly státní fondy a státní příspěvkové organizace. Nepovinnými klienty státní pokladny se staly územně samosprávné celky, veřejné vysoké školy a Správa železnic. Od května 2016 došlo k dalšímu rozšíření souhrnných účtů státní pokladny, a to o účty zdravotních pojišťoven, které se staly povinnými klienty státní pokladny. Efektivnější řízení prostředků státní pokladny tak umožnilo krýt potřebu financování „jedné kapsy“ přebytkem „kapsy druhé“. Počínaje rokem 2013 (až doposud) jsou využívány disponibilní prostředky státní pokladny v procesech krytí potřeby financování. Rezerva peněžních prostředků, která byla v minulých letech vytvářena emisemi státních dluhopisů při souvztažném růstu státního dluhu, tak již nahrazují disponibilní prostředky v systému souhrnných účtů státní pokladny.

⁶ Cash-pooling představuje způsob řízení peněžních prostředků v rámci skupiny jednotek, kdy tyto jednotky sdílejí své vklady za účelem optimalizace cash-flow v rámci skupiny. Podle zákona č. 218/2000 Sb. může centrální vláda spravovat vklady některých dalších veřejných institucí.

Závěrečné slovo

Problematika veřejného dluhu je velmi složitým, komplexním a klíčovým fenoménem ovlivňující všechny vyspělé země na světě. Je nezbytné, aby nejen politici, ale i média a veřejnost věnovali této otázce jistou míru pozornosti. K tomu je však zapotřebí alespoň elementárních znalostí dané oblasti. Věříme, že text, který jste právě dočetli, vám pomůže získat základní orientaci v problematice veřejného zadlužení. Domníváme se totiž, že stručný (ani ne příliš odborný, ani ne příliš zjednodušující) materiál na téma veřejného dluhu ve veřejném prostoru chyběl. I z důvodu zvěcnění debat na toto zásadní téma, které nás v budoucnu jistě čekají. Věříme, že s těmito znalostmi lze data o veřejném dluhu Česka snadněji interpretovat

Slovníček pojmů

Absolutní výše veřejného dluhu

Udává celkovou konsolidovanou nominální hodnotu dluhu vyjádřenou v příslušné měně. Jinými slovy se jedná o celkovou sumu vybraných závazků, které má sektor vládních institucí jako celek vůči svým věřitelům z ostatních sektorů ekonomiky.

Efektivní nominální úroková míra u veřejného dluhu

Ta se spočítá jako poměr úrokových nákladů v určitém období (např. v roce 2023) k průměrné výši dluhu ve sledovaném období (v roce 2023). Potřeba používání efektivní úrokové míry vyplývá ze skutečnosti, že závazky vlády (např. vydané státní dluhopisy v průběhu let) mají různou úrokovou míru. Pojem „efektivní“ se zde užívá v přeneseném smyslu jako „skutečná“.

Dluhová past

Do ní se země dostává tehdy, když (efektivní) nominální úroková míra z vládního dluhu převyšuje tempo růstu nominálního hrubého domácího produktu. V takovém případě se relativní zadlužení zvyšuje, i když je primární saldo veřejných rozpočtů vyrovnané.

Obsluha dluhu

Jedná se o náklady spojené se zadlužením. Tvoří ji zejména úroky, ale i další poplatky, které sektor vládních institucí platí držitelům dluhu, tedy věřitelům. Obsluha dluhu představuje mandatorní výdaj státního rozpočtu, který nelze legislativní změnou jednoduše změnit (snížení úrokových plateb by ve své podstatě znamenalo státní bankrot).

Primární saldo

Saldo hospodaření sektoru vládních institucí (saldo hospodaření veřejných financí) bez úrokových výdajů na obsluhu veřejného dluhu.

Relativní zadlužení (nebo také „dluhová kvóta“ či „míra zadlužení“)

Poměr absolutní výše veřejného dluhu k nominálnímu hrubému domácímu produktu dané země. Jedná se o klíčový ukazatel pro mezinárodní srovnání, ale i pro posuzování výše veřejného dluhu.

Státní bankrot

Situace, kdy vláda nemá dostatek finančních zdrojů k uhrazení svých závazků. Někdy se též hovoří o restrukturalizaci veřejného dluhu tak, aby vládní instituce byly schopny základního fungování. Státní bankrot bývá doprovázen radikálními změnami v nastavení veřejných financí, a to ve smyslu dramatických úsporných opatření či zvyšování daňové zátěže.

Státní dluh

Nekonsolidovaný souhrn závazků České republiky jako právnické osoby, které vznikají především schodkovým hospodařením státního rozpočtu.

Veřejný dluh (nebo také „vládní dluh“ či „maastrichtský dluh“)

Jedná se o konsolidovanou hodnotu státního dluhu a závazků (dluhů) územních samospráv, zdravotních pojišťoven, mimorozpočtových fondů a dalších jednotek spadajících do soustavy veřejných rozpočtů. Nejpresnějším termínem je „dluh sektoru vládních institucí“. V zákoně č. 23/2017 Sb., o pravidlech rozpočtové odpovědnosti, je uváděn pod názvem „dluh sektoru veřejných institucí“.