

**Úřad  
Národní  
rozpočtové  
rady**

**Význam dluhové brzdy  
pro českou ekonomiku**

Úřad Národní rozpočtové rady

**Význam dluhové brzdy pro českou ekonomiku**

Informační studie

leden 2022

Eva Zamrazilová ([eva.zamrazilova@unrr.cz](mailto:eva.zamrazilova@unrr.cz))

Pavel Morda ([pavel.morda@unrr.cz](mailto:pavel.morda@unrr.cz))

Martin Zeman ([martin.zeman@unrr.cz](mailto:martin.zeman@unrr.cz))

Úřad Národní rozpočtové rady  
Holečkova 31, 150 00 Praha 5

tel.: 277 771 010  
e-mail: [podatelna@unrr.cz](mailto:podatelna@unrr.cz)  
[www.rozpoctovarada.cz](http://www.rozpoctovarada.cz)

## Úvod

Zákon o pravidlech rozpočtové odpovědnosti obsahuje dvě základní pojistky, které mají zajistit dlouhodobou udržitelnost veřejných financí. Zjednodušeně jde o pravidlo každoroční maximálně přípustné výše strukturálního deficitu ve výši 1 % HDP (výdajové pravidlo) a pravidlo tzv. dluhové brzdy ve výši 55 % HDP (dluhové pravidlo).

První pravidlo bylo během roku 2020 dvakrát rozvolněno s dopady na střednědobou i dlouhodobou trajektorii veřejného zadlužení. Zprávy NRR se tomuto vývoji poměrně podrobně věnovaly.<sup>1</sup> Důsledkem dvojího rozvolnění prvního pravidla bylo zvýšení rizika nárazu na dluhovou brzdu v průběhu příštích několika let.

Hospodářské cykly jsou nedílnou součástí tržní ekonomiky a jednou z hlavních úloh fiskální politiky (stabilizační funkce) je hospodářské výkyvy vyrovnávat. Studie prezentuje řadu důvodů, proč dává dluhové pravidlo smysl a je třeba jej dlouhodobě dodržovat. Jde zejména o to ilustrovat, že čím vyšší úroveň zadluženosti ekonomika dosáhne, tím citlivější je v epizodách hospodářských poruch na podmínky financování na finančních trzích z pohledu obsluhy dluhu.

Prvním momentem, který chce studie zdůraznit, je citlivost růstu zadlužení v epizodách hospodářských propadů i konsolidací veřejných financí na implicitní úrokovou míru placenou z veřejného dluhu a na primární saldo veřejných financí.<sup>2</sup>

Stěžejním cílem je demonstrovat, že náklady na obsluhu dluhu rostou za stejných okolností velmi diferencovaně v závislosti na výši zadlužení ekonomiky.

## 1 Dluhová brzda jako součást zákona o rozpočtové odpovědnosti

Dluhovou brzdou v českém právním prostředí nazýváme fiskální pravidlo včleněné do zákona č. 23/2017 Sb., o pravidlech rozpočtové zodpovědnosti, v platném znění.

Přijetím tohoto zákona byla do českého právního řádu implementována značná část směrnice Rady 2011/85/EU ze dne 8. listopadu 2011, o požadavcích na rozpočtové rámce členských států. Současně zákon navazuje na přímo použitelné unijní předpisy, které mají členským státům pomoci předejít vzniku neudržitelných veřejných financí.<sup>3</sup>

Požadavek na udržitelnost veřejných financí, jakožto i rozpočtovou odpovědnost, která je jejím neodmyslitelným předpokladem, vychází již ze zakládajících smluv EU<sup>4</sup>. Do popředí zájmu EU se ale rozpočtová odpovědnost dostala až po ekonomické krizi v roce 2008, kdy vysoké zadlužení začalo vytvářet značné komplikace. Aby se dalšímu výraznějšímu zadlužování a problémům s ním spojeným zabránilo, a to zejména u států eurozóny, přistoupila EU mezi lety 2011 a 2013 k přijetí právních aktů<sup>5</sup>, jimiž za účelem zpřísnění svého rozpočtového a hospodářského dohledu posílila tehdy již účinný Pakt o stabilitě a růstu.<sup>6</sup>

Vzhledem k tomu, že Česká republika není součástí měnové unie, byla povinna adaptovat národní fiskální rámec pouze na požadavky těch ustanovení předpisů Paktu o stabilitě a růstu, která dopadají na všechny členské státy. Současně byla povinna do svého vnitrostátního právního řádu řádně implementovat shora uvedenou směrnici Rady č. 2011/85/EU.

Implementace směrnice Rady č. 2011/85/EU do českého právního řádu měla původně spočívat v přijetí ústavního zákona a jeho prováděcích zákonů.<sup>7</sup> Po několikaleté diskuzi provázené změnou politického uspořádání však

<sup>1</sup> NRR (2021): Zpráva o plnění pravidel rozpočtové odpovědnosti za rok 2020; NRR (2021): Zpráva o dlouhodobé udržitelnosti veřejných financí.

<sup>2</sup> Primární saldo veřejných financí je celkové saldo očištěné o výdaje na obsluhu dluhu, tedy o úrokové náklady.

<sup>3</sup> Zákon výslovně uvádí tři nařízení, všechny jsou (původními) součástmi tzv. Paktu stability a růstu. Jedná se o Nařízení Rady (ES) č. 1466/1997 ze dne 7. července 1997 o posílení dohledu nad stavy rozpočtů a nad hospodářskými politikami a o posílení koordinace hospodářských politik, v platném znění, Nařízení Rady (ES) č. 1467/1997 ze dne 7. července 1997 o urychlení a vyjasnění postupu při nadměrném schodku, v platném znění a Nařízení Rady (ES) č. 479/2009 ze dne 25. května 2009 o použití Protokolu o postupu při nadměrném schodku, připojeného ke Smlouvě o založení Evropského společenství (kodifikované znění), v platném znění.

<sup>4</sup> Smlouva o fungování Evropské unie upravuje tuto oblast zejména v hlavě VIII týkající se hospodářské a měnové politiky. Viz zejména čl. 119 odst. 3, jenž uvádí zásadu "zdravých veřejných financí" jako jednu z hlavních zásad činnosti členských států i EU samotné v oblasti realizace hospodářské a měnové politiky, a dále čl. 121 a 126. Dále je tato úprava konkretizována v Protokolu (č.12) o postupu při nadměrném schodku, připojeného ke Smlouvě o fungování Evropské unie.

<sup>5</sup> Tzv. six-pack z roku 2011 a two-pack z roku 2013. Více viz např. <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/cs/sheet/89/novy-ramec-eu-pro-fiskalni-politiku>

<sup>6</sup> Mimo Pakt o stabilitě a růstu byla přijata mezivládní Smlouva o stabilitě, koordinaci a správě v hospodářské a měnové unii neboli také Fiskální úmluva, platná od 1.1.2013.

<sup>7</sup> Ústavní zákon o rozpočtové odpovědnosti, zákon o pravidlech rozpočtové odpovědnosti, zákon o změně některých zákonů v souvislosti s přijetím ústavního zákona o rozpočtové odpovědnosti a zákona o pravidlech rozpočtové odpovědnosti.

v roce 2017 nebyla ústavní podoba zákona schválena a potřebná opatření proti nadměrnému zadlužování byla nakonec přesunuta do zákona o pravidlech rozpočtové odpovědnosti.

Tento zákon obsahuje dvě fiskální pravidla. Prvním je výdajové pravidlo, které limituje maximální výši výdajů veřejného sektoru v návaznosti na strukturální deficit veřejných financí s limitní hodnotou 1 % HDP. V souvislosti s pandemií bylo výdajové pravidlo dvakrát rozvolněno prostřednictvím navýšení limitu strukturálního salda.

V dubnu 2020 bylo schváleno zvýšení limitu strukturálního salda z  $-1\%$  na  $-4\%$  HDP pro rok 2021. V následujících letech pak měly být veřejné finance konsolidovány tempem 0,5 p.b. ročně. K zákonné limitní hodnotě 1 % strukturálního schodku se měly veřejné finance vrátit v roce 2027. Druhá novela z prosince 2020 vypnula pravidlo strukturálního deficitu pro rok 2021 úplně a při neměnném očekávaném tempu konsolidace v rozsahu 0,5 p.b. ročně oddálila dosažení zákonného limitu strukturálního pravidla až na rok 2031. Tento výpočet je založen na předpokladu strukturálního deficitu veřejných financí pro rok 2021 ve výši 6,1 % HDP.

Druhé, dluhové pravidlo, interpretované též jako „dluhová brzda“, limituje výši celkového dluhu sektoru veřejných institucí (po odečtení rezervy peněžních prostředků k financování státního dluhu) na 55 % nominálního HDP.

Dle zákona bude v případě dosažení či překročení této 55% hranice (tzv. nárazu do dluhové brzdy) spuštěna řada opatření vedoucích k nápravě, spočívající v trvalém návratu úrovně zadlužení zpět pod tuto hranici. Jedná se zjednodušeně o následující sérii kroků:

1. Vláda České republiky schválí a předloží Poslanecké sněmovně ČR návrh a střednědobý výhled státního rozpočtu a rozpočtu státních fondů, které vedou k dlouhodobě udržitelnému stavu veřejných financí.
2. Vláda ČR schválí a předloží návrhy vyrovnaných rozpočtů zdravotních pojišťoven.
3. Jednotlivé územní samosprávné celky schválí svůj rozpočet na následující rok jako vyrovnaný, nebo přebytkový.
4. Veřejné instituce, které nespádají pod předchozí body, nesmí v období, ve kterém výše dluhu dosahuje více než 55 % HDP zřizovat nové závazky ze smluv.<sup>8</sup>

Z těchto opatření je zřejmé, že ačkoli by byl náraz do dluhové brzdy způsobený špatným hospodařením vlád, negativně by ovlivnil další subjekty, především obce a kraje. Tato skutečnost byla jedním z důvodů, proč zákon vyvolal u samospráv značně negativní reakce – obce a kraje, jakožto i jejich sdružení a svazy poukazovaly na údajnou protiústavnost některých částí úpravy, které dle jejich mínění omezují ústavní právo na samosprávu. Nicméně Ústavní soud návrh na zrušení sporných ustanovení tohoto zákona, podanou skupinou senátorů, zamítl.<sup>9</sup> Rozhodnutí však bylo doprovázeno značným množstvím disentů a není tedy vyloučeno, že dojde-li v budoucnu zákonodárci k otevření zákona, budou některé z těchto sporných částí upraveny.

Nebylo by to poprvé, kdy by byl zákon novelizován. K významným úpravám zákona došlo již během pandemie COVID-19, která přinesla značné navýšení státních výdajů. Jak bylo uvedeno výše, zákon byl v roce 2020 novelizován hned dvakrát. Novelty se však vždy týkaly pouze výdajového pravidla.

To, že pravidla rozpočtové odpovědnosti nebyla do českého právního rámce adaptována formou ústavního zákona, znamená pro současnou právní úpravu vystavení nebezpečí častějších změn, které ale bohužel ne vždy musí být ve prospěch udržitelnosti veřejných financí. Fiskální pravidla by se neměla přizpůsobovat fiskální politice, fiskální politika se má tvořit tak, aby byla v souladu s fiskálními pravidly.

<sup>8</sup> Blíže viz ust. § 14 zákona č. 23/2017 Sb., o pravidlech rozpočtové zodpovědnosti, v platném znění.

<sup>9</sup> Blíže viz Ústavní soud. Projednávané plenární věci – Pl. ÚS 6 /17 [online]. © 2015 [cit. 12.6. 2017] a nález Ústavního soudu ČR ze dne 20.2.2018, sp. zn. Pl. ÚS 6 /17. Ústavní soud [online]. © 2015 [cit. 21.6.2018].

## 2 Varianty dluhových trajektorií

Vývoj veřejného zadlužení (veřejný dluh v % HDP) závisí především na třech základních proměnných:

- primárním saldu (celkovém saldu veřejných financí očištěném od úrokových plateb úroků z dluhu v % HDP ( $ps_t$ )),
- implicitní nominální úrokové míře, kterou je dluh veřejných institucí úročen ( $r$ ),
- nominálním růstu hrubého domácího produktu ( $g$ ).

Vztahy mezi zadlužeností v roce  $t-1$  a následujícím roce  $t$  lze vyjádřit základní zjednodušenou rovnicí dluhové dynamiky:

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

Kde  $d_t$  a  $d_{t-1}$  je dluh v poměru k HDP v roce  $t$ , resp.  $t-1$ ,  $r_t$  je průměrná (implicitní) úroková míra placená z dluhu v roce  $t$ ,  $g_t$  meziroční tempo růstu nominálního HDP mezi lety  $t$  a  $t-1$  a  $ps_t$  primární saldo veřejných financí v % HDP v roce  $t$ .

Výchozím předpokladem ilustrace vlivu výše zadlužení na budoucí výši dluhu a náklady na jeho obsluhu je simulace hospodářské poruchy, která předpokládá, že po dobu 5 let roste nominální hrubý domácí produkt pouze tempem 2 %, poté se na období dalších pěti let ekonomika vrací k nominálnímu růstu ve výši 4,5 %. Současně s oslabením růstu HDP se veřejné hospodaření zhoršuje a veřejné finance generují záporné primární saldo veřejných financí. Po obnovení hospodářského růstu je předpokládán postupný návrat na vyrovnanou hodnotu primárního salda veřejných financí o 1 procentní bod ročně až do momentu vyrovnaného primárního hospodaření. Tento předpoklad je relativně silný, protože konsolidace primárního salda by velmi pravděpodobně vyžadovala pozvolnější trajektorii a tedy delší časový horizont. Účelem studie není simulovat trajektorii konsolidace veřejných financí, ale demonstrovat vliv výše zadlužení nejen na jeho další vývoj, ale i na zátěž veřejných financí danou obsluhou dluhu. Proto byl zvolen tento do určité míry optimistický předpoklad relativně rychlé konsolidace primárního salda.

Výpočty dále vycházejí z několika scénářů, které se liší výchozí mírou zadlužení – tedy poměrem veřejného dluhu k HDP. Dále se liší implicitní úrokovou sazbou – tedy výší úroků placených z veřejného dluhu – a následně také výší primárního deficitu. Podrobněji v tabulce 1, kde jsou scénáře rozlišeny názvy „Nízce zadlužená ekonomika“, „Středně zadlužená ekonomika“, „Vysoce zadlužená ekonomika“ a „Předlužená ekonomika“ – jedná se o zjednodušené pojmenování odvozené od výše zadlužení vládního sektoru v % HDP.

**Tabulka 1 Předpoklady jednotlivých scénářů**

	Původní výše zadlužení	Implicitní úroková míra	Primární saldo v prvních 5 letech hosp. poruchy
Nízce zadlužená ekonomika (scénář 1)	40 % HDP	2 %, 3 %	-1 %, -2 %, -3 %
Středně zadlužená ekonomika (scénář 2)	60 % HDP	2 %, 3 %	-1 %, -2 %, -3 %
Vysoce zadlužená ekonomika (scénář 3)	80 % HDP	2 %, 3 %	-1 %, -2 %, -3 %
Předlužená ekonomika (scénář 4)	100 % HDP	2 %, 3 %	-1 %, -2 %, -3 %

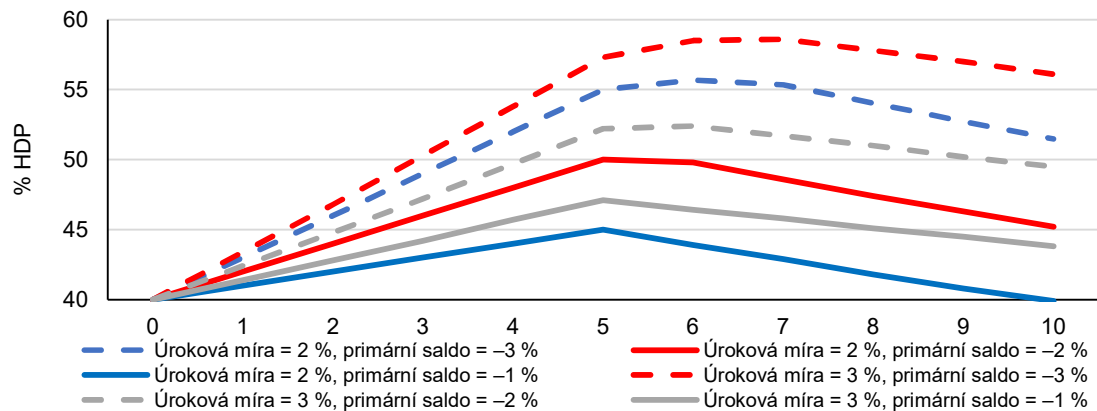
Zdroj: NRR

Grafy 1 až 4 ilustrují dynamiku zadlužení v průběhu předpokládaného desetiletého hospodářského cyklu v případě výchozí výše zadlužení ve čtyřech uvedených scénářích. Graf 1 ukazuje vývoj zadlužení při výchozí výši 40 %, graf 2 přináší stejnou informaci pro výchozí výši zadlužení 60 %, graf 3 předpokládá výchozí výši zadlužení na úrovni 80 % a graf 4 ilustruje vývoj zadlužení pro ekonomiku, která dosáhla výše zadlužení 100 % HDP.

### 2.1 Nízce zadlužená ekonomika (scénář 1)

Ve scénáři nízce zadlužené ekonomiky se v situaci 3% úrokové sazby a 3% primárního deficitu během pěti let, v nichž ekonomika reálně stagnuje, zvýší zadlužení ze 40 na více než 57 % HDP. Naopak v nejmírnější variantě scénáře s 2% úrokovou sazbou a 1% primárním deficitem vzroste zadlužení pouze na 45 % HDP. Tato varianta scénáře je také jediná, ve které se zadlužení po pěti relativně příznivých letech vrací zpět na výchozí úroveň. V nejpesimističtější variantě tohoto scénáře se zadlužení i na desetiletém horizontu drží nad 56 % HDP a dojde tak ke zvýšení dluhu o více než 16 p.b.

Graf 1 Vývoj výše zadlužení pro nízké zadlužené ekonomiky (scénář 1)

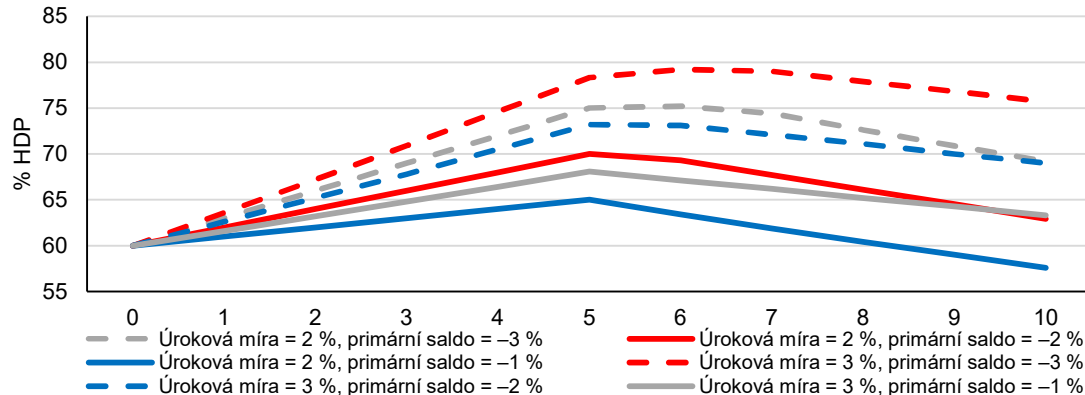


Zdroj: Výpočty NRR.

## 2.2 Středně zadlužená ekonomika (scénář 2)

Ve scénáři 2, kde se jedná o středně zadluženou ekonomiku, lze v různých variantách pozorovat ještě větší diferenci v zadlužení po prvních 5 letech hospodářské poruchy. Pro 2% implicitní úrokovou míru a 1% primární deficit se zadlužení zvýší z 60 % na 65 %, zatímco při 3% úrokové míře a 3% primární deficitu na více než 78 % HDP. Na konci horizontu se pak v neoptimističtější variantě tohoto scénáře zadlužení dostane pod původní úroveň 60 %, pro nejpesimističtější scénář zadlužení zůstává na 75 % HDP.

Graf 2 Vývoj výše zadlužení středně zadlužené ekonomiky (scénář 2)

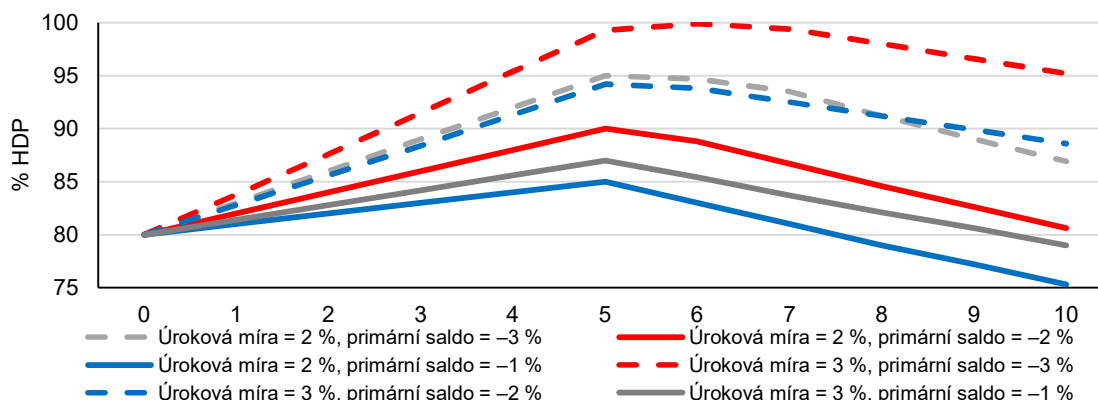


Zdroj: Výpočty NRR.

## 2.3 Vysoce zadlužená ekonomika (scénář 3)

Třetí scénář představuje ekonomiku s výchozím zadlužením 80 % HDP. Zde u varianty 3% úrokové míry a 3% primárního deficitu dochází, po pěti letech reálné stagnace, k růstu zadlužení o téměř 20 p.b. a celkové zadlužení se dostává na hodnotu téměř 100 % HDP. U variant scénářů s 2% úrokovou sazbou a primárním saldem -1 či -2 % HDP dluh dosáhne hodnoty 80 resp. 90 % HDP. Na horizontu scénáře pak lze najít ještě markantnější rozdíly mezi jednotlivými variantami. U neoptimističtější varianty dojde k poklesu zadlužení až na 75 % HDP, zatímco v nejtěžší variantě scénáře zadlužení i po pěti letech konsolidace a hospodářského růstu zůstává nad úrovní 95 % HDP.

Graf 3 Vývoj výše zadlužení vysoce zadlužené ekonomiky (scénář 3)

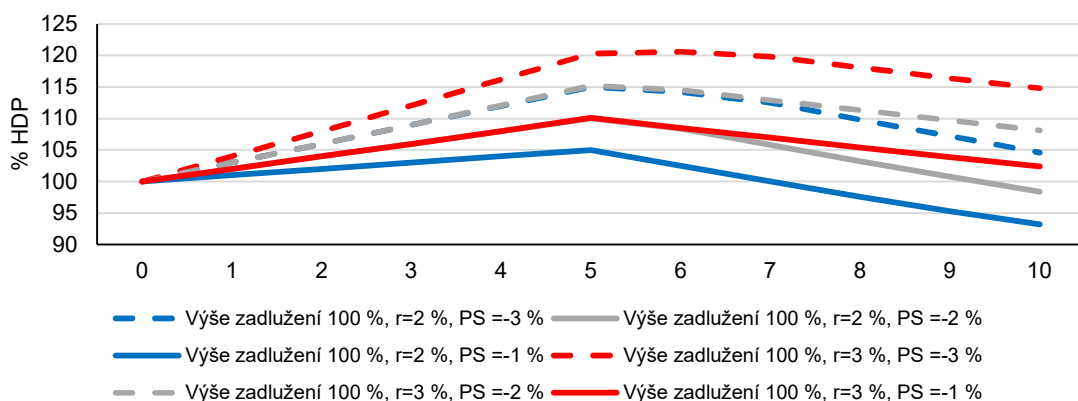


Zdroj: Výpočty NRR.

## 2.4 Předlužená ekonomika (scénář 4)

Poslední, čtvrtý scénář vyznívá velmi podobně jako předchozí scénáře. Zadlužení v optimistické variantě 2% úrokové sazby a 1% primárního deficitu se po pěti letech hospodářské poruchy zvýší pouze o 5 p.b. na hodnotu 105 % HDP. Naopak při vyšší úrokové míře a primárním deficitu ve výši 3 % se zadlužení zvýší o více než 20 p.b. na horizontu scénáře zůstává stále okolo 115 % HDP.

Graf 4 Vývoj výše zadlužení předlužené ekonomiky (scénář 4)



Zdroj: Výpočty NRR.

Dynamika zadlužení se výrazně liší v závislosti na výši úrokové míry a primárního salda. V případě nízké a středně zadlužené ekonomiky (scénáře 1 a 2) je ekonomika schopna návratu po deseti letech přibližně na původní úroveň zadlužení pouze v případě, kdy úroková sazba dosahuje 2 % a primární deficit v době hospodářské poruchy nepřekročí 1 %. U vysoce zadlužené ekonomiky (scénář 3) je v případě 2% úrokové sazby ekonomika schopna návratu na výchozí úroveň zadlužení v případě 1% a 2% primárního deficitu v období hospodářské poruchy. Při 3% úrokové sazbě je návrat zadlužení na výchozí úroveň možný pouze v případě 1 % primárního deficitu.

U předlužené ekonomiky (scénář 4) se ekonomika vrací na původní úroveň zadlužení, pokud generuje v období slabého růstu primární deficitu do 2 % HDP a úroková sazba z dluhu dosahuje 2 %. Pokud je dluh zatížen úrokovou sazbou 3 %, na výchozí hladinu zadlužení se již ekonomika v našich projekcích není schopna vrátit. Všechny scénáře shrnují tabulky 2 a 3.

**Tabulka 2 Varianty dluhových trajektorií při implicitní úrokové míře 2 %**

	Původní výše zadlužení (v % HDP)	Výše zadlužení po 5 letech krize (v % HDP)			Výše zadlužení na horizontu scénáře (v % HDP)		
		PS-1 %	PS-2 %	PS-3 %	PS-1 %	PS-2 %	PS-3 %
Nízce zadlužená ekonomika (scénář 1)	40 %	45,0	50,0	55,0	39,9	45,2	51,5
Středně zadlužená ekonomika (scénář 2)	60 %	65,0	70,0	75,0	57,6	62,9	69,2
Vysoce zadlužená ekonomika (scénář 3)	80 %	85,0	90,0	95,0	75,3	80,6	86,9
Předlužená ekonomika (scénář 4)	100 %	105,0	110,0	115,0	93,0	98,4	104,6

Zdroj: NRR.

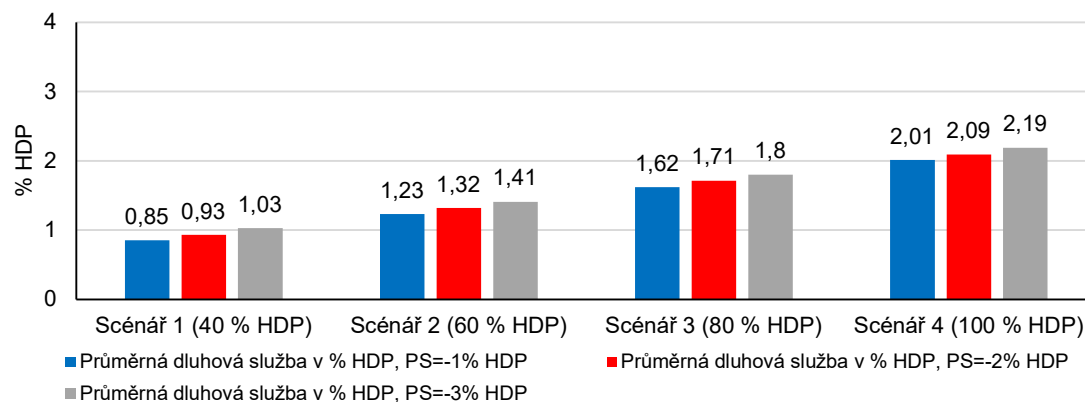
**Tabulka 3 Varianty dluhových trajektorií při úrokové míře 3 %**

	Původní výše zadlužení (v % HDP)	Výše zadlužení po 5 letech krize (v % HDP)			Výše zadlužení na horizontu scénáře (v % HDP)		
		PS-1 %	PS-2 %	PS-3 %	PS-1 %	PS-2 %	PS-3 %
Nízce zadlužená ekonomika (scénář 1)	40 %	47,1	52,2	57,3	43,8	49,5	56,1
Středně zadlužená ekonomika (scénář 2)	60 %	68,1	73,2	78,3	63,3	69,0	75,7
Vysoce zadlužená ekonomika (scénář 3)	80 %	89,1	94,2	99,3	82,9	88,6	95,2
Předlužená ekonomika (scénář 4)	100 %	110,1	115,2	120,3	102,4	108,1	114,8

Zdroj: NRR.

Platí, že z nižší úrovně zadlužení roste výše zadlužení relativně rychleji. Mohlo by se tedy zdát, že pokud se vysoce zadluženým či předluženým ekonomikám může podařit vrátit po obnovení hospodářského růstu zpět na původní úroveň zadlužení, není vlastně mezi dluhovými dynamikami různě zadlužených zemí velký rozdíl. Srovnání by dokonce mohlo vyznívat hůře pro nízko zadlužené ekonomiky, kde je relativní vzestup zadluženosti na konci období v některých scénářích horší než pro ekonomiky vysoce zadlužené či předlužené. Tento povrchní pohled by mohl sloužit jako argument pro „popírače“ potřeby fiskálního dluhového pravidla.

Zásadním aspektem je v dalším textu porovnání výše úrokových nákladů na obsluhu veřejného dluhu v různých scénářích. Grafy 5 a 6 znázorňují výši dluhové služby při dvouprocentní a tříprocentní výši implicitní nominální úrokové míry, kterou je veřejný dluh zatížen při všech čtyřech výchozích hladinách zadlužení.

**Graf 5 Dluhová služba při implicitní úrokové míře 2 %**

Zdroj: Výpočty NRR.



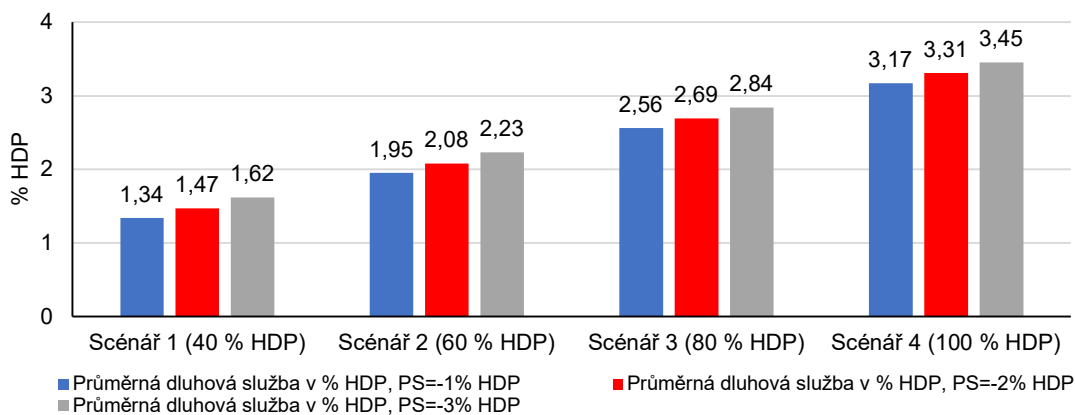
Na srovnání stejných scénářů, které předpokládají stejný průběh hospodářského cyklu, stejnou výši úrokové sazby a stejnou výši primárního salda v období hospodářské poruchy, se shodným tempem následné konsolidace primárního salda lze ilustrovat rozdílnou průměrnou výši nákladů na obsluhu veřejného dluhu. Rozdíly v nákladech obsluhy dluhu jsou markantní.

V případě scénáře 2% úrokové sazby a 1% primárního deficitu činí průměrné náklady na obsluhu dluhu v případě nízko zadlužené ekonomiky (scénář 1) 0,85 % HDP, v případě středně zadlužené ekonomiky (scénář 2) se zvýší na 1,23 %, pro vysoce zadluženou ekonomiku (scénář 3) dále vzrostou na 1,62 % a konečně pro předluženou ekonomiku (scénář 4) vystoupají na 2,01 % HDP.

V případě scénáře 2% úrokové sazby a 2% primárního deficitu činí průměrné náklady na obsluhu dluhu v případě nízko zadlužené ekonomiky 0,93 % HDP, v případě středně zadlužené ekonomiky stoupnou na 1,32 % HDP, pro vysoce zadluženou ekonomiku dále vzrostou na 1,71 % a pro předluženou ekonomiku dosáhnou 2,09 % HDP.

V případě scénáře 2% úrokové sazby a 3% primárního deficitu činí průměrné náklady na obsluhu dluhu v případě nízko zadlužené ekonomiky 1,03 % HDP, v případě středně zadlužené ekonomiky stoupnou na 1,41 %, pro vysoce zadluženou ekonomiku na 1,8 % a u předlužené ekonomiky dosáhnou 2,19 % HDP.

**Graf 6 Dluhová služba při implicitní úrokové míře 3 %**



Zdroj: Výpočty NRR.

Rozdíly v průměrných nákladech na dluhovou službu jsou ještě markantnější při vyšší úrokové sazbě na úrovni 3 %.

V případě scénáře 3% úrokové sazby a 1% primárního deficitu činí průměrné náklady na obsluhu dluhu pro nízko zadluženou ekonomiku 1,34 % HDP pro středně zadluženou ekonomiku se zvýší na 1,95 % HDP, pro vysoce zadluženou ekonomiku dále stoupnou na 2,56 % a pro předluženou ekonomiku až na 3,17 %.

V případě scénáře 3% úrokové sazby a 2% primárního deficitu činí průměrné náklady na obsluhu dluhu v případě nízko zadlužené ekonomiky 1,47 % HDP, v případě středně zadlužené ekonomiky stoupnou na 2,08 % HDP, pro vysoce zadluženou ekonomiku dále vzrostou na 2,69 % a pro předluženou ekonomiku dosáhnou 3,31 % HDP.

V případě scénáře 3% úrokové sazby a 3% primárního deficitu činí průměrné náklady na obsluhu dluhu v případě nízko zadlužené ekonomiky 1,62 % HDP, v případě středně zadlužené ekonomiky stoupnou na 2,23 %, pro vysoce zadluženou ekonomiku na 2,84 % a u předlužené ekonomiky dosáhnou 3,45 %.

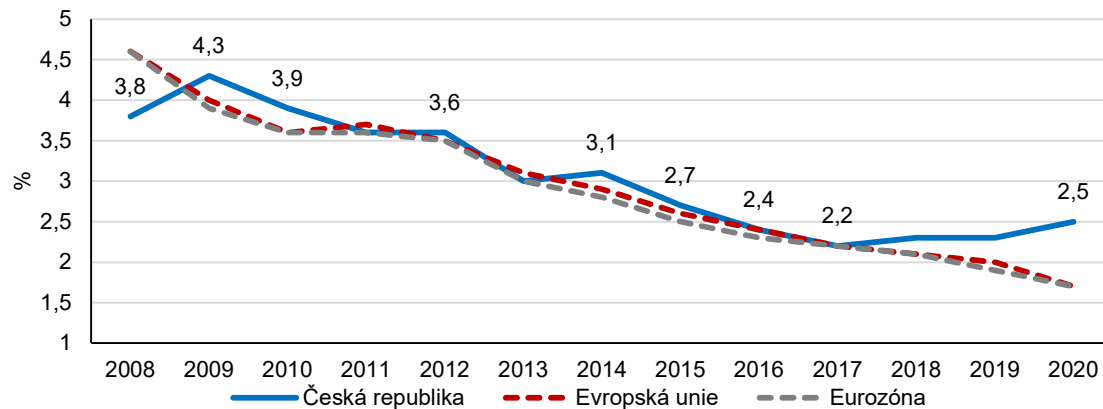
### 3 Empirické souvislosti v rámci zemí EU a ČR

Představené scénáře nebyly vybrány náhodně, ale vycházely z minulé i současné reality. Pro modelování hospodářské poruchy bylo zvoleno 5leté období, v němž nominální růst HDP dosahuje 2 %. V pětiletém období 2008–2013 činilo průměrné tempo nominálního růstu českého HDP pouze 0,5 %, scénáře tedy počítají s hospodářskou poruchou podstatně nižšího rozsahu, než jaký by odpovídal předchozí hospodářské krizi. Předpoklady ohledně implicitní úrokové míry jsou rovněž relativně měkké, což ilustrují grafy 7 a 8 níže.

Implicitní úroková míra v letech 2008–2020 (graf 7) se pro země EU aktuálně pohybuje pod 2 %, v ČR dosahuje 2,5 %. V minulosti se úroková sazba placená ze státního dluhu pohybovala podstatně výše – až do momentu, kdy Evropská centrální banka (ECB) přistoupila ke kvantitativnímu uvolňování. Ještě v roce 2012 dosahovala

přibližně 3,5 %. Pokud se s nástupem inflačních tlaků následovaných zpřísněním měnové politiky obnoví i růst úrokových sazeb ze státních dluhopisů, je návrat 3% úrokové sazby realistickým scénářem. Ostatně český státní dluh byl v roce 2020 úročen implicitní úrokovou sazbou 2,5 %. V roce 2014 činila tato sazba 3,1 %, což znamená, že scénáře prezentované v této studii jsou s ohledem na nedávnou minulost na hranici realistických až optimistických očekávání z pohledu na budoucí vývoj sazeb, za níž budou realizovatelné české státní dluhopisy.

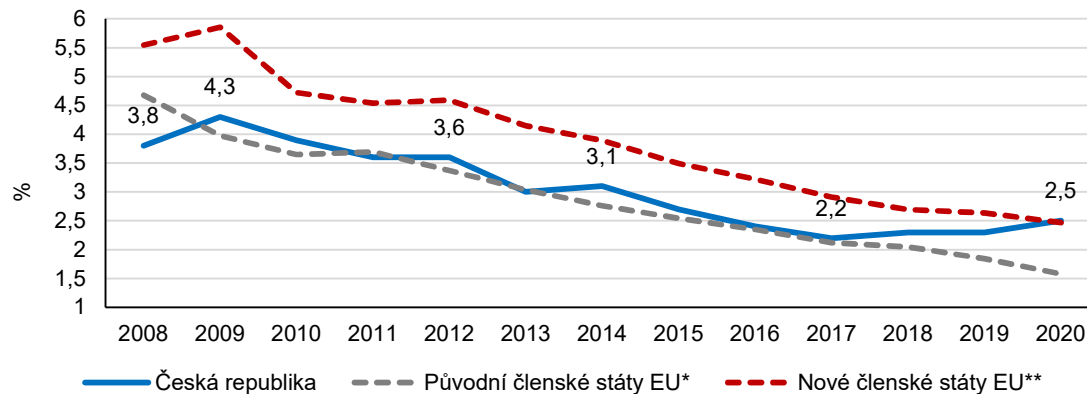
**Graf 7 Vývoj implicitní úrokové míry – ČR, EU, eurozóna**



Zdroj: AMECO (2021).

Graf 8 rozlišuje vývoj implicitních úrokových sazeb pro „původní členské země EU“, respektive EU 15 a pro země, které přistoupily k EU počínaje rokem 2004 („nové členské státy EU“). Nové členské země jsou na finančních trzích považovány za „emerging markets“, čemuž odpovídala i relativně vyšší riziková prémie, a tedy i vyšší implicitní úroková míra. Česko bylo v tomto ohledu v minulosti blíže „původním členským zemím“, nicméně aktuální vzestup implicitní úrokové míry pro české státní dluhopisy posunul ČR na úroveň „nových členských států“. Aktualizovaná zpráva ČNB o finanční stabilitě počítá v základním scénáři v příštích pěti letech s trvalým růstu výnosu 10letého státního dluhopisu až nad 2,5 %. Rizikový scénář tento výnos posunuje pro roky 2022 a 2023 dokonce nad 3 %.<sup>10</sup>

**Graf 8 Vývoj implicitní úrokové míry – ČR, původní EU 14 a „nové členské země“**



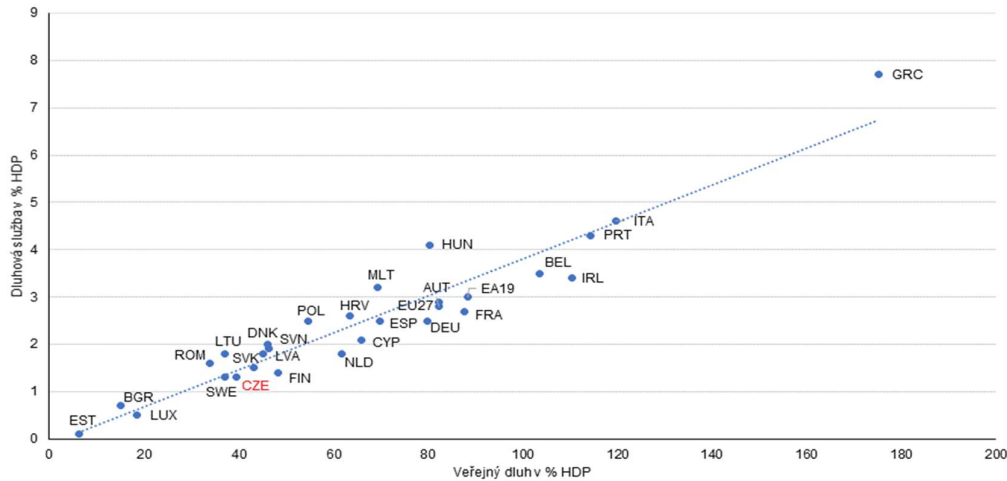
Zdroj: AMECO (2021).

Pozn.: \*původní členské státy EU = původní EU 15 bez Velké Británie; \*\*nové členské státy EU = státy, které přistoupily v roce 2004 a později.

<sup>10</sup> ČNB (2021): Rizika pro finanční stabilitu a jejich indikátor – prosinec 2021 ([RIZIKA PRO FINANČNÍ STABILITU A JEJICH INDIKÁTORY 2021 \(cnb.cz\)](https://www.cnb.cz/rozvoj/rozvoj/rozvoj_rizika_pro_finan%C4%8Dn%C3%AD_stabilitu_a_jejich_indikatory_2021))

Graf 9 sumarizuje realitu výše zadlužení a dluhové služby evropských zemí v % HDP pro rok 2011, tedy před zahájením kvantitativního uvolňování. Shrnující výsledky představených scénářů prezentované grafem 6 velmi dobře odpovídají situaci v EU v roce 2011. Nízko zadlužené ekonomiky, Švédsko, Finsko, Česko a Slovensko vydávaly na dluhovou službu pouze 1,3 až 1,5 % HDP. Vysoce zadlužené země, jejichž reprezentanty byly například Rakousko, Francie a Německo, vydávaly na dluhovou službu přibližně dvojnásobek – mezi 2,5 a 2,7 % HDP. U předlužených ekonomik typu Itálie a Portugalska přesahovaly náklady na dluhovou službu země 4 % HDP, tedy ještě více než naznačovaly naše scénáře.

**Graf 9 Výše zadlužení a dluhová služba v EU27 v roce 2011**

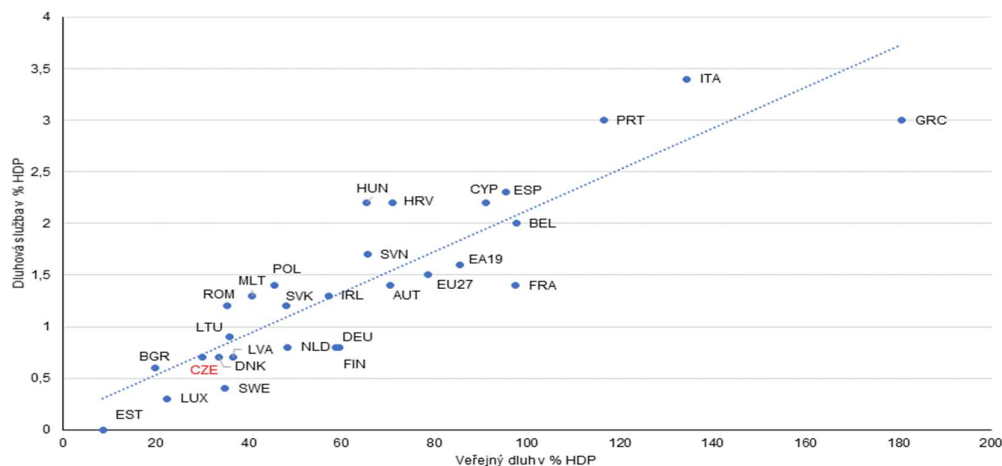


Zdroj: AMECO (2021), vlastní zpracování.

Graf 10 ukazuje realitu výše zadlužení a dluhové služby zemí EU 27 v roce 2019. Průměrná nominální úroková sazba placená ze státních dluhopisů činila 2 %, což odpovídá předpokladu scénářů, jejichž výsledky ukazuje graf 5. I zde panuje soulad mezi scénáři a realitou. Nízko zadluženým zemím se náklady dluhové služby pohybovaly kolem 1 % HDP, či mírně pod touto hodnotou. U ekonomik, jejichž výše zadlužení dosahuje či překračuje 100 % HDP, je dluhová služba přibližně dvojnásobná.

Kvantitativní uvolňování ECB velmi zvýhodnilo hlavní ekonomiky eurozóny. Německo vydávalo v roce 2019 na obsluhu svého dluhu 0,8 % HDP, obdobně jako Česko, Bulharsko nebo Litva. Zadlužení Německa ale dosáhlo 59 %, zatímco české pouze 30 % HDP, bulharské 20 % HDP, litevské 37 % HDP a lotyšské 37 % HDP. Francie platila z dluhu ve výši 98 % HDP celkové úroky pouze 1,4 % HDP, jen nepatrně výše než Slovensko (1,2 % HDP) při poloviční výši zadlužení.

Graf 10 Výše zadlužení a dluhová služba v EU27 v roce 2019



Zdroj: AMECO (2021), vlastní zpracování.

Z tohoto rozboru plyne pro ČR několik zásadních informací. Česká ekonomika zatím patří mezi nízkozadlužené země, s náklady na obsluhu dluhu pod 1 % HDP. Jako malá ekonomika s vlastní měnou musí ČR do budoucna počítat spíše s obezřetnostním scénářem, tedy s postupným zvyšováním průměrné nominální míry placené z dluhu nad 2 %, zřejmě i ke 3 %. Tomu odpovídají i výše zmíněná očekávání Zprávy o Finanční stabilitě<sup>11</sup> z dčlný ČNB.

Další důvody potřeby stabilizace veřejných financí, která se tato studie snažila vysvětlit, jsou rovněž zřejmé. Náklady na obsluhu dluhu rostou úměrně nejen s růstem úrokových sazeb, ale i s výší zadluženosti a rozsahem nerovnováhy primárního hospodaření. Tlaky na zvýšení primárního deficitu a výše zadlužení se objevují v epizodách hospodářských poruch zcela autonomně a je třeba s nimi počítat.

Je třeba počítat i s tím, že náklady na úrokové výdaje státu jsou naprosto základním mandatorním výdajem, který stát musí uhradit. Čím vyšší je výše těchto výdajů, tím méně peněz zbyde státu na výdaje ostatní. Velmi přibližně lze vyčíslit, jak by vypadaly náklady na obsluhu dluhu v případě různých výší zadlužení a různé výše úrokových sazeb.<sup>12</sup> V případě, kdy ekonomika udrží výši zadlužení kolem 40 %, by při cyklické hospodářské poruše, která byla definována v úvodu této studie, dosáhly úrokové náklady během dalších deseti let v případě 2% úrokové míry 630 mld. Kč. V případě 3% úrokové míry by náklady stouply na 990 mld. Kč.

Pokud by v momentě nástupu tohoto hospodářského cyklu bylo zadlužení ve výši 60 %, desetileté náklady na obsluhu dluhu by činily 890 (2% úroková sazba) až 1390 mld. Kč (3% úroková sazba). Pokud by se česká ekonomika posunula do skupiny vysoce zadlužených zemí s 80% veřejným dluhem, dosáhla by desetiletá dluhová služba 1150 mld. Kč až 1810 mld. Kč.

Je zjevné, že rozdíly mezi nejpříznivější situací, kdy ekonomika v momentě nástupu hospodářské poruchy dosahuje výše zadluženosti „pouze“ 40 % a dluh je úročen 2% úrokovou sazbou, a mezi ostatními scénáři se pohybují v řádu stovek miliard korun během desetiletého období. Rozdíl mezi touto situací a nejméně příznivým scénářem, kdy by ekonomika vstupovala do obtížného období s úrovní veřejného zadlužení ve výši 80 % a implicitní sazba z dluhu by dosáhla 3 %, by činil více než 1 bilion Kč.

<sup>11</sup> Aktualizovaná Zpráva o finanční stabilitě: ČNB (2021): Rizika pro finanční stabilitu a jejich indikátor – prosinec 2021

<sup>12</sup> Základem bude předpoklad negativního primárního salda ve výši 2 %, který se již ve druhém roce obnoveného růstu stabilizuje na vyrovnané primární hospodaření.

## Závěr

Česká ekonomika zatím patří k ekonomikám s nízkým zadlužením veřejného sektoru, nicméně již střednědobé projekce ukazují na možnost vzestupu veřejného zadlužení nad 55 % a tedy kolize s tzv. dluhovou brzdou. Předložená studie je zaměřena na zdůvodnění významu dluhového pravidla pro českou ekonomiku a ukazuje rizika jeho zlehčování.

Při mezinárodním srovnávání veřejných financí nebývá důraz kladen na výši dluhové služby, kterou země musí na obsluhu svého dluhu platit, ale obvykle pouze na samotnou výši zadlužení či na výši sald veřejných financí v jednotlivých letech. Přitom je to právě dluhová služba, která je hlavním mandatorním výdajem každého státu.

Náklady na dluhovou službu se odvíjejí od výše dluhu a úrokové míry, kterou je dluh úročen. Tato studie obsahuje několik scénářů, které ukazují rozdíly v obsluze dluhu v závislosti především na těchto dvou parametrech při jinak stejných podmínkách hospodářského vývoje. Rozdíly pro náklady na obsluhu dluhu při současné výši zadluženosti by ve srovnání se scénáři, kdy by zadlužení stoupl na 60 % a výše, každoročně zatížily mandatorní výdaje státu v řádu desítek miliard korun.

Tyto řádové rozdíly by měly posloužit nikoli jako prognóza toho, co českou ekonomiku bude v následujících desetiletích čekat, ale jako konkrétní ilustrace okolností, které ignorují ekonomové a další, kteří tvrdí, že ve srovnání s jinými evropskými státy je Česká republika nízkozadluženou ekonomikou a má tedy prostor pro další růst zadlužení.

Ignorují přitom potenciální význam několika okolností. Hospodářský vývoj je cyklický a epizody hospodářských poruch se v tržních ekonomikách objevují zcela pravidelně, vždy s dopadem na růst veřejného zadlužení a vzestup nákladů na dluhovou službu. Ignorují i to, že aktuálně nízké úrokové sazby ze státních dluhopisů byly velmi pravděpodobně dočasnou příznivou okolností, která mohla vytvářet iluzi, že náklady na obsluhu státního dluhu nejsou problémem, protože stát může financovat své dluhy téměř zadarmo. Aktuální podmínky financování státního dluhu tento mýtus vyvrací již dnes.

A konečně ignorují i to, že ve srovnání s vyspělými západními zeměmi není v Česku dobudovaná infrastruktura ani vyřešená problematika stárnutí populace a důchodové reformy<sup>13</sup>. Pokud by došlo k posunu českého zadlužení v důsledku trvale neúměrně vysokých mandatorních výdajů, pak by dluhová služba mohla odčerpat prostředky na investice potřebné k modernizaci infrastruktury země nebo zachování dostatečných náhradových poměrů budoucích důchodů. I to je důvodem, proč může být srovnávání českého zadlužení se zadlužením vyspělých ekonomik zavádějící.

Při vyšší úrovni veřejného zadlužení by následná konsolidace zpět pod tuto hodnotu vyžadovala podstatně razantnější snižování primárních výdajů (ať již běžných či investičních), protože vyšší dluhová služba by automaticky ubírala prostor veškerým jiným výdajům. Konsolidace veřejných financí je v případě vysoce zadlužených ekonomik komplikována i sníženou účinností fiskální politiky z důvodu nižších fiskálních multiplikátorů.<sup>14</sup> V ČR je tento problém umocněn obecně nižším efektem fiskálních multiplikátorů, který je typický pro vysoce otevřené ekonomiky.

Z pohledu veškerých výše uvedených argumentů dává nastavení české dluhové brzdy na 55 % jasný smysl.

13 Lakotová, L. (2021). Dlouhodobá udržitelnost penzijních systémů zemí Evropské unie. *Politická ekonomie*, 69(1), 48–72.  
doi: 10.18267/j.polek.1307

14 Bařini, N., Eyraud, L., Forni, L., Weber, A. (2014). Fiscal Multipliers: Size, Determinants, and Use in Macroeconomic Projections. *International Monetary Fund*.