

**Úřad
Národní
rozpočtové
rady**

**Vývoj státního dluhu
České republiky**

Úřad Národní rozpočtové rady

Vývoj státního dluhu České republiky (2. aktualizované vydání)

Informační studie

sekce Makroekonomických a fiskálních analýz

květen 2022

Pavel Morda (pavel.morda@unrr.cz)

Úřad Národní rozpočtové rady

Holečkova 31, 150 00 Praha 5

tel.: 277 771 010

e-mail: podatelna@unrr.cz

www.unrr.cz

1 Státní dluh

Státní dluh vzniká v důsledku nepoměru mezi rozpočtovými příjmy a výdaji, resp. kumulací jednotlivých deficitů státního rozpočtu. Tyto deficity jsou obvykle financovány prostřednictvím emise krátkodobých či dlouhodobých cenných papírů. V případě krátkodobých cenných papírů se zpravidla jedná o státní pokladniční poukázky. Tyto zaknihované cenné papíry jsou vydávány s maximální splatností jeden rok. Evidenci jejich majitelů vede Česká národní banka (dále ČNB) a prodávají se prostřednictvím holandské aukce. Zároveň jsou státní pokladniční poukázky používány jako kolaterál při realizování rezervních repo operací v rámci řízení likvidity státní pokladny.¹

V případě dlouhodobých cenných papírů se jedná o střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy. Tyto cenné papíry představují nejčastější formu financování státního dluhu. Existuje široká škála typů těchto nástrojů. Z hlediska úročení se dělí na fixní, variabilní či dluhopisy bez výnosu. Minimální doba splatnosti jsou 2 roky, výjimkou však nejsou ani dluhopisy se splatností 20, 30 či dokonce 50 let.

Speciálním typem jsou poté spořicí státní dluhopisy, prodávané drobným investorům. Cílem tohoto nástroje je nabídnout občanům konzervativní a stabilní formu zhodnocení svých úspor. Z pohledu státu je pak také možné hovořit o částečné diverzifikaci rizik, kdy dluh kromě zahraničních investorů drží také tuzemské domácnosti. Mezi zásadní rozdíly patří jejich omezená či zcela vyloučená převoditelnost. S tímto typem dluhopisů tak není možné obchodovat na (sekundárním) regulovaném trhu.²

1.1 Definice a měření státního dluhu

Státní dluh České republiky spravuje Ministerstvo financí České republiky (dále MF ČR), konkrétně odbor Řízení státního dluhu a finančního majetku. Do státního dluhu není započítáván dluh mimorozpočtových fondů, fondů sociálního a zdravotního pojištění a místních vládních institucí, tedy obcí a krajů. Rovněž do státního dluhu nepatří státní záruky.

Podle § 36 odst. 8 zákona č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech a o změně některých souvisejících zákonů je státní dluh tvořen státními finančními pasivy, mezi které patří:

- a) dluhy státu odpovídající jmenovitým hodnotám jím vydaných dluhopisů,³
- b) dluhy ze státem přijatých zápůjček a úvěrů,
- c) dluhy ze státem vystavených směnek.⁴

1.2 Celkový státní dluh

Státní dluh v nominálním vyjádření od roku 1996 do roku 2013 meziročně neustále rostl. Od roku 1997 až do roku 2012 každoročně o více než deset procent své nominální hodnoty. K nejvyššímu relativnímu zadlužování, které v několika letech dosahovalo růstu o více než 20 %, docházelo mezi lety 2000 a 2004. Naopak k vysokému absolutnímu meziročnímu nárůstu dluhu došlo v krizovém roce 2009, kdy se státní dluh zvýšil o více než 178 mld. Kč.

V roce 2014 došlo poprvé od roku 1995 k meziročnímu poklesu státního dluhu. Tento pokles byl způsoben velmi dobrými ekonomickými podmínkami. Po mírné recesi z let 2012 a 2013 došlo k výraznému oživení a ekonomický výkon začal růst relativně vysokým tempem. V roce 2015 došlo k velmi mírnému navýšení státního dluhu a v roce 2016 došlo k výraznému poklesu o téměř 60 mld. Kč, který byl možný zejména díky vysokému rozpočtovému přebytku. V roce 2017 došlo opět k mírnému navýšení dluhu a v roce 2018 k nepatrnému poklesu asi o 2,7 mld. Kč.

Pokud se zaměříme na vývoj dluhu v poměru k HDP můžeme zde nalézt podobný vývoj. Od roku 1993 do roku 1996 docházelo k poklesu a od roku 1997 až do roku 2012 dluh v poměru k HDP permanentně rostl. Mezi roky

¹ MF ČR, Finanční nástroje

² MF ČR, Spořicí státní dluhopisy

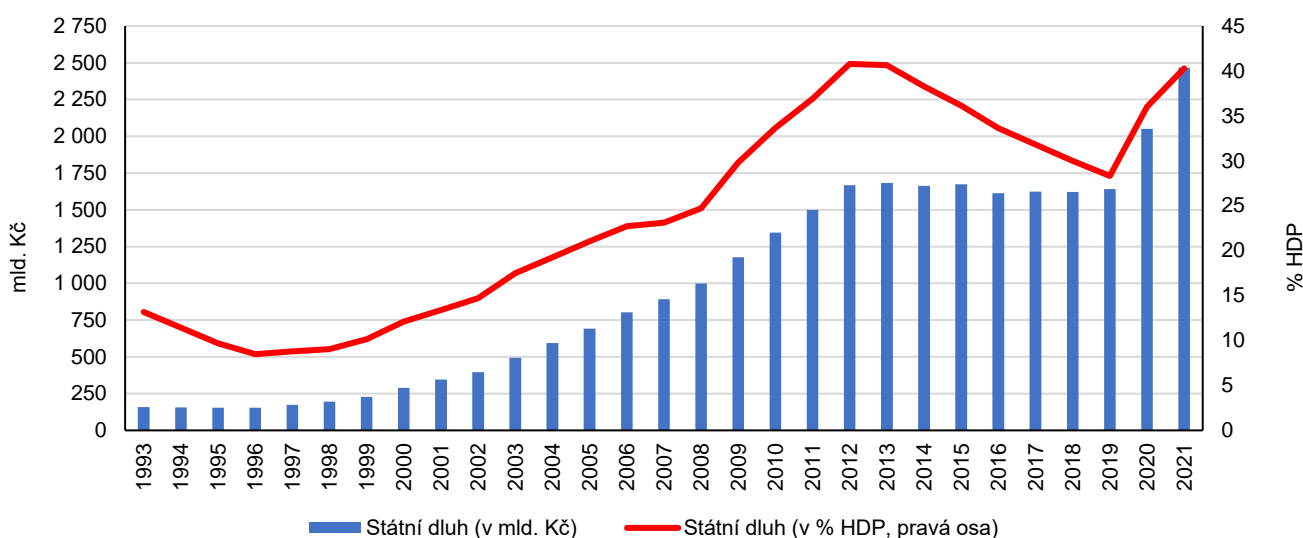
³ Do státních finančních pasiv však nevstupují dluhy státu z dluhopisů, které byly při jejich vydání zapsány nejprve na majetkový účet, který vede ministerstvo v příslušné evidenci, po dobu, co jsou na tomto účtu zapsány, jakož i vlastní dluhopisy nabyté státem jako jejich emitentem před datem jejich splatnosti.

⁴ MF ČR, Definice a měření státního dluhu

2012 a 2013 docházelo ke stagnaci a od roku 2014 až do roku 2019 podíl státního dluhu na HDP klesal. Zde je však důležité podotknout, že tento pokles nebyl způsoben absolutním snižováním státního dluhu, ale již zmiňovaným vysokým tempem růstu HDP, v důsledku kterého docházelo k relativnímu snižování poměru státního dluhu k HDP.

Roky 2020 a 2021 byly z hlediska zadlužení historicky zcela bezprecedentní. V roce 2020 došlo k nárůstu dluhu o téměř 400 mld. Kč a celkový státní dluh se během jednoho roku zvýšil o 25 %. V roce 2021 se státní dluh navýšil o dalších 416 mld. Kč a oproti roku 2019 došlo ke zvýšení dluhu z 1 640 mld. Kč na 2 466 mld. Kč, tedy o více než 50 % během dvou let. V relativním vyjádření došlo k nárůstu státního dluhu o 12 procentních bodů z 28,3 % na 40,3 % HDP. Na Grafu 1 lze vidět vývoj státního dluhu od roku 1993 do roku 2021.

Graf 1 Vývoj státního dluhu ČR v letech 1993-2021



Zdroj: MF ČR, ČSÚ

2 Struktura státního dluhu

Na státní dluh lze z analytického pohledu nahlížet nejen jako na celkovou sumu, ale je možné ho dále dělit z hlediska jeho struktury. Z hlediska místa vzniku dluhového nástroje a měny, ve které je dluh emitován, můžeme státní dluh rozdělit na dluh domácí a dluh zahraniční. Do domácího dluhu jsou zahrnovány státní pokladniční poukázky a střednědobé a dlouhodobé dluhopisy vydané na domácím trhu v domácí měně. Zahraniční dluh se skládá z dluhopisů vydaných na zahraničních trzích denominovaných v cizích měnách. V minulosti zahraniční dluh ve větší míře zahrnoval také přijaté úvěry od Evropské investiční banky či jiných mezinárodních institucí či směnky vydané k úhradě členství v IBRD a EBRD.

Nákup státního dluhu cizozemci v zahraniční měně může přinášet své výhody především transformujícím se ekonomikám, které nedokáží pokrýt potřeby financování prostřednictvím domácího trhu. Díky zahraničním investicím tak může být vyřešen nedostatek finančního kapitálu, který by limitoval domácí investice. Navíc tak může být omezen negativní vliv na domácí úrokové míry a domácí vytěšňovací efekt.

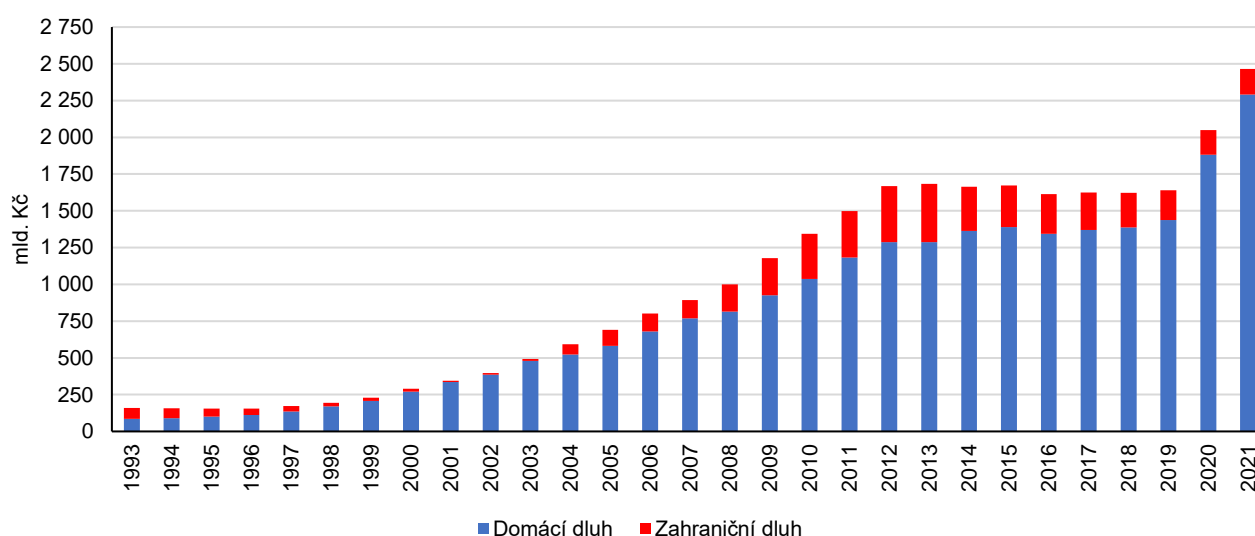
Zároveň je však se zahraničním dluhem spojené měnové riziko. Úroky ze zahraničního dluhu je nutné splácet v cizí měně, což vyvolává tlak na pokles salda prvotních důchodů. Kompenzace za snižující se saldo prvotních důchodů může být dosaženo zvýšením salda výkonové bilance (např. snížením importu či zvýšením exportu). V případě rigidnější formy měnového kurzu připadá v úvahu devalvace měny, avšak s diskutabilním účinkem na makroekonomickou stabilitu. Při devalvaci domácí měny navíc dojde k růstu korunové hodnoty dluhu a placených úroků.⁵

⁵ Odstrašujícím příkladem v tomto případě může být Maďarsko. V první dekádě 21. století, z důvodu vysoce expanzivní fiskální politiky vlády, byla Maďarská národní banka nucena držet vysoké úrokové sazby. To vedlo domácnosti i stát k zadlužování v zahraničních měnách (především v EUR či CHF) za nižší úrokové sazby. Po propuknutí hospodářské krize začal maďarský forint oslabovat, zahraniční dluhy (včetně úrokových plateb) se tak výrazně zvětšily a Maďarsko nakonec přijalo stabilizační půjčku od Mezinárodního měnového fondu.

Vývoj zahraničního dluhu v České republice můžeme rozdělit na několik etap. Od roku 1993 byl podíl zahraničního dluhu velmi významný a dosahoval až 45 % celkového dluhu. Největší část byla tvořena půjčkami na podporu platební bilance a dalšími převzatými zahraničními závazky v cizích měnách. Od té doby se nominální hodnota i podíl zahraničního dluhu v čase snižovaly a po roce 2000 již jeho podíl tvořil přibližně 2 % celkového dluhu (8,8 mld. Kč v roce 2001).

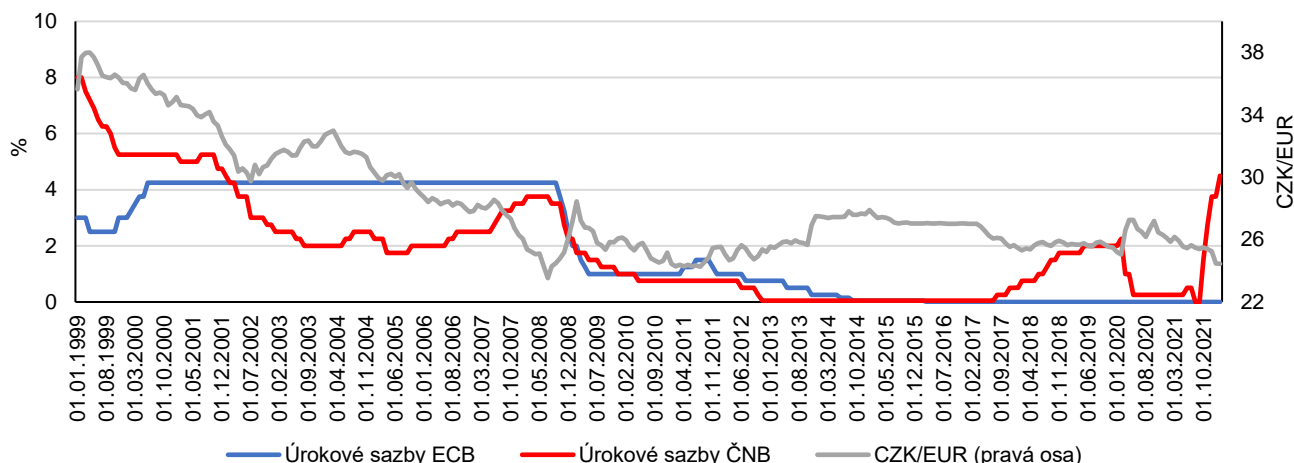
Po roce 2001 se začal zahraniční dluh opět zvyšovat, jeho struktura se ovšem změnila. Se vstupem do Evropské unie v roce 2004 začala Česká republika emitovat střednědobé a dlouhodobé dluhové cenné papíry také na zahraničních trzích, čímž se podíl zahraničního dluhu dále navyšoval a dostal se na hodnotu 15 %. Mezi lety 2009 a 2013 vzrostl až k hodnotám přesahujícím 20 % (395 mld. Kč). V následujícím období docházelo ke každoročním poklesům a v roce 2019 podíl zahraničního dluhu dle MF ČR poklesl k hodnotě přibližně 12 %. Další pokles zahraniční dluh zaznamenal také v letech 2020 a 2021, a to až na hodnotu okolo 7 % (Graf 2). Dlouhodobý průměr podílu zahraničního dluhu na celkovém dluhu v letech 1993 až 2021 činí 17,4 %, medián poté 15,8 %.

Graf 2 Podíl domácího a zahraničního státního dluhu ČR



Zdroj: MF ČR

Ke zvyšování zahraničního dluhu docházelo od roku 2004, ačkoliv v té době byly úrokové sazby České národní banky výrazně nižší než sazby Evropské centrální banky (Graf 3). Současně v tomto období však docházelo k posilování kurzu koruny vůči euru, což v případě nezajištěné pozice mohlo mít pozitivní vliv na korunovou výši dluhu včetně úrokových plateb. Od roku 2008 začaly obě centrální banky snižovat úrokové sazby v důsledku finanční krize a ke konci roku 2009 byly sazby obou centrálních bank na úrovni 1 %. Na úroveň tzv. technické nuly, tedy 0,05 %, se ČNB dostala na konci roku 2012 a ECB poté na konci roku 2014. V tomto období, tedy mezi lety 2007 až 2012, docházelo každoročně ke zvýšení zahraničního dluhu. Naopak od roku 2013, kdy ČNB přistoupila ke kurzovému závazku a došlo k devalvaci měny, do roku 2017 se zahraniční dluh snížil z 395,2 na 253,8 mld. Kč.

Graf 3 Vývoj úrokových sazeb a měnového kurzu CZK/EUR

Zdroj: ECB, ČNB

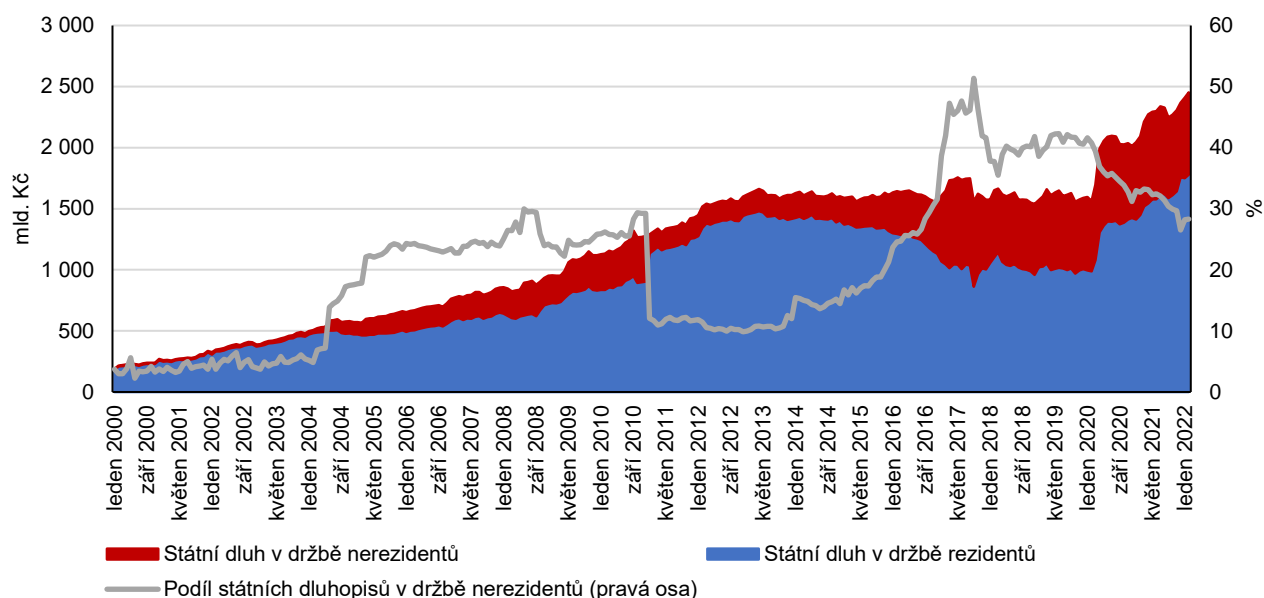
Další významné dělení, především z pohledu stability platební bilance, je na dluh v držbě rezidentů a nerezidentů státu. V tomto případě již není rozhodující, v jaké měně či na jakém trhu je dluh emitovaný, ale jedná se o dělení vlastníků dluhu na rezidenty či nerezidenty daného státu. V České republice tuto statistiku sleduje kromě MF ČR například také Česká národní banka. Do jisté míry zde lze vidět podobný trend v porovnání se statistikou domácího a zahraničního dluhu. Dluh držený nerezidenty se od roku 2000 do roku 2004 pohyboval velmi nízko a v průměru za toto období dosahoval 16 mld. Kč. V podílovém vyjádření ve stejném období nedosahoval ani 5 % celkového dluhu. Po vstupu do EU tento dluh silně narostl, když v květnu 2005, tedy rok po vstupu do EU, přesahoval 130 mld. Kč a jeho podíl na celkovém dluhu tvořil více než 22 %. Naopak výrazný propad státního dluhu v držení nerezidentů můžeme datovat ke konci roku 2010. Zatímco v prosinci 2010 byla výše státního dluhu drženého nerezidenty 373,3 mld. Kč (29,2 % celkového dluhu), v závěru ledna 2011 byl dluh v držbě nerezidentů pouze 155,7 mld. Kč (12,1 % celkového dluhu).

Od roku 2015 opět dochází k výraznému (absolutnímu i relativnímu) nárůstu dluhu drženého nerezidenty. Ten kulminoval v polovině roku 2017 na úrovni 726,7 mld. Kč, kdy byla přibližně polovina státního dluhu České republiky vlastněna nerezidenty (Graf 4). Tento nárůst dluhu drženého nerezidenty může být spojen s velmi nízkým úročením v daném období, které přestalo být pro domácí investory zajímavé. Naopak zahraniční investoři jeví o státní dluhopisy stále zájem, a to především v důsledku spekulace na posílení koruny po očekávaném ukončení kurzového závazku České národní banky. V zátěžových testech veřejných financí ČNB byla právě držba dluhu nerezidenty v uvedeném období hodnocena jako jediná fiskální proměnná v kritickém pásmu.⁶ Nerezidenti navíc drželi většinu státních cenných papírů v kratších splatnostech. Jejich opuštění pozic a návratu struktury dluhu k předkrizovým hodnotám však bránil relativně slabý kurz koruny oproti očekávání a také kladný úrokový diferenciál vůči zemím eurozóny.

Poslední zásadnější změnu v této struktuře státního dluhu přineslo období pandemie COVID-19. Vysoký nárůst státního dluhu byl financován především rezidenty České republiky, kdy mezi březnem 2020 a lednem 2022 došlo k nárůstu dluhu v držbě rezidentů o přibližně 700 mld. Kč, zatímco u dluhu v držbě nerezidentů docházelo ke stagnaci. Tato situace tak přirozeně vyústila v pokles podílu dluhu v držbě nerezidentů ze 40 % na 28,2 %. I přes významný pokles je však tato hodnota stále nad kritickou mezí zátěžových testů veřejných financí ČNB, která činí 25,9 %.⁷

Výhoda dluhu drženého rezidenty spočívá v kompenzaci vládních finančních pasiv soukromými finančními aktivy. Při zadlužování veřejného sektoru tak nedochází ke změně čisté investiční pozice země. Naopak při držení dluhu nerezidenty dochází v rámci úrokových plateb k odlivu důchodů do zahraničí, což negativně působí nejen na bilanci prvotních důchodů, ale samozřejmě také na vybrané položky finančního účtu platební bilance. Z vysokého podílu dluhu drženého nerezidenty pak vyplývají i další rizika. Chování nerezidentů obvykle bývá méně stabilní, 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 stabilita finančního sektoru České republiky.

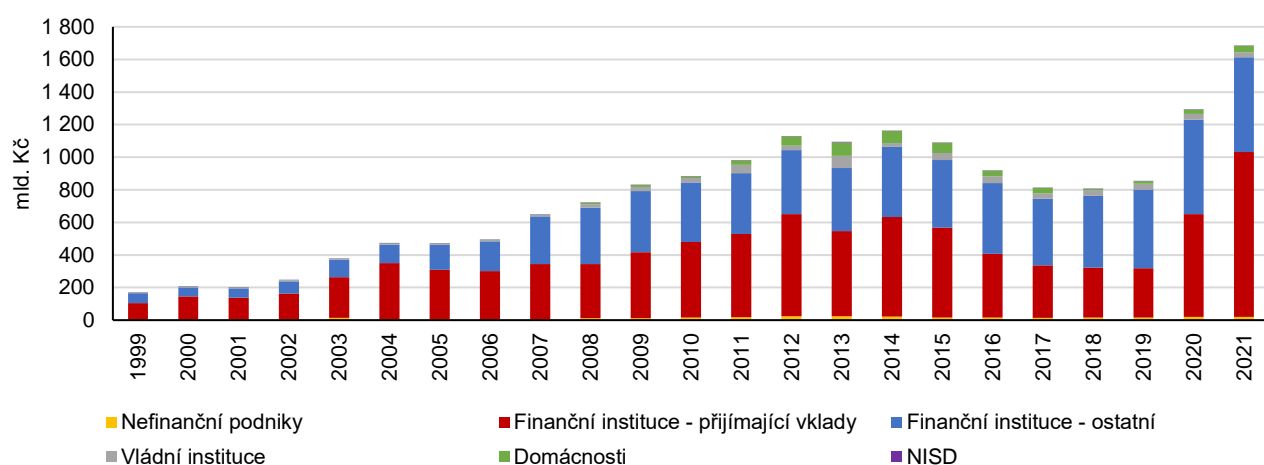
⁶ ČNB, Zpráva o finanční stabilitě 2017/2018⁷ ČNB, Zpráva o finanční stabilitě 2020/2021

Graf 4 Státní dluh v držení rezidentů a nerezidentů ČR

Zdroj: MFČR

Při pohledu na podrobnější členění struktury dluhu v držbě rezidentů (Graf 5) je vidět, že dominantní podíl dlouhodobě drží finanční instituce. Od konce 90. let až do roku 2008 držel většinu dluhu domácí bankovní sektor. Od roku 2009 se tento podíl vyrovnal a bankovní sektor a ostatní finanční instituce (pojišťovny, penzijní fondy, investiční fondy, apod.) držely přibližně stejný podíl. Od roku 2011 pak začalo docházet k nárůstu držby dluhu sektoru domácností, a to zejména v souvislosti s uvedením nového instrumentu v podobě spořicíh státních dluhopisů (podrobněji níže).

K výraznější změnám ve struktuře dluhu v držbě rezidentů došlo opět v letech 2020 a 2021. Zatímco v roce 2019 držel český bankovní sektor pouze 35 % dluhu v držbě rezidentů a 57 % připadalo na ostatní finanční instituce, ke konci roku 2021 se tento poměr stal inverzním, když 60 % dluhu v držbě rezidentů bylo ve vlastnictví domácích bank. K této výrazné změně struktury došlo z důvodu nárůstu dluhu v držbě bankovního sektoru mezi rokem 2019 a 2021 o 708 mld. Kč na více než 1 bilion Kč. Česká národní banka na rizika koncentrace svrchované expozice upozorňovala již na konci roku 2020, kdy hodnota těchto expozic dosahovala 790 mld. Kč a představovala tak 10,9 % celkových aktiv bank se sídlem v České republice.⁸

Graf 5 Státní dluh v držení rezidentů ČR

Zdroj: MFČR

⁸ ČNB, Zpráva o finanční stabilitě 2020/2021

Jiné, v České republice již méně významné, dělení dluhu existuje z pohledu obchodovatelnosti na finančních trzích. Státní dluh tak lze dělit na obchodovatelný a neobchodovatelný. Mezi obchodovatelný dluh patří státní pokladniční poukázky, střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy a ostatní zdroje krytí. Neobchodovatelný dluh představují spořicí státní dluhopisy a úvěry od mezinárodních institucí. Neobchodovatelný dluh byl podstatný především po vzniku České republiky, kdy tvořil téměř polovinu celkového dluhu. Během 90. let 20. století se tento poměr postupně snižoval a od roku 2005 je jeho hodnota marginální. V roce 2021 tvoří neobchodovatelný dluh okolo 5 % celkového dluhu.

Relativně novým a zajímavým instrumentem v rámci neobchodovatelného dluhu jsou spořicí státní dluhopisy, které byly poprvé emitované mezi roky 2011 a 2014. Jednalo se o cenné papíry určené pro drobné investory a v roce 2017 v nich bylo uloženo přibližně 21 mld. Kč. Na začátku prosince 2018 MF ČR přistoupilo k obnovení vydávání spořicí státních dluhopisů a spustilo prodej tzv. Dluhopisu Republiky, emitovaného při příležitosti výročí 100 let od založení Československé republiky. Během prvního upisovacího období projevil zájem o Dluhopis Republiky 6 420 občanů, kteří si zakoupili dluhopisy v celkové hodnotě dosahující téměř 3 mld. Kč. Aktuálně MF ČR nabízí tři typy spořicí státních dluhopisů – reinvestiční státní dluhopis, proti-inflační státní dluhopis a fixní státní dluhopis, a to s dobou do splatnosti 6 let.⁹ Na konci roku 2021 byla jmenovitá hodnota dluhopisů v oběhu necelých 40 mld. Kč, přičemž za nejoblíbenější typ lze označit proti-inflační spořicí státní dluhopis.

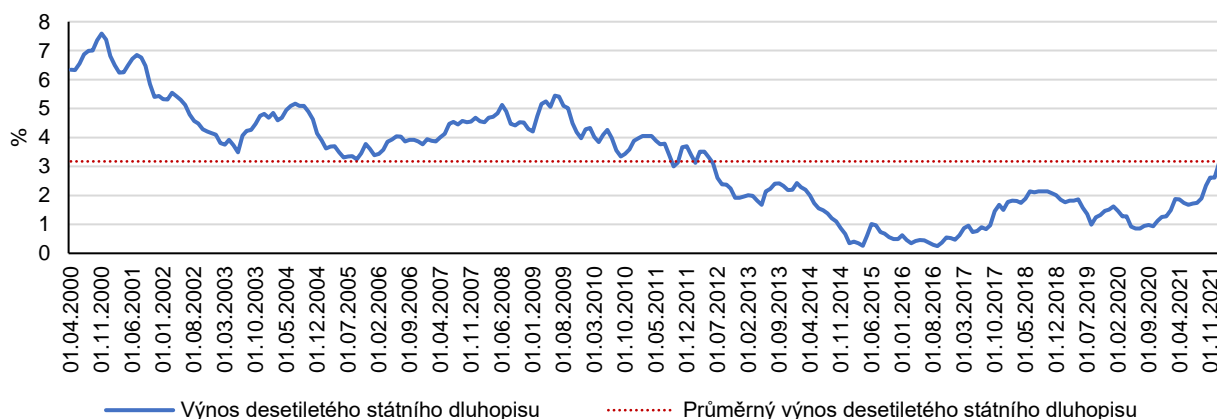
Z hlediska struktury státního dluhu se jedná o vhodně zvolený finanční instrument, který může pomoci snižovat vysoký poměr držení státního dluhu nerezidenty. Prostřednictvím tohoto nástroje by tak mohlo dojít ke zmírnění rizik a zároveň by nedocházelo k odlivu úrokových výnosů do zahraničí, ale naopak ke zvyšování úspor českých domácností.

3 Faktory ovlivňující výši nákladů na obsluhu státního dluhu

Výši nákladů na obsluhu státního dluhu ovlivňují dva základní faktory – samotná výše státního dluhu (podrobněji rozebraná v kapitolách 1 a 2) a průměrná výše úrokové sazby placené ze státního dluhu, tedy tzv. implicitní úroková sazba. Existuje celá řada faktorů, které tuto úrokovou míru přímo či nepřímo ovlivňují. Výše výnosů při emisi dluhových cenných papírů závisí na aktuální pozici ekonomického cyklu, nastavení měnové politiky, ratingovém hodnocení od mezinárodních agentur, sentimentu finančních trhů či na rizikové prémii.

Vývoj úrokové sazby placené ze státních dluhopisů v poslední dvou dekadách, simulovaný pomocí výnosu desetiletého státního dluhopisu, je zobrazen na **Grafu 6**. V letech 2000 až 2001 se výnosy z nově emitovaných dluhopisů pohybovaly mezi 6 a 8 % a od roku 2002 začaly výrazně klesat. Na lokální dno ve výši 3,5 % se dostaly v polovině roku 2003. Poté opět mírně vzrostly, když v polovině roku 2009 dosahovaly 5,5 %. Od té doby začaly opět klesat a od konce roku 2014 až do druhé poloviny roku 2017 se držely pod 1 %. Od druhé poloviny roku 2020 jsou výnosy státních dluhopisů opět na vzestupné trajektorii a v lednu 2022 se dostaly nad 3 %. Po desetiletém období tak opět dosáhly dlouhodobého průměru.

Graf 6 Výnos desetiletého státního dluhopisu ČR

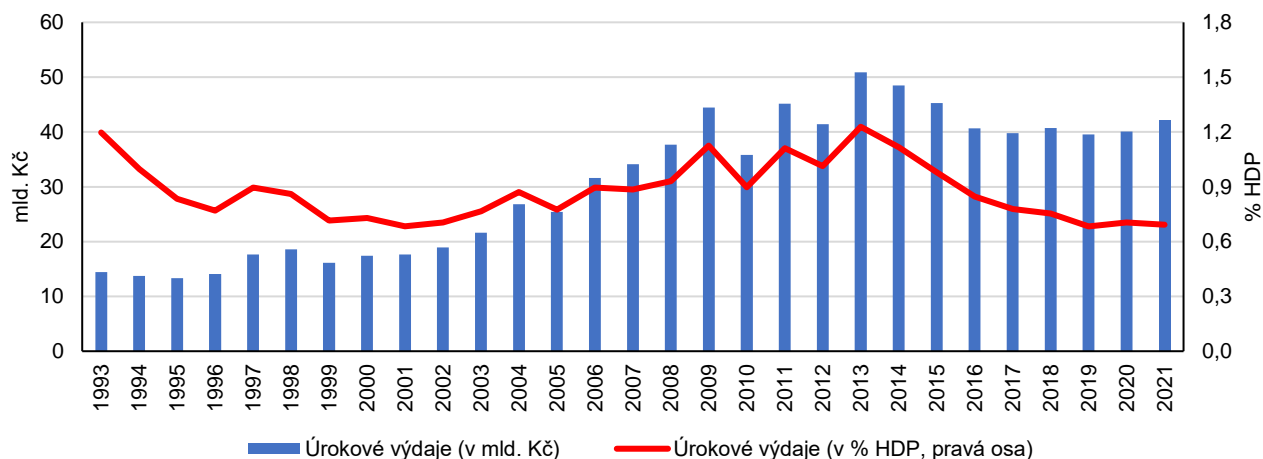


Zdroj: ČNB

⁹ MF ČR, Spořicí státní dluhopisy

Úrokové výdaje placené ze státního dluhu lze považovat za základní mandatorní výdaj každého státu. Jak již bylo uvedeno v úvodu třetí kapitoly, jejich výše závisí na velikosti státního dluhu a implicitní úrokové sazby z něj placené. V průběhu devadesátých let činily úrokové výdaje České republiky v průměru 15 mld. Kč, což odpovídalo přibližně 0,9 % HDP. V první dekádě nového tisíciletí došlo k silnému nárůstu úrokových výdajů, který kulminoval v roce 2009 na hodnotě převyšující 44 mld. Kč. V roce 2013 tyto výdaje dosáhly téměř 51 mld. Kč. Od té doby docházelo (s výjimkou roku 2018) ke každoročnímu poklesu, který se zastavil v roce 2019 na hodnotě 39,5 mld. Kč. Od roku 2020 začal výrazně růst nejen státní dluh, ale také úroková sazba z nově emitovaných dluhopisů a úrokové výdaje se tak opět navrátily k rostoucí trajektorii (více Graf 7).

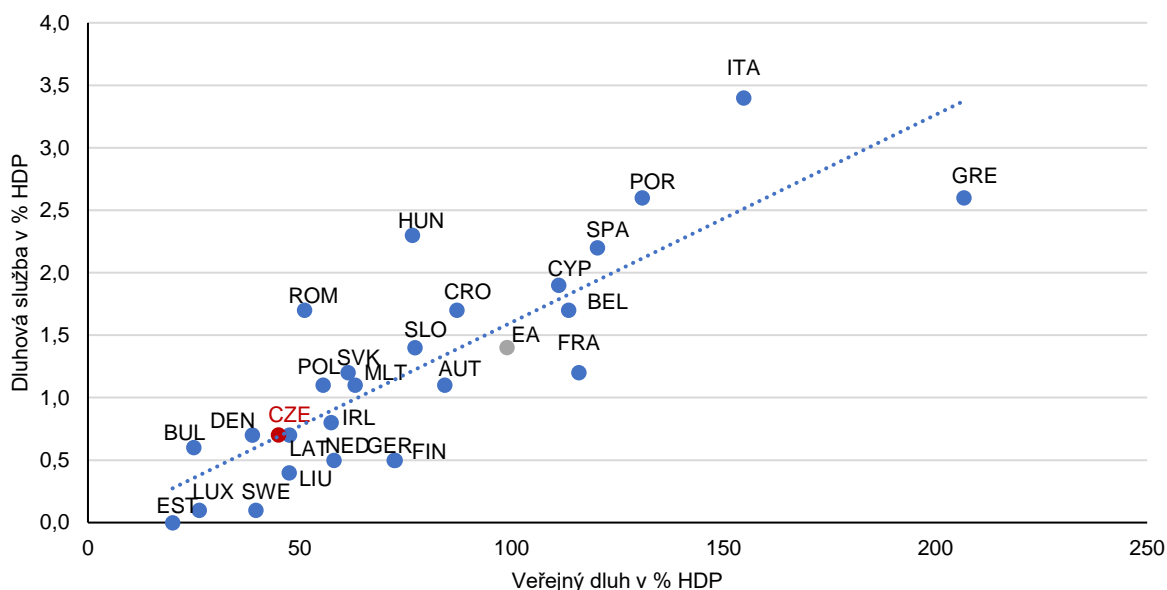
Graf 7 Úrokové výdaje na obsluhu státního dluhu ČR



Zdroj: MF ČR

Graf 8 dále znázorňuje realitu výše zadlužení a dluhové služby v evropských zemích v roce 2021. Tedy čím vyšší je v daných zemích míra zadlužení, tím vyšší částka je z veřejných rozpočtů každoročně odčerpána na úrokové výdaje. Česká republika si v tomto srovnání dosud vedla relativně dobře, nicméně dynamika zadlužování v posledních dvou letech v kombinaci s růstem úrokové sazby placené z nově emitovaného dluhu je znepokojující.

Graf 8 Výše zadlužení a dluhová služba v EU27 v roce 2021

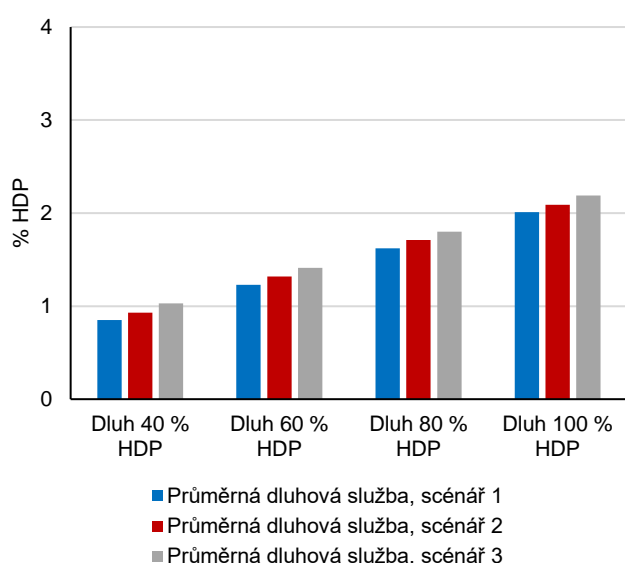


Zdroj: AMECO, IMF

Je nutné si také uvědomit, že výdaje státního rozpočtu jsou rivalitní, a výše výdajů na obsluhu státního dluhu tedy vytěsňuje ostatní výdaje. V současnosti dluhová služba odčerpává prostředky ve výši 42 mld. Kč, které mohly být použity mnohem efektivněji, ať již na investice do budování potřebné infrastruktury, podporu výzkumu a vývoje případně ke snížení daňového zatížení.

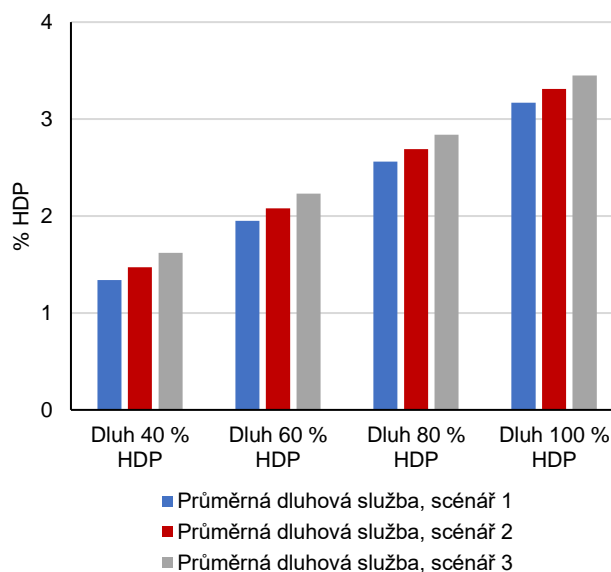
Pro ilustraci jsou představeny možné scénáře výše dluhové služby při různé úrovni zadlužení a různé výši implicitní úrokové sazby placené ze státního dluhu. Současná dluhová služba, při implicitní úrokové sazbě přibližně 2 %, odpovídá základnímu scénáři v Grafu 9, tedy asi 0,8 % HDP. Z uvedených scénářů vyplývá, že při zadlužení na úrovni 60 % a implicitní úrokové míře 3 % by se dluhová služba zvýšila na 2 % HDP (120 mld. Kč) a při zadlužení ve výši 100 % HDP by se dluhová služba vyšplhala na 3,5 % HDP (Graf 10). Taková částka by se v současnosti pro Českou republiku pohybovala nad 210 mld. Kč ročně, což odpovídá více než 11 % výdajů státního rozpočtu.

Graf 9 Dluhová služba při implicitní IR 2 %



Zdroj: ÚNRR
Pozn.: IR = úroková míra

Graf 10 Dluhová služba při implicitní IR 3 %



Zdroj: ÚNRR
Pozn.: IR = úroková míra

3.1 Ratingové hodnocení a měnová politika

Jednou z výhod při financování státního dluhu je fakt, že Česká republika dlouhodobě těží z velmi příznivého ratingového hodnocení agentur Moody's, Standard & Poor's a Fitch. Tento rating přispívá k výhodnému dluhovému financování na finančních trzích. Česká republika se již od svého vzniku pohybuje v investičním stupni ratingu. Pro srovnání lze uvést, že země jako např. Portugalsko, Rusko, Chorvatsko či Řecko byly v roce 2018 hodnoceny ratingem, který spadá do spekulativního stupně.

Agentura Moody's ohodnotila Českou republiku pátým nejlepším ratingem (A1) již v roce 2002. Tento rating je popsán jako bezpečná investice s vyšší střední kvalitou. V říjnu 2019 byl tento rating zvýšen na Aa3, tedy vysoce kvalitní investice s velmi nízkým úvěrovým rizikem. Tento rating Česká republika drží společně se zeměmi jako jsou Belgie nebo Velká Británie. Ratingová agentura Standard & Poor's v roce 2011 zvýšila ratingové hodnocení ČR dokonce o dva stupně na AA-, tedy na čtvrtý nejlepší rating, který je popsán jako bezpečná investice s vysokou kvalitou. Rating AA- přidala v roce 2018 také agentura Fitch (podrobněji v Tabulce 1). To řadí ČR v očích těchto agentur na úroveň zemí jako je Estonsko či Irsko, a naopak nad země jako jsou Japonsko, Slovensko nebo Španělsko.¹⁰

¹⁰ ČNB, Ratingové agentury

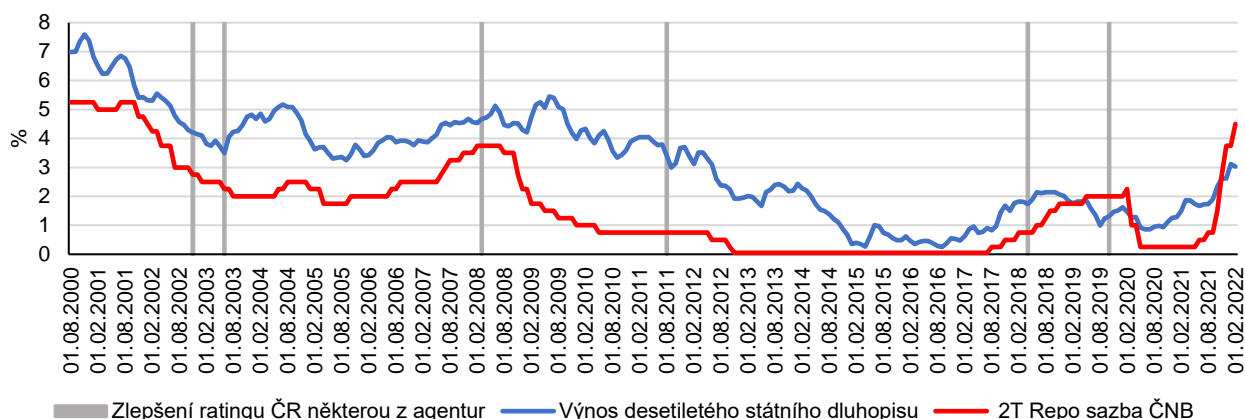
Tabulka 1 Ratingové hodnocení ČR v roce 2021

Ratingová agentura	Ocenění (Rating)	Výhled
Moody's	Aa3	Stabilní
S&P Global Ratings	AA	Stabilní
Fitch Ratings	AA-	Stabilní
JCR	AA	Stabilní

Zdroj: MF ČR

V realitě kromě ratingu působí na výnosy státních dluhopisů nejrůznější faktory, kterými jsou např. domácí i zahraniční měnová a fiskální politika, očekávaná inflace či hospodářský cyklus. Je tak velmi složité extrahovat od těchto veličin a přisoudit dopad ratingu na výnosy emitovaných státních dluhopisů. Na Grafu 11 je uveden vývoj výnosů desetiletých státních dluhopisů a vyznačeny roky, ve kterých byl zlepšen rating ČR některou z výše uvedených zahraničních agentur. Pro ilustraci je do grafu přidána dvoutýdenní repo sazba ČNB. Jak lze na grafu vidět, vliv ratingu vždy není dostatečně prokazatelný. V roce 2002 se po zlepšení ratingu výnosy dluhopisů snížily, avšak po zlepšení ratingu v srpnu 2003 se začaly výnosy naopak zvyšovat. Mnohem větší korelaci s výnosy emitovaných dluhopisů tak můžeme nalézt se základní úrokovou sazbou ČNB (korelační koeficient 0,82).

Graf 11 Vliv ratingu a měnové politiky na vývoj výnosu desetiletého státního dluhopisu



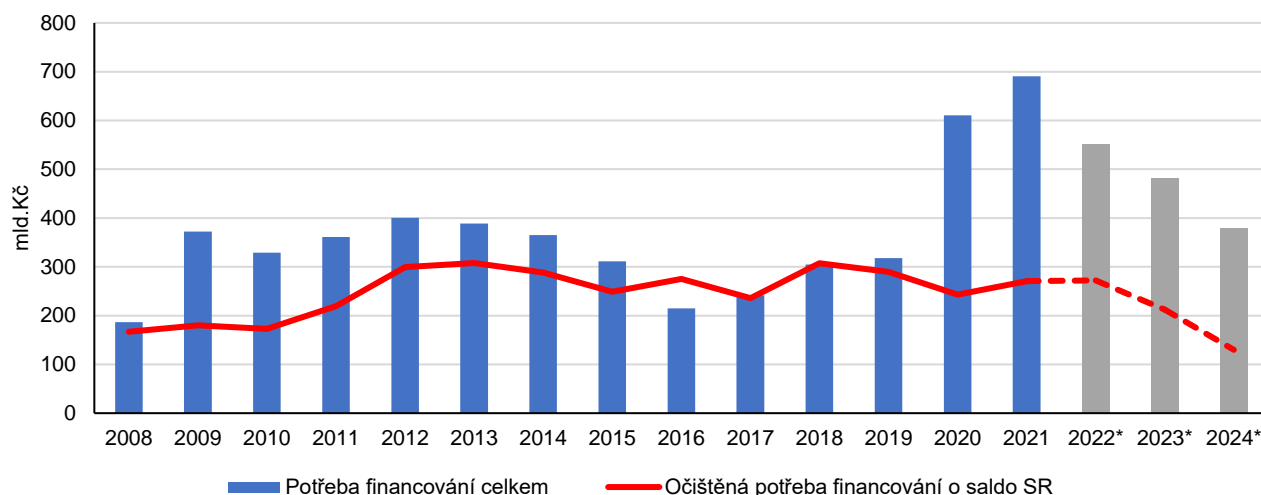
Zdroj: ČNB, MF ČR

3.2 Citlivost dluhu na změny úrokových sazeb

Citlivost státního dluhu na změny úrokových sazeb se odvíjí od současné výše potřeby financování. S nárůstem výpůjčních požadavků tato citlivost roste. Objem potřeby financování je přímo úměrný výši deficitu státního rozpočtu a dále je ovlivněn objemem dluhopisů se splatností v daném roce, které bude nutné refinancovat.

Od roku 2008 do roku 2019 činila průměrná výše potřeby financování 316 mld. Kč. Nejméně tomu bylo v roce 2008, kdy potřeba financování dosáhla pouze 186 mld. Kč. V roce 2009 bylo nutné emitovat cenné papíry v hodnotě více než 370 mld. Kč, což bylo způsobeno především vysokým deficitem státního rozpočtu z důvodu probíhající hospodářské krize. V roce 2012, kdy se Česká republika dostala do další recese, dosáhla potřeba financování do té doby rekordní výše 400 mld. Kč. V tomto případě se však jednalo o opatrnostní motiv předfinancování, kvůli možným budoucím negativním dopadům na výnosy státních dluhopisů z důvodu probíhající evropské dluhové krize. V letech 2016 a 2017 tato potřeba poklesla k hodnotě převyšující 200 mld. Kč a od té doby setrvale roste. K nejvyššímu (téměř dvojnásobnému) meziročnímu nárůstu došlo v roce 2020, kdy se potřeba financování v důsledku 367 miliardového deficitu vyšplhala na 610 mld. Kč. V roce 2021 došlo k jejímu dalšímu nárůstu na 690 mld. Kč (Graf 12). Pro rok 2022 by mělo dojít ke splátkám státního dluhu ve výši 272 mld. Kč a s ohledem na očekávané saldo státního rozpočtu ve výši -280 mld. Kč by měla potřeba financování přesáhnout 552 mld. Kč a v následujících letech by měla dále klesat.

Graf 12 Potřeba financování ČR



Zdroj: MF ČR

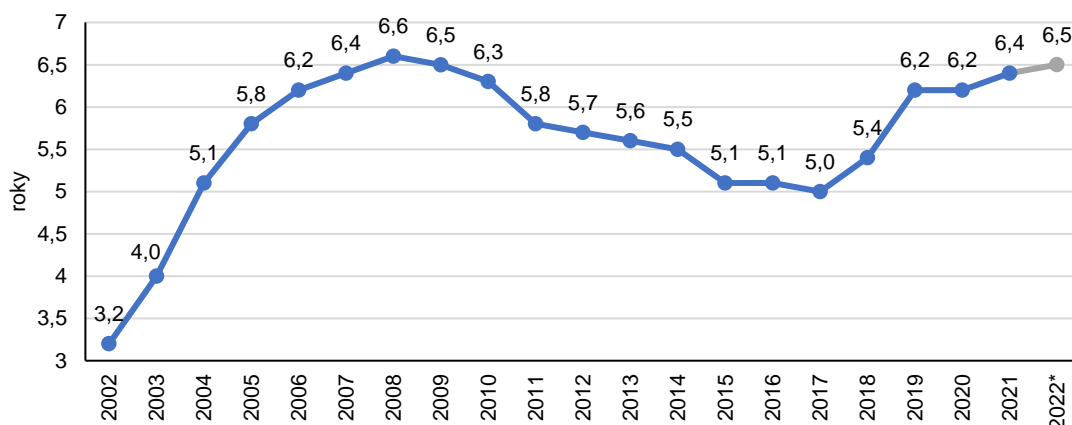
Pozn.: Pro roky 2022 až 2024 se jedná o predikci MF ČR (Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky 2022)

Potřeba financování je navíc značně volatilní, když mezi nejnižší hodnotou za poslední dekádu z roku 2016 a nejvyšší hodnotou z roku 2021 je rozdíl téměř 500 mld. Kč. Směrodatná odchylka potřeby financování od roku 2008 do 2018 dosahuje hodnoty 133 mld. Kč. Tyto fluktuace mohou být při zhoršené situaci na finančních trzích a zároveň vysoké potřebě financování velmi rizikové. Pokud potřebu financování očistíme od její nejvolatilnější složky, tedy salda státního rozpočtu, směrodatná odchylka se sníží na 47,8 mld. Kč. Jako čistě ilustrativní příklad lze uvést, že při průměrné potřebě financování za poslední dekádu by každé zvýšení úrokových sazeb o 25 bazických bodů znamenalo zvýšení úrokových nákladů o 0,96 mld. Kč ročně.

3.3 Cíle a limity dluhového portfolia

Vzhledem k výše uvedeným refinančním a úrokovým rizikům je nutné státní dluh aktivně řídit. Tuto agendu má na starosti samostatný odbor MF ČR – Řízení státního dluhu a finančního majetku, který odpovídá za zajištění činností státu a realizaci operací na finančních trzích spojených s řízením státního dluhu a finančního majetku státu. Jak vyplývá ze Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky, pro rok 2022 pro podíl krátkodobého státního dluhu ve střednědobém období je ponechána limitní hranice na úrovni 20 % a pro podíl střednědobého státního dluhu na úrovni 70 % celkového dluhu. Pro průměrnou dobu do splatnosti státního dluhu pro střednědobý horizont byla navýšená cílová hodnota na úroveň 6,5 roku (Graf 13).

Graf 13 Průměrná splatnost státního dluhu ČR



Zdroj: MF ČR

V roce 2002 byla průměrná splatnost státního dluhu pouhé 3,2 roky. Od té doby permanentně rostla až do roku 2008, kdy dosáhla hodnoty 6,6 let. Od té doby docházelo opět ke konstantnímu poklesu až do roku 2018 a hodnoty 5 let. V roce 2021 byla průměrná splatnost 6,4 let a pro rok 2022 je cílová hodnota navýšena na 6,5 roku. Průměrná splatnost státního dluhu ve sledovaném období dosáhla přibližně 5,5 roku.

Průměrnou dobu do splatnosti státního dluhu je nutné sledovat opět kvůli její rizikovosti. Krátkodobý dluh zvyšuje zranitelnost vůči aktuálním podmínkám na finančním trhu. Obzvláště např. v dobách restriktivní měnové politiky hrozí, že by státní dluh mohl být refinancován za nevýhodných podmínek. V roce 2021 státní dluh splatný do jednoho roku tvořil přibližně 11% podíl na celkovém dluhu. Podle indikátoru svrchovaného rizika, tedy ukazatele ČNB určeného k dohledovým potřebám, je za rizikovou hodnotu považován podíl krátkodobého dluhu přesahující 33,2 %.¹¹

V evropském srovnání se Česká republika v roce 2020 nacházela pod průměrem EU, když se po Švédku, Chorvatsku, Maďarsku a Portugalsku zařadila na pátou příčku mezi země s nejkratší průměrnou splatností dluhu. Naopak nejvyšší dobu do splatnosti státního dluhu (19,4 let) mělo v roce 2020 Řecko, a to s výrazným náskokem oproti ostatním zemím. Mezi země s dobou do splatnosti vyšší než 9 let se dále řadilo Irsko, Litva a Belgie (podrobněji Tabulka 2). Průměr zemí EU byl v tomtéž roce 7,9 let.

Tabulka 2 Průměrná doba do splatnosti státního dluhu

Země	Průměrná doba do splatnosti státního dluhu v roce 2020 (v letech)
Švédsko	4,1
Chorvatsko	5,1
Maďarsko	5,1
Portugalsko	6,0
Česká republika	6,2
Německo	6,5
Estonsko	6,8
Itálie	6,9
Nizozemsko	7,3
Španělsko	7,4
Rumunsko	7,6
Lotyšsko	8,1
Malta	8,7
Bulharsko	8,8
Slovinsko	9,0
Irsko	9,1
Litva	9,1
Belgie	9,8
Řecko	19,4

Zdroj: Eurostat

3.4 Plánované a skutečné saldo státního rozpočtu

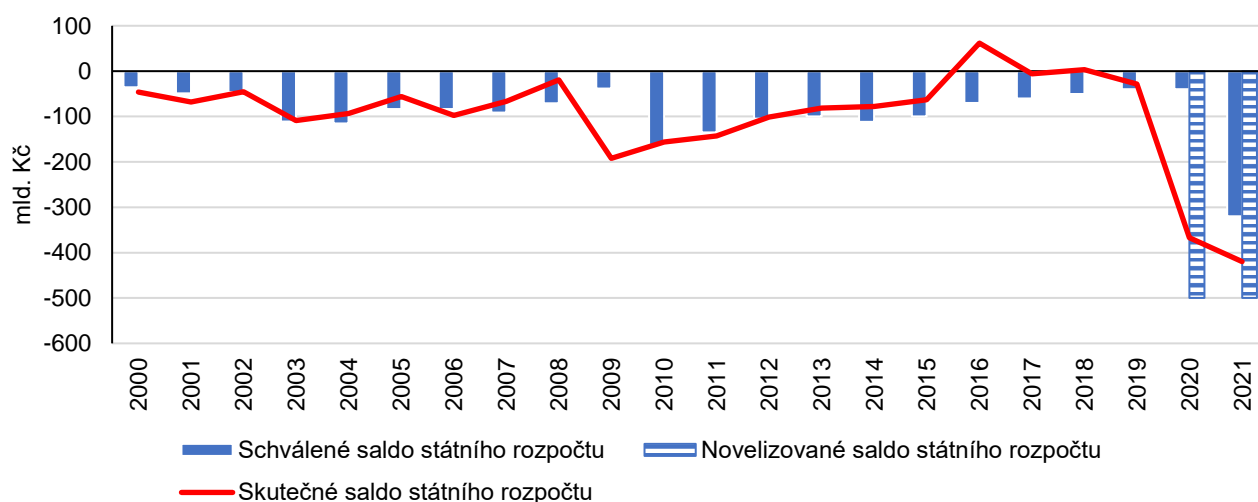
Plánované saldo státního rozpočtu je jednou z proměnných, která vstupuje do mnoha makroekonomických modelů soukromých i veřejných institucí a ovlivňuje chování ekonomických subjektů. Finanční trhy se podle plánovaného salda pokouší predikovat budoucí poptávku státu po dluhovém financování a ratingové agentury hodnotí solventnost daného státu. Na dluhopisových trzích se poté podle dostupných informací utváří úroková míra. Ta dále ovlivňuje nejen akciové trhy, ale v konečném důsledku také investice do reálné ekonomiky.

¹¹ ČNB, Zpráva o finanční stabilitě 2020/2021

A právě z těchto důvodů by měl být rozpočet sestavován co možná nejpřesněji. Výjimkou mohou být rozpočty sestavované před příchodem či na začátku hospodářské krize, kdy je složité predikovat její rozsah. V České republice došlo k této situaci například při recesi na konci 90. let, kdy se rozpočet dostal poprvé v historii do deficitu. Ještě výraznější rozdíl mezi plánovaným a skutečným deficitem vznikl v krizovém roce 2009. Tento rozdíl činil více než 140 mld. Kč a zároveň ČR v tomto roce hospodařila s jedním z nejvyšších deficitů ve výši 192,4 mld. Kč (Graf 14). V následujících třech letech si naopak v tomto ohledu ČR vedla velmi dobře a skutečné deficity se od plánovaných lišily jen velmi mírně, v průměru o méně než 6 mld. Kč.

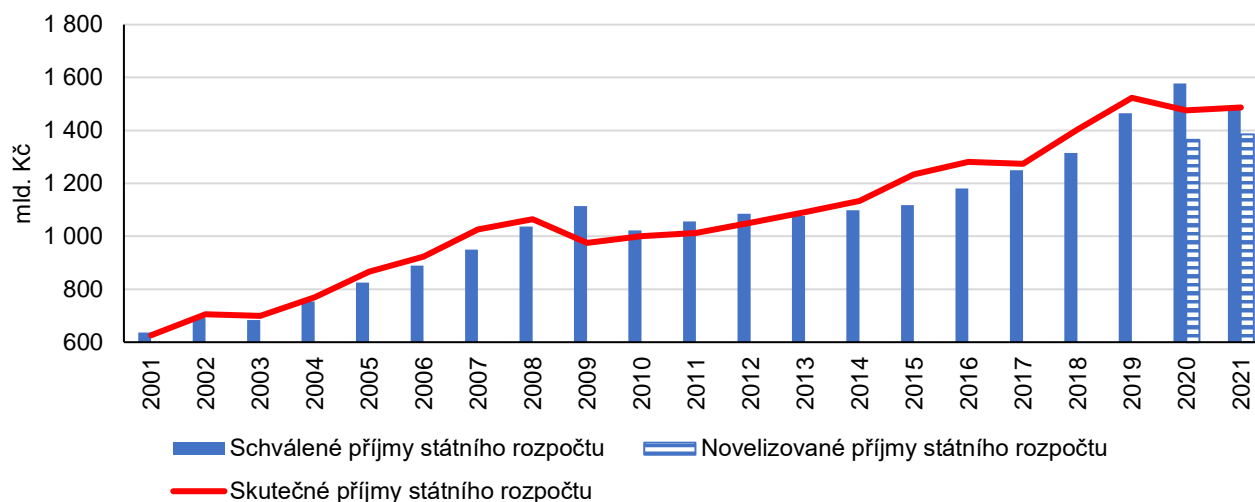
Od roku 2013 však docházelo k čím dál vyšším rozdílům mezi skutečným a plánovaným deficitem. Tento trend dosáhl dalšího ze svých vrcholů v roce 2016, kdy celkový rozdíl činil propastných 131,8 mld. Kč. Přestože česká ekonomika nečelila žádné nepředvídatelné situaci, rozdíl se téměř rovná hodnotě z roku 2009, kdy v ČR propukla největší hospodářská krize v její historii. Hlavním důvodem je pravděpodobně o 2 p.b. vyšší růst ekonomiky, než jaký ještě ve 4Q 2014 předpokládala Makroekonomická predikce MF ČR. Mezi další důvody lze zařadit vysoký meziroční nárůst přijatých transferů z EU. V letech 2017 a 2018, přestože byly naplánované deficity 60, resp. 50 mld. Kč, skončilo hospodaření státního rozpočtu téměř vyrovnané. Na rok 2020 byl naplánovaný deficit státního rozpočtu ve výši 40 mld. Kč. Ten byl však velmi záhy několikrát novelizován na celkových 500 mld. Kč. Skutečné saldo se dosáhlo -367,4 mld. Kč a bylo tak o 327 mld. Kč vyšší než plánované, což je vzhledem k vypuknutí koronavirové krize zcela pochopitelné. Za výrazně větší nedostatek však lze považovat fakt, že skutečné saldo se o více než 130 mld. Kč lišilo také od salda několikrát novelizovaného. Podobné výsledky přinesl také rok 2021, kdy skutečné saldo bylo o 100 mld. Kč vyšší než původně plánované a zároveň o 80 mld. Kč nižší než novelizované.

Graf 14 Schválené a skutečné saldo státního rozpočtu ČR



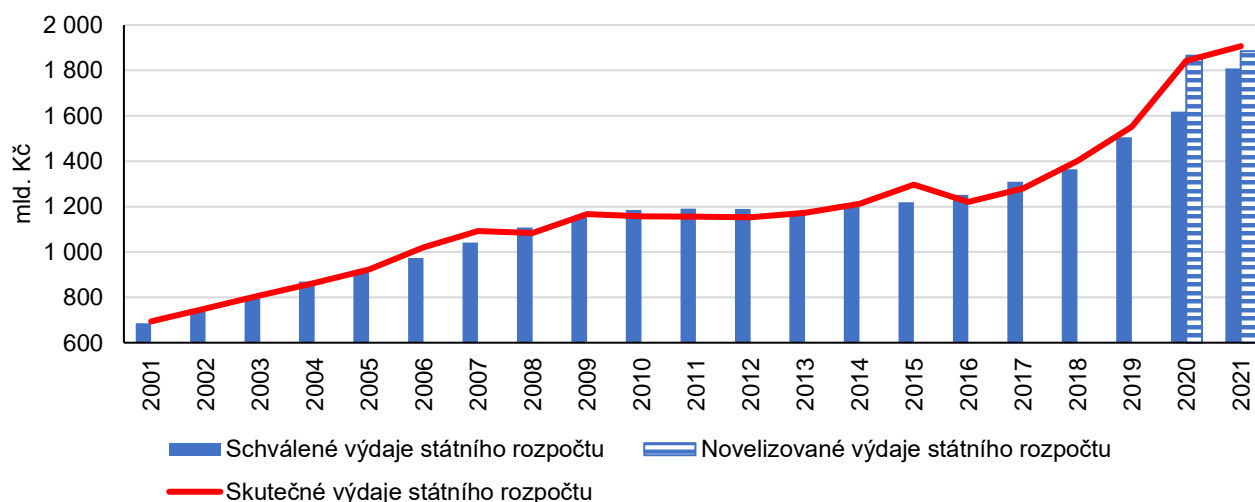
Zdroj: MF ČR

Pokud od sebe oddělíme dvě hlavní složky salda státního rozpočtu, tedy příjmy a výdaje, je možné odchylky mezi plánovaným a skutečným saldem lépe analyzovat. Na příjmové straně docházelo, s výjimkou roku 2001, až do roku 2008 k podhodnocení skutečných příjmů (Graf 15). Skutečné příjmy v tomto období byly vždy vyšší než plánované. K výraznému podhodnocení došlo v roce 2007 a to ve výši více než 76 mld. Kč oproti schváleným příjmům státního rozpočtu a více než 60 mld. Kč oproti schváleným příjmům po změnách. V krizovém roce 2009 naopak došlo k největšímu nadhodnocení příjmů. Z očekávaných příjmů 1 114 mld. Kč, resp. 1 131,8 mld. Kč po změnách, bylo realizováno pouze 974,6 mld. Kč a propad v příjmech tak činil přibližně 157 mld. Kč. Za pozitivum lze považovat, že i přes probíhající hospodářskou krizi nebyly výrazně navýšeny skutečné výdaje státního rozpočtu oproti plánovaným, a naopak skutečné výdaje byly nižší než výdaje po změnách (Graf 16). Skutečné příjmy však byly nižší než plánované následující 4 roky. Od roku 2013 do roku 2019 začalo docházet opět k podhodnocení skutečných příjmů. K největšímu podhodnocení došlo v roce 2016, kdy skutečné příjmy byly o 100 mld. Kč vyšší než plánované. V letech 2020 a 2021 došlo u příjmů státního rozpočtu k inverzní situaci jako u samotného salda. Skutečné příjmy v roce 2020 skončily výrazně pod schválenými příjmy (-102 mld.), ale zároveň výrazně nad novelizovanými příjmy (+110 mld.). V roce 2021 došlo k netradiční situaci, když skutečné příjmy dosáhly téměř přesné výše schválených příjmů, avšak novelizované příjmy, které by měly být přesnější než původně schválené, byly oproti skutečnosti o více než 100 mld. Kč nižší.

Graf 15 Schválené a skutečné příjmy státního rozpočtu ČR

Zdroj: MF ČR

Naproti tomu skutečné výdaje od roku 2001 až do roku 2009, s výjimkou let 2004 a 2008, převyšovaly plánované výdaje. K nejvyššímu růstu oproti plánovaným výdajům došlo v letech 2006 a 2007, kdy se rozdíl pohyboval okolo 50 mld. Kč. Ke změně došlo v letech 2010 až 2013, kdy byly skutečné výdaje nižší než plánované. Zde lze nalézt paralelu s vývojem příjmů, které byly také nižší než plánované, a tak došlo ke korekci i na výdajové straně. Státní rozpočet tak v těchto letech končil téměř podle plánu. V posledních letech docházelo na výdajové straně k výkyvům, kdy např. v roce 2015 byly skutečné výdaje téměř o 80 mld. Kč vyšší než schválené výdaje před provedením rozpočtových změn. V letech 2016 a 2017 byly skutečné výdaje přibližně o 30 mld. Kč nižší oproti plánovaným. Naopak od roku 2019 dochází k podhodnocování plánovaných výdajů. V roce 2020 došlo ze zcela objektivních důvodů k nárůstu výdajů o více než 220 mld. Kč oproti původně schváleným a novelizované výdaje nebyly zhruba o 20 mld. Kč vyčerpány. V roce 2021 však skutečné výdaje o přibližně 100 mld. Kč přesáhly schválené výdaje a o více než 20 mld. Kč také výdaje novelizované.

Graf 16 Schválené a skutečné výdaje státního rozpočtu ČR

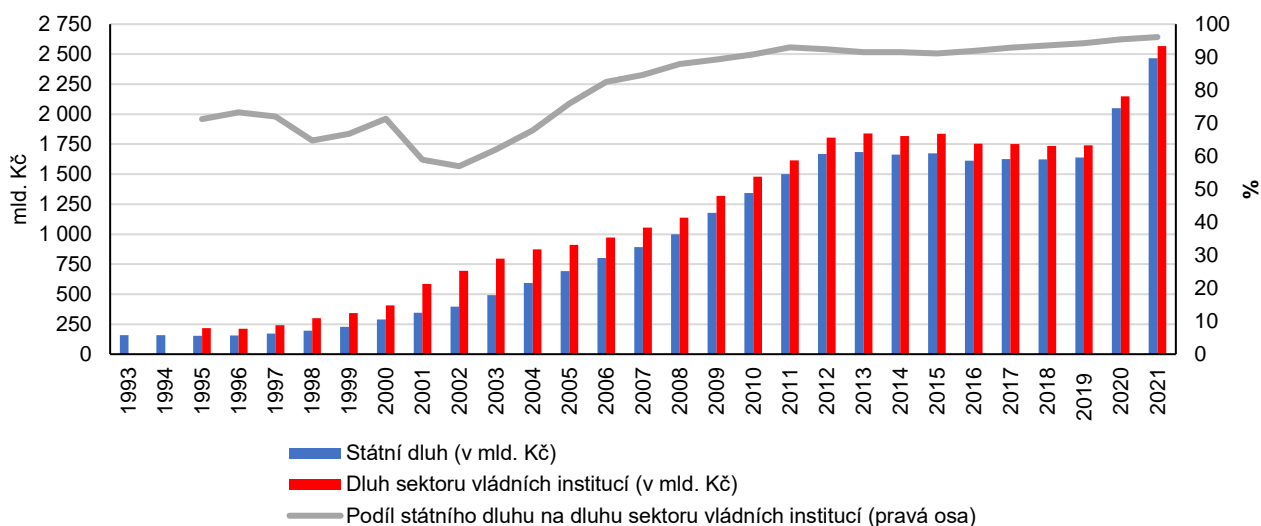
Zdroj: MF ČR

4 Udržitelnost veřejných financí a dluhová dynamika

Kromě dosud diskutovaného státního dluhu je pro mezinárodní komparaci častěji využíván ukazatel s názvem dluh sektoru vládních institucí¹², který je vymezen harmonizovanými pravidly EU. Sektor vládních institucí (S.13) definovaný v souladu s Evropským systémem národních a regionálních účtů (ESA 2010) v České republice zahrnuje tři základní subsektory, kterými jsou ústřední vládní instituce (S.1311), místní vládní instituce (S.1313) a fondy sociálního zabezpečení (S.1314). Zjednodušeně tak lze říci, že dluh sektoru vládních institucí oproti státnímu dluhu obsahuje navíc také dluh územních samosprávných celků (obcí a krajů) a dluh fondů sociálního zabezpečení (zdravotních pojišťoven). Vývoj dluhu sektoru vládních institucí je zobrazen na Grafu 17 a na první pohled si lze všimnout podobné trajektorie jako u státního dluhu. Dluh sektoru vládních institucí byl již od začátku sledování v roce 1995 tvořen z více než 70 % dluhem státním. Tento podíl měl do roku 2002 spíše klesající tendenci, ovšem od roku 2003 došlo k jeho výraznému zvýšení a od roku 2010 tvoří státní dluh více než 90 % dluhu sektoru vládních institucí. V dosud posledním sledovaném roce činil tento podíl rekordních 96 %.

V následující části textu již bude pracováno s akruálními daty za celý sektor vládních institucí (S.13).

Graf 17 Státní dluh a dluh sektoru vládních institucí v ČR



Zdroj: MF ČR, ČSÚ

Při posuzování střednědobé a dlouhodobé udržitelnosti veřejných financí je důležité sledovat několik různých faktorů. Pro hodnocení udržitelnosti je tak nejčastěji používána tzv. rovnice dluhové dynamiky:

$$d_t = d_{t-1} \frac{1+r}{1+g_t} - ps_t + sfa_t$$

kde výše veřejného dluhu (d_t) závisí na výchozí míře zadlužení (d_{t-1}), implicitní úrokové míře (r), tempu růstu HDP v příslušném roce (g_t), výsledném primárním saldu (tj. saldo před zahrnutím úrokových výdajů) veřejných rozpočtů (ps_t) a reziduální položce s názvem stock-flow adjustment (sfa_t).

Pro dluhovou dynamiku je pak klíčový tzv. koeficient dluhové pasti, tedy podíl implicitní úrokové míry a tempa růstu HDP. Pokud budeme předpokládat vyrovnané saldo veřejných rozpočtů a tempo růstu HDP bude dlouhodobě vyšší než implicitní úroková míra, lze mluvit o situaci stabilní dluhové dynamiky. Naopak v případě dlouhodobě vyšších úrokových měr vůči tempům růstu HDP, lze hovořit o situaci která je dlouhodobě neudržitelná a ekonomika směřuje do tzv. dluhové pasti.

Zásadním parametrem v rámci vývoje veřejného dluhu je saldo veřejných rozpočtů, které je s růstem veřejného dluhu velmi těsně provázané. Těsnost této závislosti představuje v rovnici dluhové dynamiky především položka stock-flow adjustment (dále jen SFA). SFA vyjadřuje velikost rozdílu mezi deficitem veřejných rozpočtů a změnou

¹² V zákoně č. 23/2017 Sb., o pravidlech rozpočtové odpovědnosti je dluh sektoru vládních institucí označován jako dluh sektoru veřejných institucí.

veřejného dluhu. Z definice se jedná o statistickou reziduální položku rovnice dluhové dynamiky. V minulosti však bylo SFA využíváno například k negativním praktikám kreativního účetnictví některých evropských vlád, ve snaze vyhnout se sankcím za překročení maastrichtského kritéria pro výši deficitu veřejných rozpočtů.¹³ Při takovém jednání dochází k řadě finančních operací, které se snaží zakrýt rozpočtové deficity, ale prohlubují veřejný dluh.

V případě kladné hodnoty SFA na veřejný dluh působí negativní vlivy a dluh roste více než by odpovídalo současné hodnotě deficitu. V případě záporné hodnoty SFA dochází naopak k pozitivním vlivům a veřejný dluh tak roste méně, případně může docházet až k jeho poklesu, přestože je v daném období generován deficit veřejných rozpočtů. Působení SFA lze rozdělit do tří základních kategorií. Obecně je hlavním faktorem SFA čisté pořízení finančních aktiv. Transakce s finančními nástroji sice nemají přímý dopad na veřejný dluh, protože vedou pouze ke změnám v typu drženého finančního aktiva. Následný dopad na dluh však bude mít, pokud vláda výnosy z prodeje využije ke splácení veřejného dluhu. Dalším faktorem jsou úpravy dluhu mezi které je možné zařadit například vlivy ocenění či pohyby měnového kurzu. A třetí kategorie obsahuje statistické diskrepance spojené zejména s nesrovnalostmi a aktualizací sledovaných dat.¹⁴

Tabulka 3 Stock-flow adjustment v zemích EU

Země	Stock-flow adjustment (% HDP)				
	2017	2018	2019	2020	Průměr
EU	0,0	0,5	0,1	2,5	0,8
EA	-0,1	0,4	0,1	2,3	0,7
Belgie	-0,2	0,3	-0,3	1,2	0,3
Bulharsko	-0,7	0,7	2,0	1,2	0,8
Česká republika	1,4	0,6	0,4	1,2	0,9
Dánsko	1,9	-0,2	4,3	7,6	3,4
Estonsko	-0,7	-0,7	0,9	4,6	1,0
Finsko	-0,2	-0,4	0,4	3,6	0,9
Francie	0,1	0,1	-0,4	2,6	0,6
Chorvatsko	1,1	0,5	1,9	2,5	1,5
Irsko	-0,1	1,5	0,0	-1,2	0,0
Itálie	0,1	0,7	0,1	0,4	0,3
Kypr	-1,5	7,9	0,1	12,8	4,8
Litva	3,1	-2,1	5,0	4,0	2,5
Lotyšsko	0,2	0,2	0,9	0,6	0,5
Lucembursko	4,3	2,8	4,6	-1,0	2,7
Maďarsko	0,7	1,7	0,4	7,2	2,5
Malta	2,7	1,6	0,8	-0,3	1,2
Německo	-0,2	0,4	1,0	3,8	1,3
Nizozemsko	-1,2	-0,5	0,4	0,8	-0,1
Polsko	-1,6	1,1	-0,3	5,5	1,2
Portugalsko	-2,0	0,7	0,4	4,5	0,9
Rakousko	-2,5	-1,0	-0,6	0,4	-0,9
Rumunsko	-0,8	0,2	-0,3	2,7	0,4
Řecko	2,0	10,5	-0,8	-3,7	2,0
Slovensko	0,3	-0,1	-0,4	4,7	1,1
Slovinsko	0,2	1,5	-0,6	3,9	1,3
Španělsko	0,5	-0,1	-1,6	3,0	0,4
Švédsko	1,8	0,7	-1,8	1,2	0,5

Zdroj: Eurostat

Pozn.: EU = Evropská unie, EA = eurozóna

¹³ Dvořák, P., Mimosročnočtové důvody růstu veřejného zadlužení, Politická ekonomie, 2010.

¹⁴ Eurostat, Stock-flow adjustment for the Member States, the EA and the EU for the period 2017-2020.

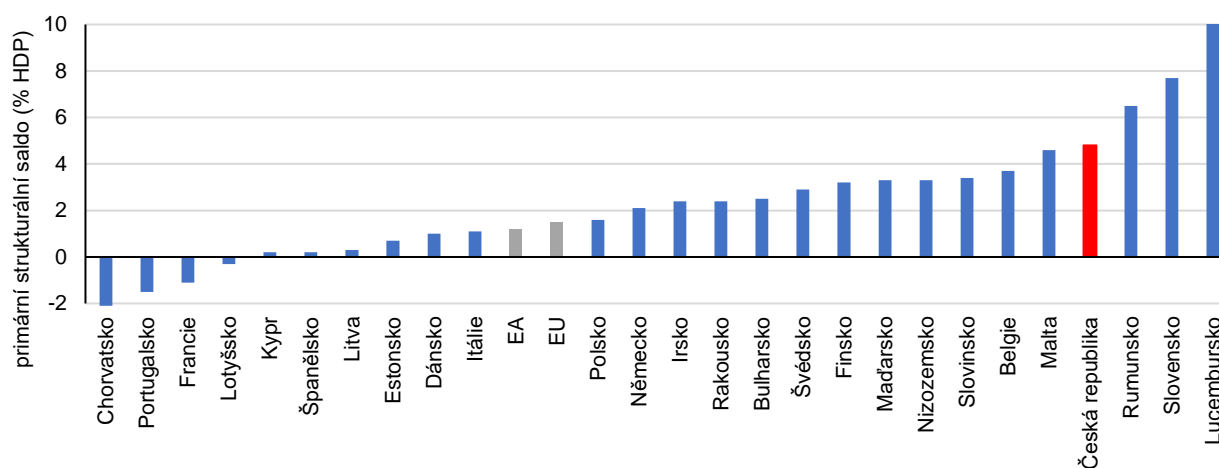
Z dat publikovaných Eurostatem je patrné, že průměrná výše SFA v EU mezi lety 2017 a 2020 byla 0,8 % HDP, přičemž v roce 2017 bylo SFA nulové, v roce 2018 se zvýšilo na 0,5 % HDP, v roce 2019 pokleslo na 0,1 % HDP a pouze v krizovém roce 2020 dosáhlo relativně vysoké hodnoty 2,5 % HDP. Z těchto výsledků se může zdát, že rozdíly mezi přírůstkem dluhu a deficitu jsou v EU marginální, avšak je tomu tak pouze v průměru. Výsledky jednotlivých zemí v jednotlivých letech jsou výrazně odlišné. Mezi země s nejvyšším negativním SFA (v jednom roce) v daném období se řadí Řecko (-3,7 % HDP), Rakousko (-2,5 % HDP) či Švédsko (-1,8 % HDP). Naopak mezi země s nejvyšším pozitivním SFA v jednom roce patří Kypr (12,8 % HDP), Řecko (10,5 % HDP) nebo Dánsko (7,6 % HDP). Nejnižší průměr za celé období 2017-2020 pak vykazuje Rakousko (-0,9 % HDP) a na druhé straně šikaly se nachází Kypr (4,8 % HDP). Tato čísla lze vyložit tak, že kyperský dluh se v uvedeném období zvýšil o 4,8 % HDP více než činily deficity veřejných rozpočtů, naopak Rakousko se zadlužilo o 0,9 % HDP méně oproti výši deficitů.

Česká republika se v této statistice, s průměrnou hodnotou 0,9 % HDP v daném období, pohybuje mírně nad průměrem EU. V jednotlivých letech sledovaného období hodnoty SFA dosahovaly 1,4 % HDP v roce 2017, 0,6 % HDP v roce 2018, 0,4 % HDP v roce 2019 a kladné hodnoty 1,2 % HDP v roce 2020. V celém sledovaném tak na veřejný dluh působily negativní vlivy (podrobněji Tabulka 3).

Mezi další ukazatele udržitelnosti veřejných financí lze zařadit indikátory S1 a S2 z dílny Evropské komise. Indikátor S1 je obecně definován jako počet procent HDP, o který se musí změnit primární strukturální saldo¹⁵ (v každém roce o stejný počet procent HDP) po dobu celého dopředu zvoleného období, aby na konci tohoto období dluh dosahoval předem stanovené hodnoty.¹⁶ Konkrétně Evropská komise pro indikátor S1 pracuje se střednědobým obdobím (15 let) a s prahovou hodnotou dluhu ve výši 60 % HDP.

Indikátor S2 jen naopak základním prvkem analýzy dlouhodobé udržitelnosti veřejných financí na úrovni EU. Při sestavení indikátoru S2 pracuje Evropská komise s nekonečně dlouhým horizontem a vyjadřuje tak fiskální úsilí, které je nutné k tomu, aby se diskontované příjmy a výdaje rovnaly a došlo tak ke stabilizaci zadlužení. Česká republika se v roce 2020 v mezinárodním srovnání umístila na čtvrtém nejhorším místě mezi zeměmi EU, za Lucemburskem, Slovenskem a Rumunskem (Graf 18). Dle uvedeného indikátoru, tedy aby se tuzemské veřejné finance dostaly na udržitelnou trajektorii, by muselo být primární strukturální saldo každoročně o 4,8 % HDP vyšší.

Graf 18 Indikátor dlouhodobé udržitelnosti S2 v roce 2020



Zdroj: Evropská komise, Debt Sustainability Monitor 2020
Pozn.: EU = Evropská unie, EA = eurozóna

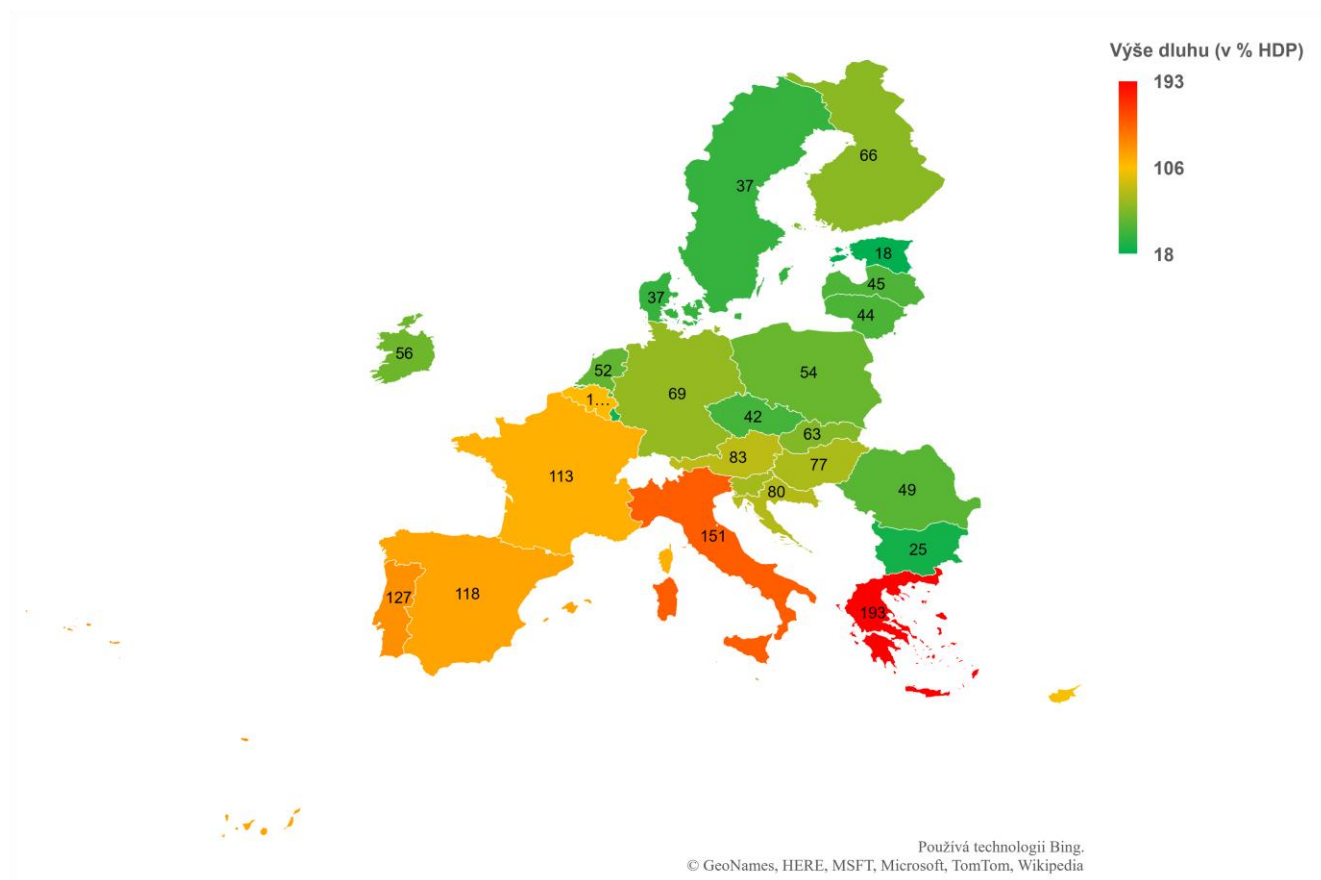
¹⁵ Celkové saldo veřejných rozpočtů očištěné o hospodářský cyklus, jednorázové a přechodné operace a úrokové výdaje státu.

¹⁶ NRR, Zpráva o dlouhodobé udržitelnosti veřejných financí 2021

5 Česká republika v mezinárodním srovnání

Postavení České republiky v mezinárodním srovnání mezi zeměmi Evropské unie v roce 2021 shrnuje Graf 19. Česká republika měla v roce 2021 šestý nejnižší podíl dluhu sektoru vládních institucí v poměru k HDP (41,9 %) mezi zeměmi EU. Nejlepších hodnot dlouhodobě dosahuje Estonsko, které je následované Lucemburskem, Bulharskem, Dánskem a Švédskem. Na opačném konci tohoto žebříčku se nachází státy jižního křídla EU doplněné Francií (112,9 %) a Belgií (108,2 %). Nejméně zadluženou zemí stále zůstává Řecko s dluhem přesahujícím 193 % HDP. Maastrichtské kritérium poměru dluhu sektoru vládních institucí k HDP v roce 2021 splnilo pouze 13 z 28 států EU. Průměrné zadlužení EU v roce 2021 dosahovalo 88,1 %, v případě samostatné eurozóny 95,6 % HDP.

Graf 19 Dluh sektoru vládních institucí v zemích EU v roce 2021



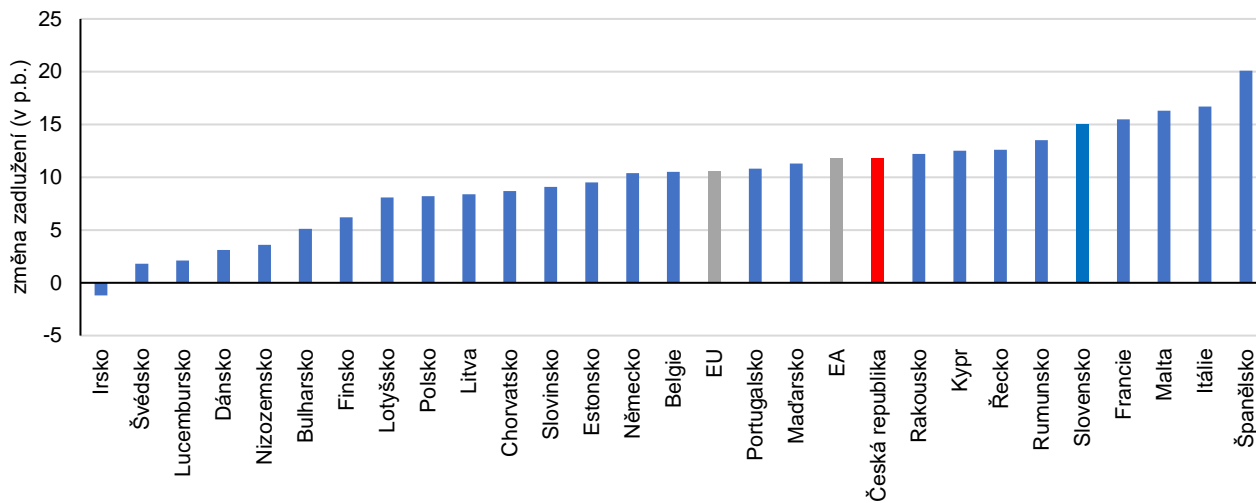
Zdroj: Eurostat

Pozn.: Uvedené hodnoty zadlužení jsou vyjádřeny v % HDP

Ačkoliv dluh České republiky v mezinárodním srovnání dosahuje stále relativně nízkých hodnot, dynamika jejího zadlužování v posledních dvou letech je mezi zeměmi EU nadprůměrná. Zatímco v roce 2019 byl dluh sektoru vládních institucí ve výši 30,1 % HDP, ke konci roku 2021 se zvýšil na 41,9 % HDP. Toto zvýšení o téměř 12 procentních bodů se nachází nad průměrným zvýšením zadlužení EU i eurozóny. Tempo růstu zadlužení v ostatních zemích zobrazuje Graf 20. Koronavirovou krizí s nejmenším dopadem do zadlužení zvládlo Irsko, Švédsko, Lucembursko a Dánsko. Naopak k největšímu relativnímu růstu zadlužení došlo ve Španělsku, Itálii, Maltě nebo Francii.

U většiny států však došlo k výraznému zadlužení zejména v pandemii zasaženém roce 2020. V následujícím roce 2021 naopak 20 zemí EU přistoupilo ke konsolidaci veřejných financí a k meziročnímu snížení dluhu sektoru vládních institucí, přičemž průměrná změna zadlužení v EU činila -1,9 p. b. Česká republika svůj dluh naopak o 4,2 p. b. dále navýšila, což z ní v meziročním srovnání učinilo nejvíce zadlužující se zemi v EU. Na opačném konci se umístilo Řecko, které svůj dluh o 13 p. b. snížilo (podrobněji Graf 21).

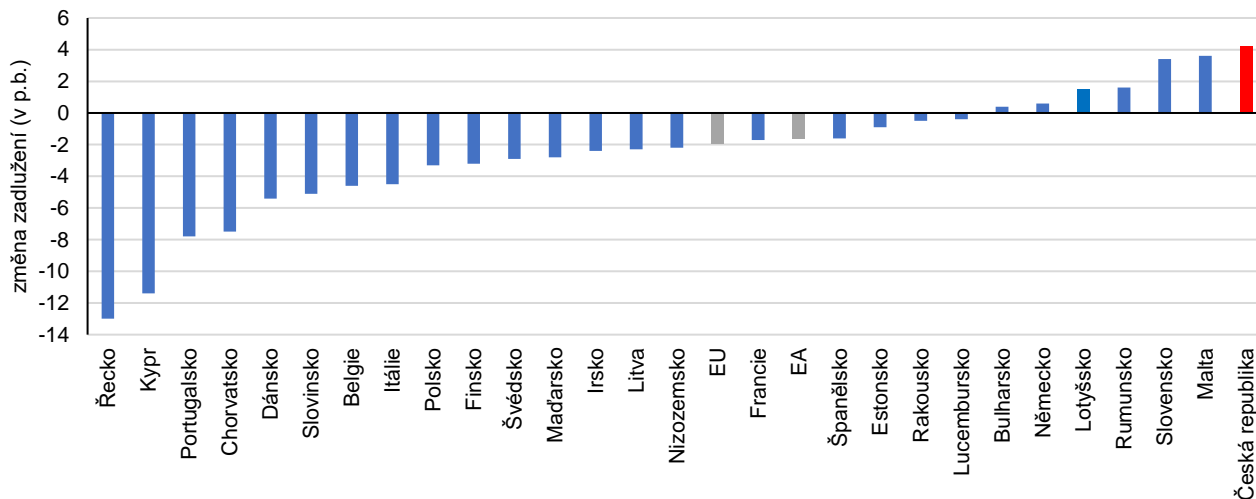
Graf 20 Vývoj dluhu sektoru vládních institucí v letech 2019-2021 v % HDP



Zdroj: Eurostat

Pozn.: EU = Evropská unie, EA = eurozóna

Graf 21 Vývoj dluhu sektoru vládních institucí v letech 2020-2021 v % HDP



Zdroj: Eurostat

Pozn.: EU = Evropská unie, EA = eurozóna

Závěr

Státní dluh České republiky již druhý rok v řadě narostl o více než 400 mld. Kč a na konci roku 2021 dosáhl výše 2 466 mld. Kč. V relativním vyjádření zadlužení vzrostlo o 12 procentních bodů z 28,3 na 40,3 % HDP. Dalším negativním vývojem z pohledu českých veřejných financí prochází úroková míra placená ze státního dluhu, resp. výnos desetiletého státního dluhopisu. Zatímco od roku 2014 do konce roku 2017 a poté opět v druhé polovině roku 2020 se tento výnos pohyboval pod 1 %, v březnu 2022 po deseti letech přesáhnul 3,5 %. Výdaje na obsluhu státního dluhu v roce 2021 činily 42 mld. Kč. Vzhledem k nárůstu úrokových sazeb placených z nově emitovaného či refinancovaného státního dluhu v kombinaci se silným nárůstem jeho nominální výše je nutné počítat s jejich dalším růstem. Na úrokové výdaje je navíc třeba nahlížet jako na zcela neefektivně vynaložené výdaje, které odčerpávají prostředky, které mohly být vynaloženy mnohem efektivněji, a to např. na budování potřebné infrastruktury.

Z důvodu růstu státního dluhu a refinancováním současného dluhu do splatnosti byla v letech 2020 a 2021 také velmi vysoká potřeba financování. Česká republika na finančních trzích v tomto období emitovala státní dluhopisy ve výši 1 300 mld. Kč. Připomeňme, že průměrná roční potřeba financování od roku 2008 do roku 2019 činila pouze 316 mld. Kč. Pro rok 2022 je plánovaná potřeba financování opět více než 550 mld. Kč, což lze vzhledem k rostoucím výnosům českých státních dluhopisů považovat také za negativní.

Z hlediska struktury státního dluhu dochází ke zlepšující se tendenci u vývoje podílu domácího a zahraničního dluhu, kdy podíl zahraničního dluhu od roku 2018 klesá a v současné době dosahuje pouhých 7 %, tj. 173,7 mld. Kč. K pozitivnímu vývoji v posledních letech dochází na první pohled také u struktury státního dluhu z hlediska rezidentů a nerezidentů České republiky. Podíl státního dluhu v držbě nerezidentů ke konci roku 2021 činil 26,5 %, zatímco v průběhu roku 2019 dosahoval i více než 42 %. Za tímto relativním poklesem však nestojí pokles dluhu v držbě nerezidentů, ale výrazný nárůst státního dluhu v letech 2020 a 2021, který převážně putoval do rukou tuzemských subjektů. Většina nově emitovaného státního dluhu pak byla nakoupena českým bankovním sektorem, jehož podíl na držbě dluhu rezidentů vzrostl z 35 % v roce 2019 na 60 % v roce 2021. Na rizika spojená s touto nadměrnou koncentrací svrchované expozice již upozorňuje také Česká národní banka.

Dluh sektoru vládních institucí se zvýšil z hodnoty 30,1 % HDP v roce 2019 na 41,9 % HDP v roce 2021 a jedná se tak o nárůst o 11,8 procentních bodů v průběhu dvou let. V porovnání s ostatními státy EU je zadlužení v poměru k HDP stále na relativně nízké úrovni a řadí Českou republiku na pomyslnou šestou příčku. Jeho nárůst v posledních dvou letech je však nadprůměrný a v posledním roce dokonce nejvyšší v celé EU.

Na závěr je vhodné upozornit na problematiku plánovaných a skutečných deficitů státního rozpočtu. Pro každou ekonomiku je důležitá kredibilita vlády při sestavování státního rozpočtu, tedy aby se schválené saldo státního rozpočtu co možná nejvíce přibližovalo saldu skutečnému. V tomto směru má státní rozpočet České republiky výrazné mezery, a to nejen v posledních dvou letech.