

**Úřad
Národní
rozpočtové
rady**

**Vývoj státního dluhu
České republiky**

Úřad Národní rozpočtové rady

Vývoj státního dluhu České republiky

Informační studie

sekce Makroekonomických a fiskálních analýz

červen 2019

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.rozpoctovarada.cz

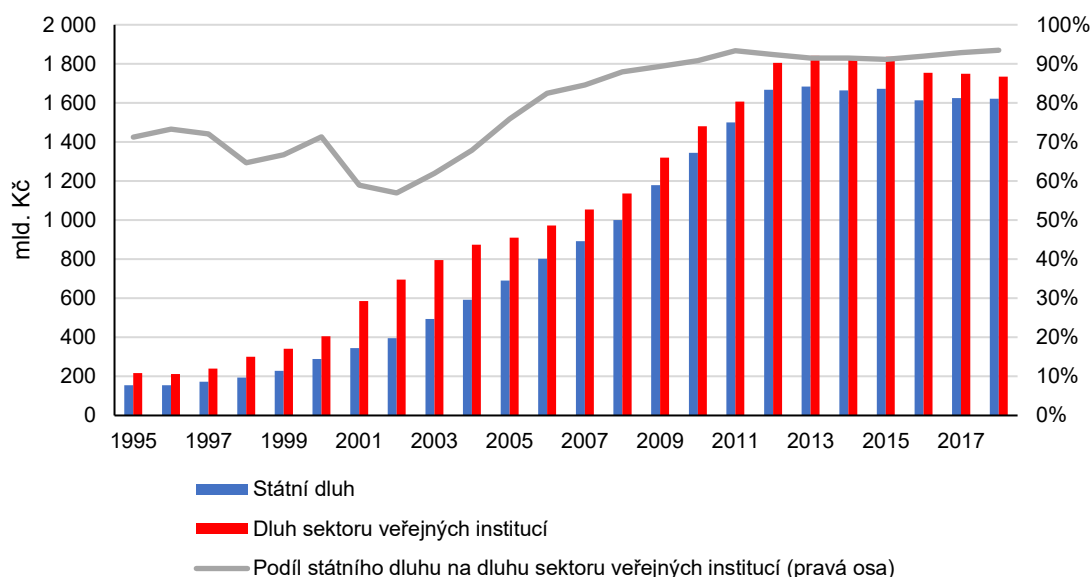
1 Státní dluh ČR

Státní dluh je jedním z ekonomických ukazatelů ovlivňujících každou ekonomiku. Vzniká v důsledku nepoměru mezi rozpočtovými příjmy a výdaji, resp. kumulací jednotlivých deficitů státních rozpočtů. Tyto deficity jsou obvykle financovány prostřednictvím emise krátkodobých či dlouhodobých cenných papírů. V případě krátkodobých cenných papírů se zpravidla jedná o státní pokladniční poukázky, v případě dlouhodobých cenných papírů o státní dluhopisy.

1.1 Definice a měření státního dluhu

Státní dluh spravuje Ministerstvo financí České republiky (dále jen MF ČR), konkrétně odbor Řízení státního dluhu a finančního majetku. Státní dluh tvořil ke konci roku 2018 přibližně 93 % celkové zadluženosti sektoru veřejných institucí (graf 1.1). Pod pojmem sektor veřejných institucí se rozumí sektor vládních institucí (S.13) definovaný v souladu s Evropským systémem národních a regionálních účtů (ESA 2010). Tento vládní sektor se dále dělí na ústřední vládní instituce (S.1311), místní vládní instituce (S.1313) a fondy sociálního zabezpečení (S.1314).

Graf 1.1 Státní dluh a dluh sektoru veřejných institucí v ČR



Zdroj: ÚNRR, data převzata z: MF ČR, ČNB, ČSÚ

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:

- dluhy státu odpovídající jmenovitým hodnotám jím vydaných dluhopisů,¹
- dluhy ze státem přijatých zápůjček a úvěrů,
- dluhy ze státem vystavených směnek.²

¹ Pozn.: 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.

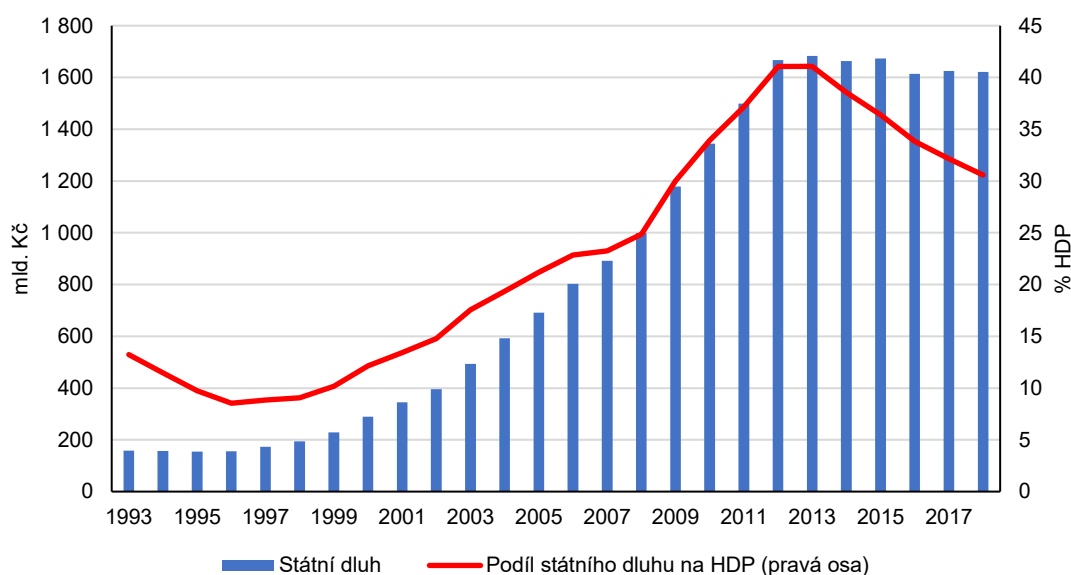
² MF ČR, Definice a měření státního dluhu

1.2 Celkový státní dluh

Na grafu 1.2 lze vidět vývoj státního dluhu od roku 1993 do roku 2018. Státní dluh v nominálním vyjádření od roku 1996 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 dynamiky růstu časové řady o více než 20 %, docházelo mezi lety 2000 a 2004. Naopak k největšímu absolutnímu meziročnímu nárůstu dluhu došlo v krizovém roce 2009. V tomto roce se státní dluh zvýšil o téměř 179 mld. Kč. V roce 2014 pak došlo poprvé od roku 1995 k meziročnímu poklesu státního dluhu. Tento pokles byl způsoben velmi dobrými ekonomickými podmínkami. Došlo k výraznému oživení po mírné recesi z let 2012 a 2013 a HDP rostlo vysokým tempem. K oživení došlo především u investic, výdajů domácností a salda zahraničního obchodu.³ V roce 2015 došlo k velmi mírnému navýšení státního dluhu a v roce 2016 došlo k relativně 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 dochází k poklesu a od roku 1997 až do roku 2012 poměr dluhu k HDP permanentně roste. Mezi roky 2012 a 2013 dochází ke stagnaci a od roku 2014 až do roku 2018 podíl státního dluhu na HDP klesá. Tento pokles není ani tak způsoben snižováním dluhu, jako především dynamickým růstem HDP, v důsledku kterého dochází k relativnímu snižování podílu státního dluhu na HDP.

Graf 1.2 Vývoj státního dluhu ČR v letech 1993-2018



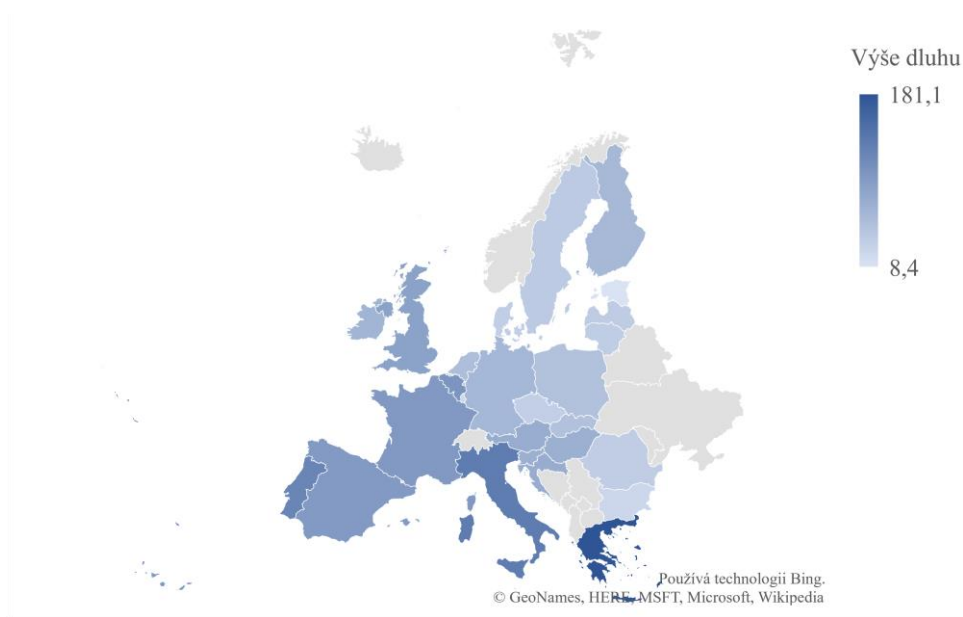
Zdroj: ÚNRR, data převzata z: ČSÚ, MF ČR

1.3 Dluh sektoru veřejných institucí

Vývoj dluhu sektoru veřejných institucí lze vidět již na grafu 1.1. Postavení České republiky v mezinárodním srovnání mezi vybranými zeměmi Evropské unie v roce 2018 shrnuje graf 1.3. Česká republika měla v roce 2018 čtvrtý nejnižší podíl veřejného dluhu v poměru k HDP (32,7 %) mezi zeměmi EU. Nejlepších hodnot dlouhodobě dosahuje Estonsko (kromě let 2013 a 2014 se zde tento ukazatel pohybuje v jednociferných hodnotách), které je následované Lucemburskem a Bulharskem. Na opačném konci tohoto žebříčku se nachází státy jižního křídla EU doplněné Francií (98,4 %) a Belgií (102,0 %). Nejméně zadluženou zemí stále zůstává Řecko s dluhem přesahujícím 181 % HDP. Maastrichtské kritérium poměru dluhu veřejných financí k HDP v roce 2018 splnilo pouze 14 z 28 států EU. Průměrné zadlužení EU v roce 2018 dosahovalo 66,2 %, v případě samostatné eurozóny 74,2 %.

³ ČSÚ, Databáze národních účtů

Graf 1.3 Dluh sektoru veřejných institucí ve vybraných zemích EU



Zdroj: ÚNRR, data převzata z: EUROSTAT
Pozn.: Uvedené hodnoty jsou v % HDP

2 Struktura státního dluhu

Státní dluh lze dále dělit podle měny ve které je dluh emitován 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.

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 vytěsňovací 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 bilance prvotních důchodů. Kompenzace za snižující se saldo bilance 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.⁴

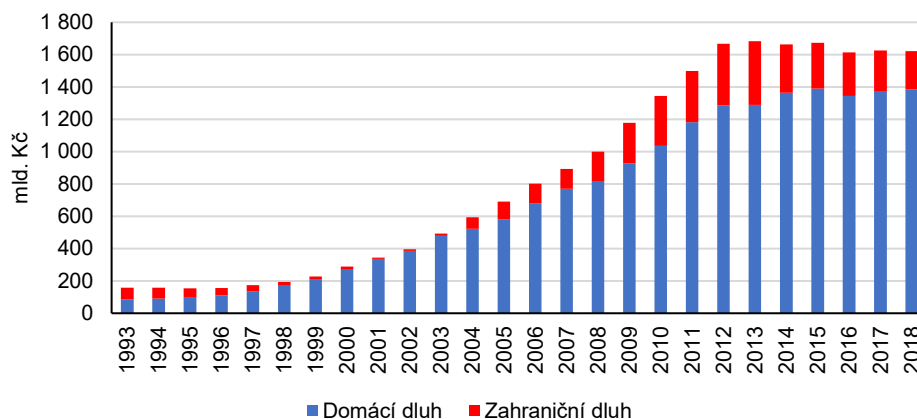
Vývoj zahraničního dluhu v České republice můžeme rozdělit na několik etap. Od roku 1993 byl podíl zahraničního dluhu velmi významný a dosahoval až 45 % celkového dluhu. Největší část byla tvořena půjčkami na podporu platební bilance a dalšími převzatými zahraničními závazky v cizích měnách.

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. 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

⁴ Pozn.: 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.

docházelo ke každoročním poklesům a v roce 2018 se podíl zahraničního dluhu dle MF ČR poklesl k hodnotě přibližně 15 % (graf 2.1). Dlouhodobý průměr tohoto podílu v letech 1993 až 2018 je 18,4 %.

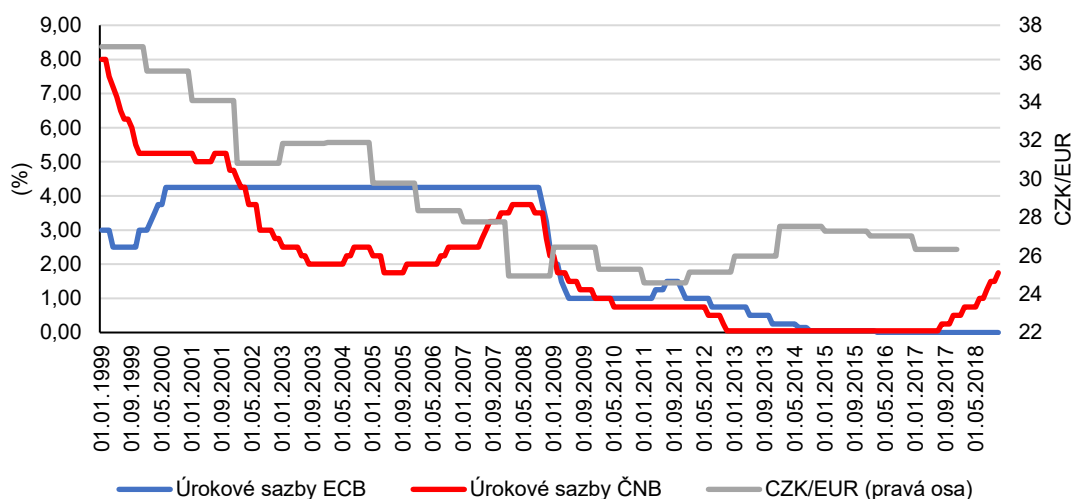
Graf 2.1 Podíl domácího a zahraničního státního dluhu ČR



Zdroj: ÚNRR, data převzata z: 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 2.2). 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 hospodářské 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 2.2 Vývoj úrokových sazeb a měnového kurzu CZK/EUR



Zdroj: ÚNRR, data převzata z: ECB, ČNB, ČSÚ

V tabulce 2.1 lze vidět přehled emisí státních zahraničních dluhopisů vydaných MF ČR v posledních letech. Většina emisí dluhopisů v cizí měně probíhá v eurech. Jednotlivé emise proběhly také v japonských jenech a švýcarských francích. Během února 2019 přistoupilo MF ČR k další emisi státního dluhopisu denominovaného v EUR. Nominální hodnota činila 100 mil. EUR s průměrným ročním výnosem -0,03 %.

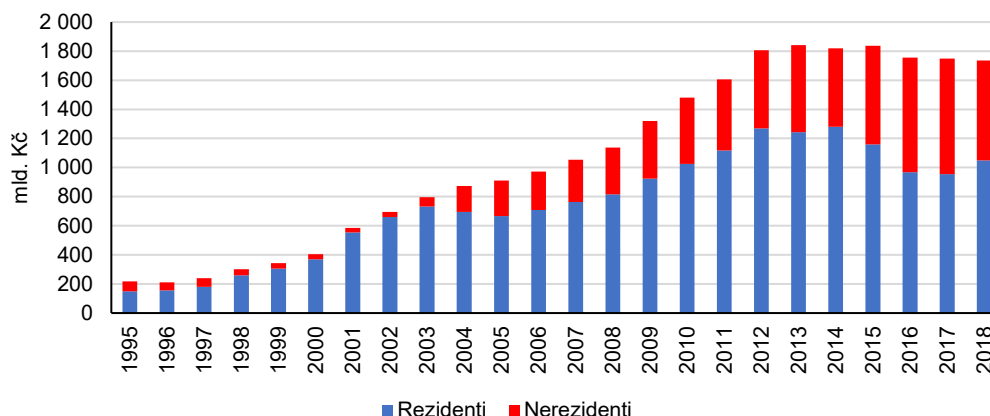
Tabulka 2.1 Zahraniční emise státních dluhopisů

Měna	Jmenovitá hodnota	Kupon (%)	Datum emise	Datum splatnosti
EUR	750 000 000	3,9	05.10.2012	24.05.2022
EUR	2 000 000 000	3,9	24.02.2012	24.05.2022
EUR	2 000 000 000	3,6	14.09.2010	14.04.2021
CHF	500 000 000	2,9	23.11.2009	23.11.2016
EUR	300 000 000	6M EURIBOR+100 bps	05.10.2009	05.10.2015
EUR	1 500 000 000	4,5	05.05.2009	05.11.2014
EUR	2 000 000 000	5,0	11.06.2008	11.06.2018
JPY	30 000 000 000	2,8	16.01.2006	16.01.2036
EUR	1 000 000 000	4,1	18.03.2005	18.03.2020
EUR	1 500 000 000	4,6	23.06.2004	23.06.2014

Zdroj: ÚNRR, data převzata z: MF ČR

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 je dluh emitovaný, ale jedná se o dělení vlastníků dluhu na rezidynty či nerezidynty daného státu. V ČR tuto statistiku sleduje např. Česká národní banka. Nejedná se zde již pouze o státní dluh, ale o celkový dluh sektoru veřejných institucí. Dostupná jsou data od roku 1995. Do jisté míry zde lze vidět podobný trend v porovnání se statistikou domácího a zahraničního dluhu. Podíl dluhu drženého rezidynty se v roce 1995 pohyboval mírně nad 68 %. Od té doby stále rostl a v roce 2000 již dosahoval více než 90 %. K výraznému poklesu došlo opět v roce 2004 a následující dekádu se pohyboval mírně nad hodnotou 70 %. Od roku 2015 však dochází k výraznému nárůstu dluhu drženého nerezidynty. V roce 2017 podíl dluhu drženého rezidynty jen mírně převyšoval 54 %. To znamená, že téměř polovina veřejného dluhu České republiky byla vlastněna nerezidynty (graf 2.3).

Graf 2.3 Státní dluh v držení rezidentů a nerezidentů ČR



Zdroj: ÚNRR, data převzata z: ČNB, ARAD

Tento nárůst dluhu drženého nerezidynty může být spojen s velmi nízkým úročením v posledních letech, 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 je právě držba dluhu nerezidynty v současné době hodnocena jako jediná fiskální proměnná v kritickém pásmu. Nerezidynty drží většinu státních cenných papírů v kratších splatnostech. Jejich opuštění pozic a návratu struktury dluhu k předkrizovým hodnotám však brání stále relativně slabý kurz koruny oproti očekávání a také kladný úrokový diferenciel vůči zemím eurozóny.⁵

⁵ ČNB, Zpráva o finanční stabilitě 2017/2018

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 vyplývají i další rizika. Chování nerezidentů obvykle bývá méně stabilní, a tudíž pro financování deficitu 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.

Jiné, v ČR 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. Spořicí státní dluhopisy, které byly emitované mezi roky 2011 a 2014, jsou relativně novým instrumentem. Jedná se o cenné papíry určené pro drobné investory a v roce 2018 v nich bylo uloženo přibližně 21 mld. Kč. 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 2018 tvoří neobchodovatelný dluh méně než 5 % celkového dluhu.

Tento poměr by se však mohl v následujícím období změnit. MF ČR spustilo na začátku prosince 2018 prodej Dluhopisu Republiky. Jedná se o reinvestiční dluhopis s dobou splatnosti 6 let, který je určen pro občany. Dluhopis lze pořídit v nominální hodnotě 1 000–1 000 000 Kč.⁶ Během prvního upisovacího období projevilo zájem o Dluhopis Republiky 6 420 občanů, kteří si zakoupili dluhopisy v celkové hodnotě dosahující téměř 3 mld. Kč.

Z hlediska struktury státního dluhu se jedná o vhodně zvolený finanční instrument, který by mohl pomoci snížit vysoký poměr držení státního dluhu nerezidenty. Pomocí 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

Je zřejmé, že výše nákladů na obsluhu státního dluhu je přímo úměrná výši implicitní úrokové míry placené ze státního dluhu. Existuje však celá řada faktorů, které tuto úrokovou míru přímo či nepřímo ovlivňují. Výnos při emisi dluhových cenných papírů závisí na současné výši státního dluhu, aktuální pozici ekonomického cyklu, nastavení měnové politiky či ratingovém hodnocení od mezinárodních agentur.

3.1 Úrokové výdaje na obsluhu dluhu

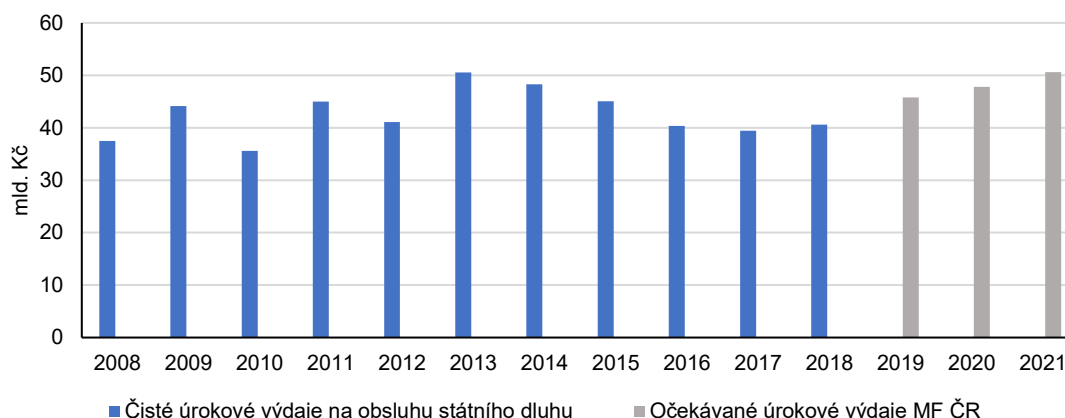
Úrokové výdaje na obsluhu dluhu se dělí na hrubé a čisté. K tomuto dělení dochází od roku 2008, kdy došlo k metodické změně ve vykazování ve Státním závěrečném účtu ČR. Do roku 2007 byly příjmy související se správou státního dluhu součástí podseskupení položek *Úroky a ostatní finanční výdaje*, kde snižovaly úrokové výdaje na střednědobé a dlouhodobé dluhopisy. Od roku 2008 jsou tyto nedaňové příjmy vykazovány v podseskupení položek *Příjmy z úroků a realizace finančního majetku*.⁷

Z důvodu metodické změny z roku 2008 jsou brána v potaz pouze data za poslední dekádu. V období let 2008 a 2018 se čisté úrokové náklady pohybovaly mezi 35 a 50 mld. Kč a jejich průměr činil 42,5 mld. Kč. V roce 2019 budou očekávané výdaje dle MF ČR ve výši 45,8 mld. Kč, v roce 2020 pak 47,8 mld. Kč a v roce 2021 v hodnotě 50,6 mld. Kč (graf 3.1).⁸

⁶ MF ČR, Spořicí státní dluhopisy, Dluhopis Republiky

⁷ MF ČR, Státní závěrečný účet ČR, 2008

⁸ MF ČR, Strategie financování a řízení státního dluhu ČR, 2019

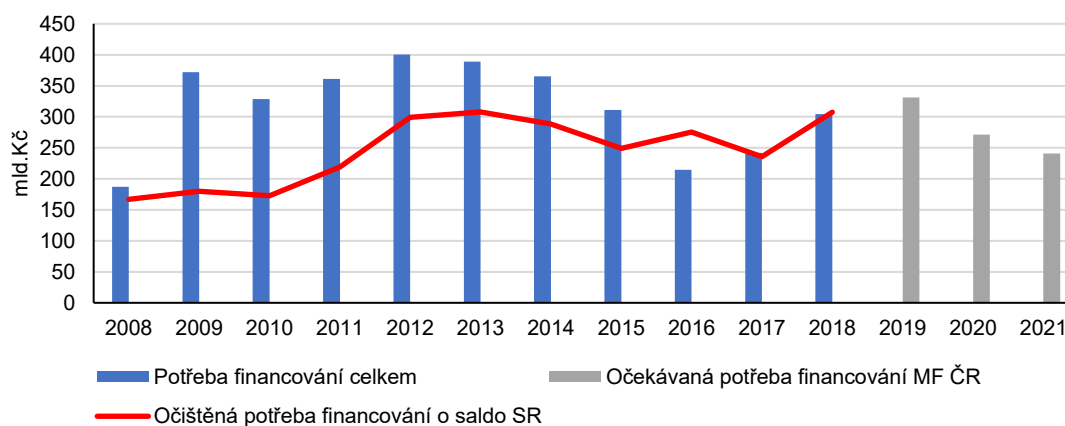
Graf 3.1 Čisté úrokové výdaje na obsluhu státního dluhu ČR

Zdroj: ÚNRR, data převzata z: MF ČR

3.2 Citlivost dluhu na změny úroků

Citlivost státního dluhu na změny úroků 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.

Za poslední dekádu činila průměrná výše potřeby financování téměř 316 mld. Kč. Nejméně tomu bylo v roce 2008, kdy potřeba financování dosáhla úrovně 186 mld. Kč. V roce 2009 bylo třeba emitovat cenné papíry v hodnotě vyšší než 370 mld. Kč, což bylo způsobeno především vysokým deficitem státního rozpočtu z důvodu probíhající hospodářské krize. V roce 2012, kdy se ČR dostala do další recese, dosáhla potřeba financování dosavadní rekordní výše 400 mld. Kč. V letech 2016 a 2017 tato potřeba poklesla k hodnotě převyšující 200 mld. Kč a v roce 2018 potřeba financování mírně převýšila 300 mld. Kč (graf 3.2).

Graf 3.2 Potřeba financování ČR

Zdroj: ÚNRR, data převzata z: MF ČR

Potřeba financování je navíc značně volatilní. Směrodatná odchylka potřeby financování od roku 2008 do 2018 dosahuje hodnoty 69,3 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 52,2 mld. Kč.⁹

⁹ Výpočty ÚNRR

Při průměrné potřebě financování za poslední dekádu, by každé zvýšení úrokových sazeb o 25 bazických bodů znamenalo zvýšení úrokových nákladů o 0,79 mld. Kč ročně.¹⁰

Očekávaná potřeba financování pro rok 2019 je ve výši 331,2 mld. Kč. Pro rok 2020 je potřeba financování odhadována na 271,4 mld. Kč a pro 2021 na 240,6 mld. Kč. Realizované výše potřeb financování budou záviset především na hospodaření státního rozpočtu.¹¹

MF ČR dále zvaží, v důsledku restriktivní měnové politiky ČNB a zvyšujících se úroků na domácím finančním trhu, čerpání nových úvěrů (zejména na financování dopravní infrastruktury) od mezinárodních institucí.¹² Další možností pak je využití emise zahraničních dluhopisů v EUR z důvodu stále velmi nízkých úrokových sazeb v eurozóně (viz str. 6).

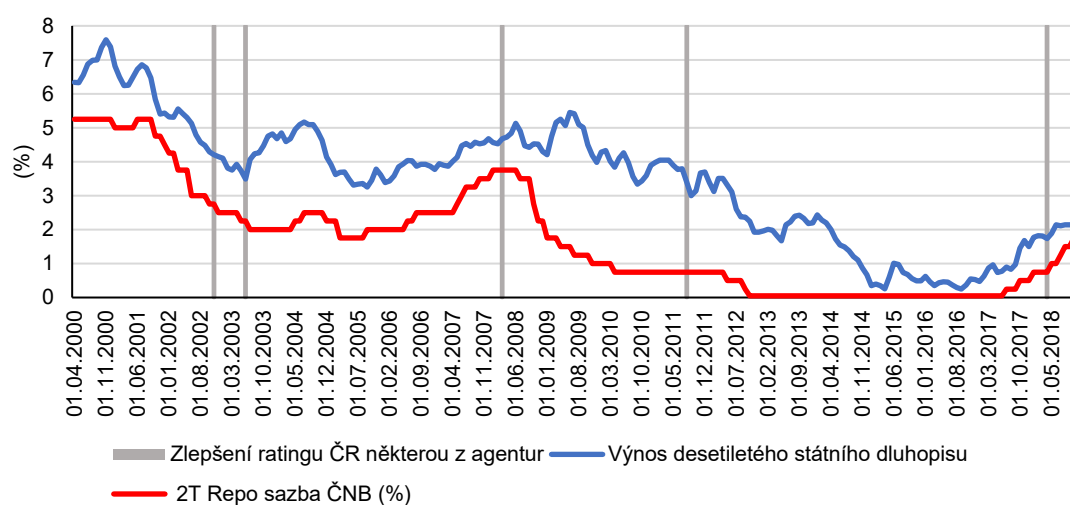
3.3 Ratingové hodnocení ČR

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 ČR pátým nejlepším ratingem (A1) již v roce 2002. Tento rating je popsán jako bezpečná investice s vyšší střední kvalitou a ČR je jím hodnocena dodnes, společně se zeměmi jako jsou Japonsko nebo Čína. 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. To řadí ČR v očích těchto agentur na úroveň zemí jako je Estonsko, Izrael či Jižní Korea, a naopak nad země jako jsou Irsko nebo Slovensko.¹³

V realitě kromě ratingu působí na výnosy státních dluhopisů nejrůznější faktory, kterými jsou např. domácí i zahraniční měnová a fiskální politika či hospodářský cyklus. Je tak velmi složité extrahovat od těchto veličin a přisoudit dopad ratingu na výnosy emitovaných státních dluhopisů. Na grafu 3.3 je uvedený 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 spíše se základní úrokovou sazbou ČNB.

Graf 3.3 Vliv ratingu na vývoj výnosu desetiletého státního dluhopisu



Zdroj: ÚNRR, data převzata z: ČNB

¹⁰ Výpočty ÚNRR

¹¹ MF ČR, Strategie financování a řízení státního dluhu ČR 2019

¹² MF ČR, Strategie financování a řízení státního dluhu ČR, 2018

¹³ ČNB, Ratingové agentury

3.4 Cíle a limity dluhového portfolia

Jak vyplývá ze Strategie financování a řízení státního dluhu MF ČR (dále jen Strategie financování), 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 rozhodnutí o takovém rozložení dluhového portfolia hovořila v letech 2015 až 2017 především situace na finančním trhu. Krátký konec výnosové křivky se dostal do záporných hodnot a při emisi krátkodobých cenných papírů MF ČR generovalo z obsluhy státního dluhu dodatečné výnosy.

Cílová hodnota pro průměrnou dobu do splatnosti je stanovena ve výši 6 let s možností odchylky ve výši 0,25 roku. Nejnižší hodnoty 4,4 roku dosáhla průměrná doba do splatnosti státního dluhu v srpnu roku 2017. Ke konci roku 2017 mírně vzrostla na 5,1 roku. Ve stejném období dosáhla průměrná doba do splatnosti v eurozóně více než 7 let.¹⁴

Na jaře 2018 se ČR nacházela stále přibližně 2,5 roku pod průměrem EU a patřila mezi země s nejkratší průměrnou splatností dluhu. Státní dluh splatný do jednoho roku se blížil k 19% podílu na celkovém dluhu, a tedy i ke své hranici stanovené ve Strategii financování.¹⁵ Podle indikátoru svrchovaného rizika, tedy ukazatele ČNB určeného k dohledovým potřebám, je za rizikovou hodnotu považován podíl krátkodobého dluhu přesahující 21,7 %.¹⁶ Krátkodobý dluh zvyšuje zranitelnost vůči aktuálním podmínkám na finančním trhu. Zvláště v době restriktivní měnové politiky tak hrozí, že by státní dluh mohl být refinancován za nevýhodných podmínek. V roce 2018 již průměrná doba do splatnosti státního dluhu dosahovala 5,4 roku a meziročně se zvýšila o 0,5 roku.¹⁷

V tabulce 3.1 je pro porovnání uvedena průměrná doba do splatnosti státního dluhu ve vybraných zemích EU. Nejvyšší dobu do splatnosti dluhu dosahovali v roce 2017 ostrovní státy Irsko a Velká Británie. Naopak na velmi nízké úrovni se pohybuje doba do splatnosti dluhu v Maďarsku či Chorvatsku.

Tabulka 3.1 Průměrná doba do splatnosti státního dluhu

Země	Průměrná doba do splatnosti státního dluhu (v letech)
EU	7,7
Maďarsko	3,9
Chorvatsko	4,1
Polsko	6,4
Španělsko	6,6
Slovensko	6,7
Itálie	6,8
Francie	7,1
Rakousko	8,6
Belgie	8,8
Irsko	11,1
Velká Británie	14,6

Zdroj: ÚNRR, data převzata z: European Commission

¹⁴ European Commission, Debt Sustainability Monitor, 2017

¹⁵ MF ČR, Strategie financování a řízení státního dluhu ČR, 2019

¹⁶ ČNB, Zpráva o finanční stabilitě 2017/2018

¹⁷ MF ČR, Zpráva o řízení státního dluhu v České republice, 2019

4 Udržitelnost veřejných financí a dluhová dynamika

Pro hodnocení udržitelnosti veřejných financí je používána tzv. rovnice dluhové dynamiky:

$$d_t = d_{t-1} \frac{1+r}{1+g_t} - \frac{PS_t}{HDP_t}$$

kteřá závisí na výchozí výši státního dluhu, implicitní úrokové míře, tempu růstu HDP a fiskální politice, která se promítne ve výsledném primárním saldu (tj. saldo před zahrnutím úrokových výdajů) státního rozpočtu. Pro dluhovou dynamiku je pak klíčový tzv. koeficient dluhové pasti, tedy podíl úrokové míry a tempa růstu HDP. Pokud budeme předpokládat vyrovnané saldo státního rozpočtu 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.¹⁸

V roce 2018 bylo reálné tempo růstu HDP vyšší než reálná úroková míra placená ze státního dluhu a zároveň v posledních dvou letech skončilo primární saldo státního rozpočtu v přebytku. Optikou tohoto jednoduchého přístupu tedy lze konstatovat, že české veřejné finance v tomto směru, také díky ekonomickému cyklu, zažívají pozitivní vývoj.

V rámci státního dluhu je také důležité sledovat vývoj deficitu státního rozpočtu, který je s růstem státního dluhu velmi těsně provázaný. Jednotlivé deficity jsou ovlivněné výší dluhové služby, a na druhé straně výše deficitu ovlivňuje vývoj státního dluhu. Těsnost této závislosti ukazuje v rovnici dluhové dynamiky především komponent stock-flow adjustment (dále jen SFA). SFA vyjadřuje velikost rozdílu mezi deficitem státního rozpočtu a změnou státního dluhu. Z definice se jedná o statistickou reziduální položku rovnice dluhové dynamiky. V minulosti však bylo SFA často využíváno k negativním praktikám kreativního účetnictví některých evropských vlád, ve snaze vyhnout se sankcím za překročení maastrichtského kritéria pro výši deficitu rozpočtu.¹⁹ Při takovém jednání dochází k řadě finančních operací, které se snaží zakrýt rozpočtový deficit, ale prohlubují státní dluh. Tyto finanční operace jsou převážně realizované pomocí mimorozpočtových fondů. V případě kladné hodnoty SFA veřejný dluh roste více než by odpovídalo současné hodnotě deficitu. Projevují se zde negativní mimorozpočtové vlivy, jakými byly v době krize např. výdaje na státní pomoc bankám. V případě záporné hodnoty SFA dochází naopak k pozitivním vlivům mimorozpočtových fondů. Státní dluh tak roste méně, případně může docházet až k jeho poklesu, přestože je v daném období generován deficit státního rozpočtu. Mezi tyto vlivy patří např. příjmy z privatizace či jiné výnosy státních mimorozpočtových fondů.²⁰

Z dat publikovaných Eurostatem je zřejmé, že průměrná výše SFA v EU mezi lety 2014 a 2017 dosahuje hodnoty -0,2 % HDP, přičemž v roce 2015 dosáhla -0,8 % HDP a v ostatních třech letech bylo SFA nulové. Z těchto výsledků se může zdát, že rozdíly mezi přírůstkem dluhu a deficitem jsou v EU marginální, avšak pouze v průměru. Výsledky jednotlivých zemí jsou výrazně odlišné. Mezi země s nejvyšším negativním SFA (v jednom roce) v daném období se řadí Řecko (-10,1 % HDP), Irsko (-9,8 % HDP) či Kypr (-7,2 % HDP). Naopak mezi země s nejvyšším pozitivním SFA v jednom roce patří Slovinsko (7,0 % HDP), Švédsko (5,0 % HDP) či Bulharsko (4,8 % HDP). Nejnižší průměr za celé období 2014-2017 pak vykazuje Irsko (-3,3 % HDP) a na druhé straně šikaly se nachází Švédsko (2,4 % HDP).²¹

Tato čísla lze vyložit tak, že švédský dluh se zvýšil o 2,4 % HDP více než činily deficity rozpočtů v daném období, naopak Irsko se zadlužilo o 3,3 % HDP méně oproti výši deficitů.

Česká republika se v této statistice, s průměrnou hodnotou -0,6 % HDP ve sledovaném období, pohybuje mírně pod průměrem EU. V jednotlivých letech sledovaného období hodnoty SFA dosahovaly -2,6 % HDP v roce 2014, -0,2 % HDP v roce 2015, -1,0 % HDP v roce 2016 a kladné hodnoty 1,5 % HDP v roce 2017. S výjimkou roku 2017 tak na dluh působily pozitivní vlivy mimorozpočtových fondů.²²

¹⁸ ČNB, Zpráva o finanční stabilitě 2012/2013

¹⁹ Dvořák, P., *Mimorozpočtové důvody růstu veřejného zadlužení*, *Politická ekonomie*, 2010

²⁰ Butí, M., Martins, J. N., Turrini, A., *From deficits to debt and back: Political incentives under numerical fiscal rules*, *European Commission*, 2006

²¹ Eurostat, *Stock-flow adjustment (SFA) for the Member States, the euro area (EA-19) and the EU-28 for the period 2014-2017*, as reported in the April 2018 EDP notification

²² Ibid

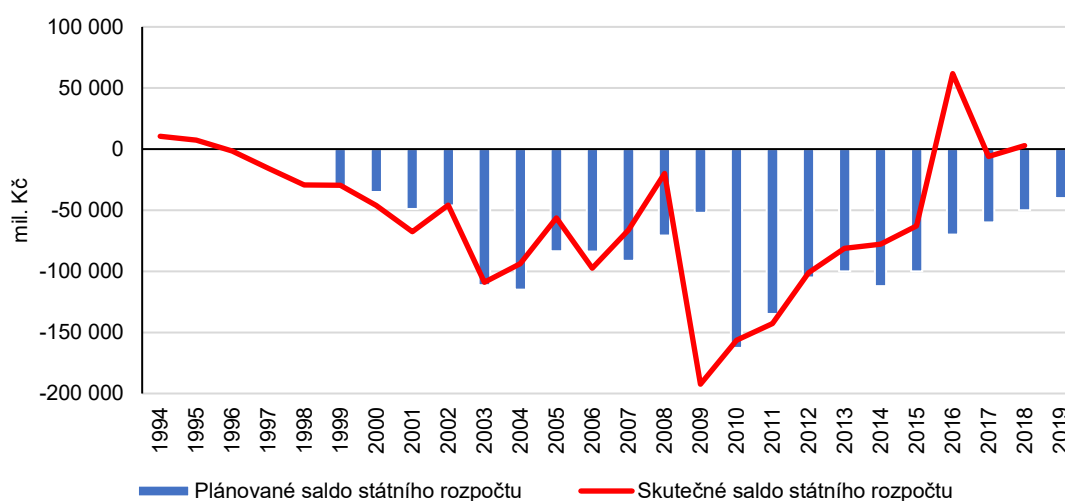
5 Plánovaný a skutečný deficit státního rozpočtu

Plánovaný deficit státního rozpočtu je jednou z proměnných, která vstupuje do mnoha makroekonomických modelů soukromých i veřejných institucí a následně ovlivňuje chování ekonomických subjektů. Finanční trhy se podle plánovaného deficitu pokouší predikovat budoucí poptávku státu po dluhovém financování. 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 či měnovou politiku centrální banky.

Nejen z tohoto důvodu 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 ČR 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 doposud nejvyšším deficitem ve výši 192,4 mld. Kč (graf 5.1). 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 dosahuje svého vrcholu v roce 2016, kdy celkový rozdíl činí 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.

Graf 5.1 Plánované a skutečné saldo státního rozpočtu ČR

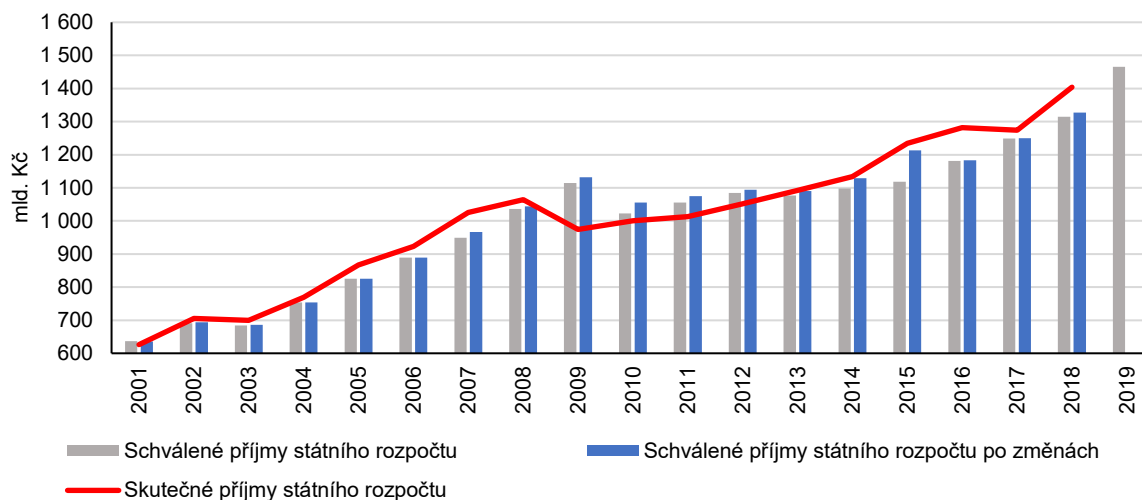


Zdroj: ÚNRR, data převzata z: MF ČR

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 podhodnocování skutečných příjmů (graf 5.2). 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 5.3). Skutečné příjmy však byly nižší než plánované následující 4 roky. Od roku 2013 začalo docházet opět k podhodnocování skutečných příjmů. K největšímu podhodnocení došlo v roce 2016, kdy skutečné příjmy byly o 100 mld. Kč vyšší než plánované. V roce 2018 skutečné příjmy opět výrazně převýšily schválené příjmy státního rozpočtu po změnách. Důvodem byl především přetrvávající silný růst ekonomiky, rekordně nízká nezaměstnanost a vysoké tempo růstu

mezí. Díky těmto faktorům stát vybral více finančních prostředků např. na pojištění na sociální zabezpečení. Na vyšších příjmech se také podílely vysoké příjmy z fondů EU.

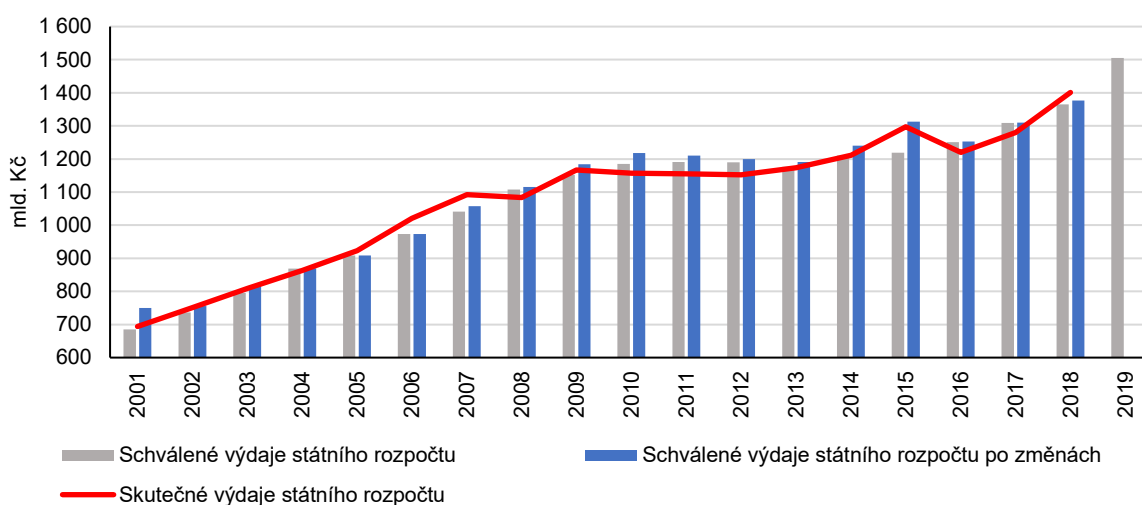
Graf 5.2 Plánované a skutečné příjmy státního rozpočtu ČR (v mld. Kč)



Zdroj: ÚNRR, data převzata z: 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. Pomocí změn byly souvztažně navýšeny celkové příjmy i výdaje o 94,4 mld. Kč, a nakonec tak skutečné výdaje byly o 15 mld. Kč nižší než plánované výdaje po změnách. V letech 2016 a 2017 byly skutečné výdaje přibližně o 30 mld. Kč nižší oproti plánovaným. V roce 2018 byly schválené výdaje po změnách vyšší o více než 12 mld. Kč a skutečné výdaje státního rozpočtu byly poté vyšší o dalších téměř 25 mld. Kč.

Graf 5.3 Plánované a skutečné výdaje státního rozpočtu ČR (v mld. Kč)



Zdroj: ÚNRR, data převzata z: MF ČR

Závěr

V porovnání s ostatními vyspělými státy je český státní dluh v poměru k HDP stále na relativně nízké úrovni, současně je však třeba nezanedbávat potenciální rizika. Česká republika je malou otevřenou ekonomikou orientovanou na export. Velký podíl exportu (více než 70 %) tvoří průmyslová výroba, a především pak odvětví spojená s automobilovým průmyslem, který je výrazně procyklický. Zároveň je vývoz ČR orientován především do zemí EU (83,8 % v roce 2017) a nejvíce do Německa (32,6 % v roce 2017).²³ S příchodem hospodářské krize na území EU tak může být negativně ovlivněn výkon české ekonomiky a současně také daňové příjmy státního rozpočtu. Ve 3. čtvrtletí roku 2018 začala německá ekonomika meziročně zpomalovat a vzhledem k předchozímu čtvrtletí dokonce poklesla. Ve 4Q 2018 mezičtvrtletně stagnovala a jen těsně se tak vyhnula recesi. Za celý rok 2018 pak německá ekonomika rostla o 1,5 % HDP.²⁴ Výhledy ekonomického růstu byly přehodnoceny směrem dolů a pro rok 2019 se pohybují v rozmezí 0,7-1,8 %.²⁵

Oproti prognóze ČNB zpomalila ve 3Q 2018 také česká ekonomika, a to o 0,4 p.b.²⁶ V posledním čtvrtletí 2018 byl růst pozitivním překvapením a byl vyšší, než předpokládalo MF ČR i ČNB. Celkový růst HDP za rok 2018 činil 3,0 %. S ohledem na situaci v globální ekonomice, jejíž výkonost ohrožují obchodní války, Brexit a zároveň problémy zadlužené Itálie, by tak státní dluh mohl v budoucnu velmi snadno narůstat. Mezi další rizika můžeme zařadit velmi vysoký podíl nerezidentů ČR na držbě státního dluhu, který ke konci roku 2017 činil přibližně 45 %. Kromě odlivu úrokových plateb do zahraničí a negativního působení na platební bilanci, představuje riziko nestabilní chování nerezidentů, kteří mohou při šoku na externích trzích přistoupit k výprodeji dluhopisů a potenciálně tak destabilizovat finanční systém.

Naopak v dobré kondici se nachází poměr domácího a zahraničního dluhu. Domácí dluh ke konci roku 2018 tvoří více než 85 % celkového dluhu a rizika spojená se zahraničním dluhem jsou marginální. Zvláště v případě dluhu drženého v EUR, kdy díky kladnému diferenciatu úrokových sazeb mezi ČNB a ECB a velmi příznivé prognóze ČNB, nelze očekávat výraznou deprecii české koruny. Při financování státního dluhu je dále jistou výhodou pozitivní ratingové hodnocení České republiky od zahraničních agentur, které může příznivě působit na potenciální investory. ČR se v celé své historii nachází v investičním stupni ratingu a v současné době je hodnocena jako bezpečná investice s vysokou kvalitou.

Na závěr je příhodné upozornit na sestavování státního rozpočtu a jeho jednotlivé deficity, které státní dluh přímo ovlivňují. Státní rozpočet a fiskální politika vlády by se dle současného hlavního proudu ekonomické teorie měly snažit o vyhlazování hospodářského cyklu. Při současném hospodářském růstu je přesto pro rok 2019 sestaven deficitní rozpočet, který může působit proti zpřísňující se politice centrální banky. Dále je pro každou ekonomiku důležitá kredibilita vlády při sestavování státního rozpočtu, tedy aby se plánované saldo co možná nejvíce přibližovalo saldu skutečnému. V tomto směru má státní rozpočet výrazné mezery, a to především v posledních letech.

²³ ČSÚ, Zbožová struktura zahraničního obchodu ČR, 2017

²⁴ Destatis, Detailed gross domestic product results for the 4th quarter of 2018

²⁵ ČNB, Globální ekonomický výhled – Únor 2019

²⁶ ČSÚ, Tvorba a užití HDP - 4. čtvrtletí 2018