

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra ekonomických teorií



Diplomová práce

Komparace vývoje zadluženosti ČR a EU

Martin ZAVADIL

© 2015 ČZU v Praze

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Martin Zavadil

Provoz a ekonomika

Název práce

Komparace vývoje zadluženosti ČR a EU

Název anglicky

The Comparison of the Development of Government Debt in the Czech Republic and the EU

Cíle práce

Hlavním cílem diplomové práce je analyzovat vývoj zadluženosti v ČR a EU, dále identifikovat hlavní determinanty zadluženosti a vymezit případná opatření k zastavení zadlužování či jeho odstranění. Dílčí cíl práce bude vymezit teoretická východiska problematiky na základě studia odborné literatury a predikce následujícího trendu vývoje zadluženosti.

Metodika

Teoretické část diplomové práce bude založena na nastudování a porovnání informací k problematice státního rozpočtu a zadluženosti státu a dále na syntéze takto nabytých informací. Praktická část práce se bude zabývat analýzou dat zahrnující hlavní makroekonomické ukazatele jako je inflace, HDP, kurzy měn apod. reprezentujících ekonomický vývoj a jejich dalším porovnáním. Data budou čerpána z portálu Eurostatu, Českého statistického úřadu, ČNB a ministerstva financí.

Doporučený rozsah práce

50 – 60 stran

Klíčová slova

ČR, EU, veřejný dluh, státní dluh, státní rozpočet, HDP, inflace, měnový kurz

Doporučené zdroje informací

- DVOŘÁK, Pavel a MANDEL, Martin. K typologii rozpočtových deficitů. Finance a úvěr, 1995, roč. 45, č. 10. ISSN 0015-1920
- DVOŘÁK, Pavel. Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2008. 343 s. ISBN 978-80-7400-075-1
- HAMERNÍKOVÁ, Bojka – KUBÁTOVÁ, Květa. Veřejné finance – učebnice. 1. vydání. Praha: Eurolex Bohemia, 2000. 402 s. ISBN 80-902752-1-4
- KOHOUT, Pavel. Finance po krizi – důsledky hospodářské recese a co bude dál. 2. rozšířené vydání. Praha: Grada Publishing, 2010. 272 s. ISBN 978-80-247-3583-2
- KOHOUT, Pavel. O původu dluhů. Mladá Fronta DNES, 2009, roč. 20, č. 258, s. A11. ISSN 1210-1168
-

Předběžný termín obhajoby

2015/16 LS – PEF

Vedoucí práce

Ing. Roman Svoboda, Ph.D.

Garantující pracoviště

Katedra ekonomických teorií

Elektronicky schváleno dne 29. 10. 2015

doc. Ing. Josef Brčák, CSc.

Vedoucí katedry

Elektronicky schváleno dne 11. 11. 2015

Ing. Martin Pelikán, Ph.D.

Děkan

V Praze dne 01. 02. 2016

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou diplomovou práci "Komparace vývoje zadluženosti ČR a EU" jsem vypracoval samostatně pod vedením vedoucího diplomové práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu literatury na konci práce. Jako autor uvedené diplomové práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušil autorská práva třetích osob.

V Praze dne 1. 5. 2016

Poděkování

Rád bych touto cestou poděkoval panu Ing. Romanu Svobodovi, Ph.D., za odborné vedení, konzultace a cenné rady při konzultacích této práce.

Komparace vývoje zadluženosti ČR a EU

The Comparison of the Development of Government Debt in the Czech Republic and the EU

Souhrn

Tato diplomová práce se zabývá problematikou zadluženosti států, resp. zadluženosti České republiky v kontextu ostatních evropských států.

V teoretické části je rozebrána problematika zadluženosti obecně, její druhy, příčiny, rozdělení zadlužených států, způsoby jejího měření, možnosti jejího zmírnění či odstranění.

Praktická část práce je zaměřena na sledování konkrétních parametrů zadluženosti ČR a regionu EU v určitém konkrétním období, identifikace společných či naopak rozdílných rysů vývoje ekonomik v tomto smyslu.

Závěr práce je vyhrazen pro shrnutí, získané poznatky a možnosti řešení problematiky zadluženosti států v našem čase a prostoru.

Summary

This thesis is focused on issues of indebtedness of the Czech Republic and surrounding EU area countries.

The theoretical part explains this topic generally, reasons and kinds of indebtedness,

division indebted countries, the measuring of indebtedness and possible ways to reduce or eliminate incurred debt.

The practical part is focused on recording and comparing specific parameters of debts of the ČR and EU region for the specific period of time and it is also focused on identifying mutual and different attributes of economic development of the states.

The end summarizes generated information and gives a solution to the debt problems of local area countries at the present time.

Klíčová slova: Státní rozpočet, státní deficit, státní dluh, rozpočtové příjmy, rozpočtové výdaje, fiskální opatření, monetární opatření, státní bankrot.

Keywords: The state budget, government deficit, government debt, budget revenues, budget expenditures, fiscal measures, monetary measures, national bankruptcy.

Obsah

1	ÚVOD.....	10
2	CÍL PRÁCE A METODIKA.....	12
2.1	CÍL PRÁCE.....	12
2.2	METODIKA.....	12
3	TEORETICKÁ VÝCHODISKA.....	13
3.1	STÁTNÍ ROZPOČET.....	13
3.1.1	Příjmy a výdaje státního rozpočtu.....	13
3.1.2	Funkce státního rozpočtu.....	14
3.1.3	Procesy rozpočtu.....	15
3.1.4	Deficit a státní dluh.....	15
3.1.5	Veřejný dluh.....	17
3.2	ZADLUŽENOST STÁTU.....	18
3.2.1	Dělení zadlužených států.....	18
3.2.2	Výhody zadlužení.....	19
3.2.3	Nevýhody zadlužení.....	21
3.2.4	Makroekonomické aspekty zadlužení.....	21
3.3	PŘÍČINY ZADLUŽENÍ STÁTŮ.....	22
3.3.1	Příčiny pasivního deficitu.....	23
3.3.2	Příčiny aktivního deficitu.....	23
3.4	MOŽNOSTI ŘEŠENÍ ZADLUŽENÍ.....	24
3.4.1	Pasivní způsoby řešení zadlužení.....	25
3.4.2	Aktivní způsoby řešení zadlužení.....	25
3.4.3	Administrativní způsoby řešení dluhů.....	28
3.4.4	Vhodný způsob řešení zadlužení.....	29
4	PRAKTICKÁ ČÁST.....	30
4.1	OBJEM A STRUKTURA VEŘEJNÉHO DLUHU V EVROPSKÉ UNII.....	30
4.1.1	Dluhové řízení.....	31
4.1.2	Objem vládního dluhu v EU.....	37
4.1.3	Vývoj relativní váhy dluhu v EU.....	38
4.1.4	Struktura vládního dluhu zemí EU.....	43
4.2	STÁTNÍ DLUH ČR.....	49
4.2.1	Vývoj objemu státního dluhu ČR.....	49

4.2.2	Příčiny růstu českého veřejného zadlužení.....	50
4.2.3	Důsledky růstu českého veřejného zadlužení.....	52
4.2.4	Struktura státního dluhu ČR.....	53
4.2.5	Náklady obsluhy dluhu.....	62
4.3	SROVNÁNÍ VZÁJEMNÉHO VÝVOJE MEZI EVROPSKOU UNIÍ A ČESKOU REPUBLIKOU.....	63
4.3.1	Objem vládního dluhu v EU.....	64
4.3.2	Relativní váha vládního dluhu v EU.....	65
4.3.3	Struktura vládního dluhu v EU.....	68
4.3.4	Konkrétní možnosti řešení dluhového problému.....	68
5	VÝSLEDKY A DISKUSE.....	70
6	ZÁVĚR.....	72
7	SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ.....	75
8	SEZNAM TABULEK.....	79
9	SEZNAM GRAFŮ A OBRÁZKŮ.....	80

1 Úvod

Kromě domácností či firem a společností se může zadlužit i stát. Kromě zadluženosti státu, pod níž si můžeme představit situaci, kdy příjmy státu jsou převyšovány jeho výdaji a vzniká tak deficitní rozpočet, je třeba brát na zřetel také tzv. veřejný dluh, který navíc zahrnuje dluhy organizací a fondů, zdravotních pojišťoven a místních rozpočtů, fungujících mimo státní rozpočet. Celkový veřejný dluh dané země je potom dán součtem veřejných dluhů v jednotlivých letech.

Zadluženost je v současné době fenomén, který se vyskytuje u většiny států na celém světě a to včetně nejvyspělejších ekonomik. Při zkoumání dluhu každé jednotlivé země je vhodné si uvědomit jaké důvody či události k tomuto zadlužení vedly. Pokud už takové zadlužení existuje, záleží na jednání vlády, na jejích postojích a opatřeních, zda se do budoucna takový dluh bude zvyšovat či snižovat a také v jakém časovém horizontu. Pokud daná ekonomika nebo vláda, nemá dlouhodobě potenciál či ochotu ke snižování zadlužení, může situace dojít až ke snížené ochotě investorů dále zemi financovat, což následně vede ke zvyšování úrokových nákladů na další půjčky a může skončit vyhlášením státního bankrotu.

Je tedy na postojích každé země jak se k problematice své zadluženosti postaví a pokud už ji hodlá řešit, má na výběr vícero způsobů, které mohou být v dané zemi více či méně oblíbené, vhodné a účinné z krátkodobé a dlouhodobé časové perspektivy.

Evropská unie a Česká republika jako její část se výše uvedenému nijak nevymyká a problematika zadluženosti je zde velice aktuální. I přes to, že Česká republika v rámci EU není na tom zdaleka nejhůře, co se týče celkového veřejného dluhu, dochází k jeho nárůstu pravidelně od roku 1993, kdy vznikl samostatný český stát a nyní již jen úrokové zatížení způsobuje značný nárůst dluhu každým okamžikem.

Všichni bychom si měli uvědomit skutečný stav věcí a pro evropské vlády, centrální banky a další finanční instituce a organizace, by mělo být prioritou vyvíjet veškeré možné úsilí k zastavení tohoto dlouhodobého trendu zvyšování zadluženosti.

Závěrem lze upozornit na aktuální problém předluženosti Řecka, který by měl být pro celou Evropskou unii špatným příkladem a zároveň šancí se poučit a vyvarovat takovým problémům do budoucna v některém z dalších zúčastněných států.

2 Cíl práce a metodika

2.1 Cíl práce

Hlavním cílem diplomové práce je analyzovat vývoj zadluženosti v ČR a EU, dále identifikovat hlavní determinanty zadluženosti a vymezit případná opatření k zastavení zadlužování či jeho odstranění. Dílčí cíl práce bude vymezit teoretická východiska problematiky na základě studia odborné literatury a predikce následujícího trendu vývoje zadluženosti.

2.2 Metodika

Teoretická část diplomové práce bude založena na nastudování a porovnání informací k problematice státního rozpočtu a zadluženosti státu a dále na syntéze takto nabytých informací.

Praktická část práce se bude zabývat analýzou dat států Evropské unie (celé osmadvacítky, eurozóny či vybraných důležitých zemí včetně ČR, podle konkrétního rozboru) z období roku 2004 až 2014, zahrnující zejména dluhové parametry států, případně makroekonomické ukazatele, jako je inflace, HDP, kurzy měn apod., reprezentující ekonomický vývoj a jejich dalším porovnáním. Data budou čerpána z portálu Eurostatu, OECD, Českého statistického úřadu, ČNB a Ministerstva financí ČR.

3 Teoretická východiska

3.1 Státní rozpočet

Státní rozpočet je plán finančního hospodaření státu. Obvykle jej vláda sestavuje na období jednoho kalendářního roku. Tento plán následně vláda České republiky předkládá formou zákona ke schválení parlamentu. Rozpočet nutně musí obsahovat dvě stěžejní části, a sice příjmovou a výdajovou část. V nich jsou obsaženy veškeré plánované příjmy a výdaje státního rozpočtu.

Výše uvedený návrh rozpočtu je bez ohledu na jeho schválení či neschválení ve schvalovacím procesu, pouze plán, který nemusí být vždy, v závislosti na aktuálním vývoji během fiskálního roku, např. nenadálých výdajích, událostech apod., přesně dodržen. Proto ho vnímáme jako plánovaný rozpočet a teprve zpětně po vyhodnocení daného roku je možné vyhodnotit reálné hospodaření státu a tedy skutečný rozpočet.

3.1.1 Příjmy a výdaje státního rozpočtu

Příjmy státního rozpočtu se vyskytují jako návratné a nenávratné. Nenávratné příjmy dále dělíme na daňové a nedaňové. Z názvu je zřejmé, že nenávratné příjmy náleží státu, pro nějž díky tomu, že je nemusí vracet, nepředstavují zátěž. U návratných příjmů je situace odlišná, jedná se například o úvěry od bank ale také financování pomocí dluhopisů [1].

Výdaje státního rozpočtu mohou být děleny úplně stejným způsobem jako jeho příjmy. Návratné výdaje, které většinou opět představují půjčky, stát dostane později zpět i s úroky a proto tyto výdaje nezatěžují státní pokladnu ani nepřispívají k růstu deficitu. Nenávratné výdaje existují ve dvou formách, za prvé jako nákupy statků a služeb a dále na transfery, které plní sociální úlohu nebo různé dotační účely. Tyto výdaje představují reálně a trvale vydané finanční prostředky [1].

Zájmem státu by mělo být efektivní hospodaření a z logiky věci by nenávratné výdaje státního rozpočtu měly být kryty nenávratnými příjmy, ale ještě spíše by tyto příjmy měli výdaje převyšovat. Opačná situace vede k hazardu hrozícímu zadlužováním a následně až státním bankrotem.

3.1.2 Funkce státního rozpočtu

Státní rozpočet plní několik základních funkcí, které v souhrnu umožňují plynulé a kompletní fungování státu a národního hospodářství. Samuelson a Nordhaus uvádějí jako stěžejní funkce, přerozdělení národního produktu a dále podpora důležitých odvětví, které by jinak nebyly soběstačné a naopak potlačování nežádoucích odvětví a jevů [2]. Podle jiné literatury jsou funkce rozpočtu rozvedené na stabilizační, alokační a přerozdělovací funkci [3].

Stabilizační funkce má za úkol vyrovnávat působení jednotlivých hospodářských cyklů k minimalizaci výkyvů mezi agregátní nabídkou a poptávkou, za využití prostředků na makroekonomické úrovni.

Alokační funkce zabezpečuje fungování takových služeb a organizací potřebných pro chod a obranu společnosti, které by jinak nebyly, z různých důvodů, tržně uplatnitelné. Příkladem lze uvést například armádu, policii, školství, justici, kulturu, ochranu životního prostředí a další.

Přerozdělovací funkce státního rozpočtu plní jednak sociální úlohu, tedy podporu určitých znevýhodněných skupin obyvatelstva ale také má za úkol vyrovnávat určité nežádoucí disproporce vznikající v tržním hospodářství.

3.1.3 Procesy rozpočtu

Rozpočtovým procesem rozumíme činnosti všech zúčastněných institucí podílejících se na přípravě, sestavení návrhu, projednání, schvalovacím procesu ale i na kontrole hospodaření během roku a kontrole plnění rozpočtu po ukončení daného roku [1].

Jedná se tedy o několik etap zahrnujících vícero institucí v rámci vlády a zákonodárných složek státu. Při schvalování příčného zákona o státním rozpočtu zákonodárnou mocí se projednává struktura a objem rozpočtu, respektive příjmů a výdajů, ale i výsledné saldo. Podle toho je-li saldo kladné či záporné, musí být určeno jeho krytí, tedy jak bude použit případný přebytek rozpočtu či z jakých zdrojů bude kryt případný schodek rozpočtu.

V předchozím textu bylo zmíněno, že jak v průběhu rozpočtového období, tak i po jeho skončení je kontrolována shoda se schválenou verzí rozpočtu a pokud se skutečný rozpočet od schváleného liší, je ministerstvo financí zodpovědné za uvedení důvodů a jejich vysvětlení.

Rozpočtový proces z důvodu své složitosti je ve srovnání s obdobím, na které byl schválen, podstatně složitější. Když upřeme pozornost na důležitý bod celého procesu, tedy jeho kladný či záporný výsledek, je třeba zmínit i náklady na dluhovou službu, tedy nákladové úroky z veřejného dluhu, které do tohoto procesu vstupují [1].

3.1.4 Deficit a státní dluh

V situaci kdy reálné výdaje státního rozpočtu jsou vyšší než reálné příjmy státního rozpočtu, vzniká schodek nebo také deficit. Existuje mnoho různých pojetí deficitů, podle autora toho kterého rozdělení.

Jedno z pojetí představuje Peková s termíny chronický, záměrný a nechtěný deficit. Chronický deficit vzniká při špatném hospodaření vlád, které má dlouhodobě za následek deficitní rozpočty a s nimi ruku v ruce i nárůst státního dluhu což představuje nevyhovující stav.

Záměrný deficit je stav nikoliv primárně chtěný, nýbrž takový kdy se o deficitu ví již v okamžiku schvalování rozpočtu, je s ním předem počítáno. Takto se projevuje expanze fiskální politiky, jíž je tento druh deficitu nástrojem [1]. Záměrný deficit by se ideálně neměl vyskytovat v případě růstu ekonomiky jak se dnes běžně děje, ale pouze jako stimulační opatření v případě negativního cyklu.

Nechtěný deficit vzniká v situaci, kdy deficit není plánovaný ani schválený a to nenadálými událostmi nebo výkyvy a proto ho obvykle nelze ovlivnit.

Významné druhy deficitu jsou strukturální a cyklický deficit. Cyklický deficit souvisí s výskytem recese či výskytem hospodářského cyklu, respektive jeho dna. V takovém období vykazuje státní rozpočet nižší příjmy a naopak vyšší výdaje. Cyklický deficit by neměl být pro dlouhodobou bilanci škodlivý, protože pokud správně fungují vestavěné stabilizátory rozpočtové politiky a zároveň jsou splněné další podmínky, jako cenová stabilita a kratší období recese než období růstu, pak je výpadek příjmů při cyklickém deficitu kompenzován při následném období růstu ekonomiky [3].

Strukturální deficit je způsoben dlouhodobou rozpočtovou expanzí, která nebere ohledy na aktuální stav hospodářského cyklu, následkem čehož opět převažují výdaje rozpočtu nad příjmy. Jinými slovy, takový deficit nelze krýt přebytky z budoucího růstu hospodářství a tedy musí být krytý, zejména dluhovými prostředky, kromě toho působí negativně na ekonomiku takzvaným vytěsňovacím efektem [3] [4].

Nakonec je vhodné definovat odlišný význam slova státní dluh, jež není totožný s deficitem. Podle definice Samuelsona a Nordhause: „Dluh připomíná vodu v nádobě. Deficit vodu, která se do nádoby přilévá. Dluh tvoří peněžní hodnotu součtu všech závazků, zatímco deficit je pouze přírůstek nových dluhů v jednotlivých letech, vzniklých vládním deficitním hospodařením“ [2]. Jednodušeji řečeno, státní dluh je výsledkem součtu jednotlivých deficitů, s tím, že v případě výskytu přebytkových rozpočtů, by tyto byly odečteny.

3.1.5 Veřejný dluh

Historicky býval hlavním sledovaným parametrem státní dluh. V současnosti ale existuje vícero příčin zadlužení státu než pouhý dluh státu vzniklý prostřednictvím státního rozpočtu. Proto je nyní z důvodu komplexnosti běžné sledovat a uvádět také parametr veřejný dluh, přesto, že jeho hlavní podíl tvoří zmiňovaný státní dluh.

Veřejný dluh lze tak jako i jiné pojmy definovat vícero způsoby, které se liší podrobností. Jako komplexní definici lze zmínit např. pohled, že veřejný dluh krom celkového zadlužení vlády, tvoří dluhy krajů a obcí, tedy místní rozpočty, mimorozpočtové fondy ale také zdravotní pojišťovny [5].

Dvořák definuje veřejný dluh jako souhrn dluhu všech daňových poplatníků státu nebo také pohledávku státu za nynější a budoucí daňovou povinností obyvatel [6].

Nejjednodušeji si můžeme veřejný dluh představit jako souhrn pohledávek všech dalších ekonomických subjektů za státem, přesto, že zde nejsou definovány konkrétní složky tohoto veřejného dluhu [6].

Z výše uvedených definic je patrné, že veřejný dluh bude nabývat větších hodnot než pouhý státní dluh. Pro konkrétní přehled můžeme představit aktuální hodnoty uváděné ministerstvem financí nebo některými dalšími webovými stránkami:

- veřejný dluh: 1 857 960 415 125 Kč
- státní dluh: 1 663 700 000 000 Kč

Zatím nebylo zmíněno, že veřejný dluh se může vyskytnout ve formě hrubého nebo čistého veřejného dluhu. Hrubý veřejný dluh je vysvětlen předchozími definicemi a takové pojetí nezahrnuje pohledávky samotného státu, tedy dluhy ostatních ekonomických pohledávek vůči němu. Pro výstižnější pojetí finanční situace státu můžeme zavést pojem čistý veřejný dluh, který si můžeme představit právě jako hrubý veřejný dluh, od něž jsou odečteny pohledávky státu. V reálu se potom mezi hrubým a čistým veřejným dluhem mohou vyskytovat značné rozdíly. Vzhledem k problematice relevantního porovnání a ocenění

výše pohledávek jednotlivých států mezi sebou, se vzhledem k hrozícím možným nepřesnostem ve většině statických údajů vyskytuje veřejný dluh v jeho hrubé formě [7].

3.2 Zadluženost států

Z výše uvedeného textu lze odvodit, že je vhodné při posuzování zadluženosti států preferovat jako ukazatel, veřejný dluh před dluhem státním.

Vzhledem k populačním rozdílům mezi státy je třeba nalézt způsob vhodného porovnání tohoto parametru. Jeho absolutní výše pro srovnávací účely není vhodná, proto se využívají některé poměrové ukazatele. Jedním z nich by mohl být veřejný dluh na jednoho obyvatele, v praxi se ale více využívá spíše poměr veřejného dluhu k hrubému domácímu produktu. Jedná se o významný parametr, který je začleněn mezi Maastrichtskými kritérii. V České republice se výpočty a reportování tohoto a dalších parametrů, zabývá ČSÚ [8]. V rámci Evropské unie tyto údaje od takovýchto národních úřadů následně přebírá a zpracovává Eurostat.

Podle mezinárodního měnového fondu, vyspělé země vykazují zadluženost kolem 75 %, což je podstatně více než země rozvojové, kde se tento parametr pohybuje kolem 25 %. Výpočet mezinárodního měnového fondu vychází ze schopnosti různých zemí dosahovat primárních rozpočtových přebytků [6].

3.2.1 Dělení zadlužených států

Podle výše zadlužení a jeho udržitelnosti v dlouhé a středním období lze státy rozdělit do pěti skupin a právě takového hodnocení států využívá i Evropská komise.

První skupina zemí se vyznačuje vynikající fiskální disciplínou, tyto země mají pod kontrolou své výdaje na penze obyvatel a jejich zadlužení dosahuje nízké úrovně a vysoké stability. Jedná se tedy o země se zdravými veřejnými financemi, mezi takové země, které neohrožují své veřejné finance, patří například Finsko a Lucembursko.

Druhá skupina zemí je v určitém nebezpečí ve střednědobém horizontu. Sice se tyto země velmi dobře vyrovnávají se stárnutím obyvatelstva, díky schopnostem zavést včas opatření v oblasti těchto nákladů. Ve střednědobém horizontu jim ale narůstá deficit z jiných důvodů. Mezi reprezentanty této skupiny zemí patří například Nizozemí a Velká Británie [9].

Španělsko a Řecko reprezentují třetí skupinu, tedy země, kde nebezpečně rychle vzrůstají výdaje na penze obyvatel. Zde tedy není nutné jen kontrolovat samotné zadlužení, ale zaměřit se i na problémy s růstem výdajů ve zmíněné oblasti penzí, ve které jsou tyto země velmi rizikové.

Předposlední skupina zemí je typická vysokými deficity rozpočtů. Tyto země spojuje to, že v posledních letech realizovali pokusy o penzijní reformy, nicméně s nejistými výsledky pro jejich rozpočty. Tyto země, jejichž příkladem lze uvést Německo a Francii, jsou nuceny bojovat nejen s dlouhodobou perspektivou jejich rozpočtů, ale to stejné pro ně platí i ve střednědobém výhledu [9].

Nakonec poslední skupina je vyčleněna pro země s vysokým zadlužením v podobě vysokého podílu dluhu na HDP. Díky vysokému dluhu jsou tyto země ohroženy už jen pouhými úroky, které dluh nese. Tyto země mají jedinou šanci k udržení jejich systému veřejných financí, a to ve středně až dlouhodobém výhledu, začít hospodařit s přebytky. V Evropě se to týká především Belgie nebo Itálie.

3.2.2 Výhody zadlužení

Nejprve si vysvětleme pojem "Ne-keynesiánský efekt", který se bude hodit v následujícím textu. Jedná se o stav, kdy při fiskální konsolidaci, jsou fiskální multiplikátory malé a dále se v čase snižují, tento jev vede ke zvýšení růstu HDP i při provádění restriktivní fiskální politiky [9].

Zadlužení není nic jiného než použití cizího kapitálu. Zadlužení státu poskytuje podstatnou výhodu v případě výkyvů během hospodářského cyklu a možnost tyto výkyvy omezovat.

Takové zadlužení je vhodné ve fázi recese kdy se hospodářství dostává na své dno, ale platí to za několika podmínek. Zadlužení by mělo být úměrné, nikoliv přehnané a následovat po něm by měla naopak fiskální restrikce s výhledem fiskální konsolidace a právě výše zmíněným ne-keynesiánským efektem. Zadlužení by nemělo být dlouhodobé, ale mělo by umožňovat jeho umoření v následujícím období.

Další výhodou zadluženosti státu lze zmínit pro případ mezinárodních vztahů jednotlivých států. Může se stát a také běžně stává, že stát čelí neočekávaným náhlým výdajům, způsobeným například účastí v různých mezinárodních aliancích nebo je nucen platit náklady vyplývající z pokut či mezinárodních arbitrází či dalších možných okolností. Pokud jsou takové výdaje neočekávané, může být pro státní rozpočet a vůbec perspektivu hospodářského vývoje, použití vlastních zdrojů velice destruktivní. Proto bývá využit cizí kapitál a důsledkem může být i dlouhodobá zadluženost, ke které v minulosti vedly například válečné reparační některých států. Války byly dle Kohouta vůbec častým důvodem zadlužení [10].

Při financování veřejných investic existuje ještě další aspekt, kterým je vlastně výběr ze dvou možností financování. První možností je financování prostřednictvím určité zvýšené daňové povinnosti obyvatelstva, tedy vlastně nepřímé financování současnou generací obyvatelstva, ke kterému existuje alternativa půjčky, která neznamená nic jiného než odložení současných nákladů na budoucí generace či poplatníky. Dvořák uvádí, že čím větší existuje míra zdanění, tím více se deformuje disponibilní důchod obyvatelstva, zatímco veřejný dluh prý žádné distorzní účinky nemá [6]. Zřejmě má ale na mysli pouze současné účinky takového zadlužení, přičemž pokud platí tvrzení, že dluhy se mají platit, někdy takové účinky musejí přijít.

Zajímavé tvrzení přináší kniha *Issues in Environmental Law, Policy and Planning*: "Strategic deficit and debt behavior originates from question wheather or not incumbent policymakers run higher budget deficits that they would if they were confident of re-election" [11].

Interpretace by mohla být ve smyslu, že chování představitelů států v oblasti veřejných financí a zadlužování, koresponduje s možností jejich znovuzvolení. Reálné je však spíše

takové chování politiků, které se snaží znovuzvolení docílit a to může vést k negativnímu populismu.

3.2.3 Nevýhody zadlužení

Pokud pro státy vždy platí tvrzení, že dluhy se platí, což je samo o sobě diskutabilní tvrzení, potom je jasné, že někdy v budoucnu je třeba splatit dluh a navíc úroky z dluhu vyplívající. Tyto splátky pak jednoznačně zatěžují poplatníky v čase budoucím.

Je vhodné si nevýhody také rozdělit podle subjektů, na které má splácení dluhů negativní dopady. Jedním ze subjektů je jednoznačně stát, potažmo jeho daňový poplatníci. Pro stát je jasná nevýhoda zhoršující se dostupnost, ale také zvyšující se úroky při pokračujícím zadlužení. Další nevýhodou, spíše pro nefinanční sektor a funkci ekonomiky celkově je možná hrozba vytlačování soukromých investic. Marek zmiňuje ovlivnění jednotlivých domácností, navazující na úrokovou míru, tedy nevýhody vkladatele a příjemce úvěru [12]. Toto tvrzení by možná mělo být spíše "vliv na vkladatele a příjemce úvěru", protože z principu nízká či vysoká úroková míra bude vždy pro jednu ze stran výhodná, nikoliv nevýhodná pro obě strany.

Jisté však je, že zadluženost státu je komplexní jev ovlivňující více subjektů a také subjektů z vícera zemí, například lze zmínit mezinárodní investory apod.

3.2.4 Makroekonomické aspekty zadlužení

Nejzásadnější aspekty veřejného dluhu na makro úrovni jsou vliv na úrokovou míru, inflaci a další investiční schopnost země [6].

Při neúměrném množství vydávaných státních dluhopisů, lze očekávat silný vliv na úrokovou míru nově vydávaných dluhopisů. Tento vliv bude tím větší čím je ekonomika uzavřenější, pro menší a otevřenější ekonomiky to není takový problém z důvodu existence vícero proměnných, které tuto cenu úvěru ovlivňují.

Zadlužení státu má vliv na současnou a zejména budoucí schopnost dalšího investování daného státu. Jinými slovy, současné vypůjčení finančních prostředků, zhoršuje takovou možnost do budoucna vzhledem k nutnosti splácení včetně úroků. Tím vyvstává zásadní otázka posouzení výhodnosti takových půjček. Konkrétně je třeba porovnat výši budoucích úroků s efekty, které taková investice přinese. Pro obyvatelstvo (pro jednoduchost ho raději nebudeme dělit na současné versus budoucí obyvatelstvo, které právě bude nucené takové investice splácet), je investice výhodná pouze za předpokladu její efektivnosti a tedy stavu kdy její přínosy jsou větší, než navýšení půjčené částky o úroky. Pro takové rozhodnutí, lze použít některé metody, například metodu čisté současné hodnoty, případně metodu vnitřního výnosového procenta. Každopádně je ale třeba si uvědomit, že se jedná o porovnávání výše jednoduše vyčíslitelné finanční částky s obtížně vyčíslitelnou nefinanční hodnotou veřejného projektu, což může a pravděpodobně i vede k neefektivním veřejným programům.

Pokud se stát nachází v podmínkách využití svého plného potenciálu pracovních a výrobních prostředků, má navíc zadlužení státu potenciál vyvolání inflace, výroba není již schopná reagovat na rostoucí agregátní poptávku. Výrok, předluženost je jedním z důvodů ekonomických krizí [6], je vhodným ukončením kapitoly.

3.3 Příčiny zadlužení států

Příčiny vzniku deficitů lze rozlišovat na dvě samostatné kategorie, deficit pasivní a deficit aktivní. Pasivní složka deficitu je nezávislá na rozhodnutích vlády, jedná se o vlivy a události, nezávislé na jejím rozhodování, dané především exogenními, tedy vnějšími vlivy. Aktivní složka deficitu je naopak daná hlavně vládními rozhodnutími, zde se tedy se zápornou bilancí rozpočtu, předem počítá.

3.3.1 Příčiny pasivního deficitu

Jak bylo řečeno výše, jedná se o vlivy a faktory, které jsou nezávislé na vládě, a z toho vyplývá, že jsou často nepředvídatelné. Mají za následek snížení příjmů nebo zvýšení výdajů rozpočtu, případně oběma těmito jevům naráz.

Hlavní příčiny pasivního deficitu [7]:

- hospodářský pokles, který vyvolá snížení daňových příjmů (např. DPH, spotřební daně);
- zvýšená inflace a s růstem cen energií, apod., spojený dopad na organizace napojené na státní rozpočet;
- zvýšené výdaje při přírodních katastrofách, válkách, povodních apod.;
- zvyšující se úroky z veřejného dluhu, související s růstem samotného dluhu.

Kromě zvyšujících se úroků, jsou všechny výše uvedené příčiny buď cyklické, nebo náhodné, zatímco deficity států jsou v dnešní době permanentní. Lze tedy předpokládat velký podíl úroků z veřejného dluhu na pasivním zadlužení. V této souvislosti je zaveden pojem primární deficit, který nezahrnuje splátky úroků z veřejného dluhu a tím umožňuje další pohled na stav veřejných financí daného státu [6]. Primární stav rozpočtu je vždy příznivější než jeho skutečná hodnota. Pokud je primární rozpočet přebytkový, zatímco skutečný je deficitní, je jasné, že se jedná právě o dluhový problém daného státu.

3.3.2 Příčiny aktivního deficitu

Aktivní deficit je následkem vládního konání, které vede k poklesu příjmů nebo růstu výdajů rozpočtu, případně k oběma důsledkům zároveň.

Jako hlavní příčiny aktivních deficitů mohou být uvedeny [6]:

- snaha o rozložení následků výdajového šoku, například při zvýšených cenách surovin, do více let pro eliminaci výkyvů daní;

- odložení daňové zátěže na příští generace, při budování nákladných veřejných projektů, jako jsou dálnice či železnice;
- expanzivní fiskální politika v podobě například snižování daní či růstu veřejných výdajů, zavádění nových či zvyšování existujících transferů;
- vládní populismus reprezentující snahu o přízeň voličů realizovanou převážně neefektivními nebo přímo škodlivými prostředky a činy za účelem znovuzvolení.

3.4 Možnosti řešení zadlužení

Možnosti řešení jednotlivých schodků rozpočtu jsou v zásadě tři. Krytí půjčkou, monetizací (toto řešení je popsáno podrobněji níže v kapitole 3.4.2) nebo prodejem státních aktiv [13]. Tato kapitola je však zaměřená již na řešení kumulovaného dluhu jeho snižováním či alespoň zředěním v poměru k HDP.

Vztah mezi bilancemi jednotlivých rozpočtů a veřejným dluhem není pouze jednosměrný. Od určité výše kumulovaného dluhu, začne být při snaze o jeho splácení nebo alespoň stabilizaci, zpětně ovlivňováno resp. ztěžováno, sestavování rozpočtu. Úroky z veřejného dluhu vyvolávají postupně větší tlaky na výdajovou stranu a urychlují další přírůstky dluhu [6].

Dvořák uvádí, že efekt řešení problému zadlužení by měl být především snížení jeho objemu, čehož lze dosáhnout využitím pasivních způsobů, tedy vlivu inflace či měnových kurzů nebo aktivních způsobů pomocí zásahu vlády. Veřejný dluh se ale stejně jako každý jiný dluh, jednodušeji zvyšuje, než snižuje [6].

Mimo způsoby řešení zadlužení uváděné Dvořákem, však existují ještě poněkud radikálnější způsoby řešení této problematiky a v dalším výkladu bude vhodné si všechny možné způsoby popsat detailněji.

3.4.1 Pasivní způsoby řešení zadlužení

Pasivních způsobů řešení zadluženosti je celá řada. Některé z nich jsou aktuální spíše pro rozvojové země, například **přijetí grantů, darů, odpuštění části zahraničního dluhu či úroků**, druhou stranou [14].

Další způsob, který se dá klasifikovat jako pasivní řešení zadluženosti, je **kladné působení na tempo ekonomického růstu**, snížení míry dluhu k HDP je neefektivnější způsob řešení situace. Rychlost růstu HDP je vyšší než efektivní reálná úroková sazba dluhu. To se nicméně nedaří příliš často a stává se, že realita je dokonce opačná.

Mezi pasivní způsoby řešení lze zařadit i **využití monetárních nástrojů**. Jednou z takových možností je **ovlivňování kurzu měn**, kdy apreciacie domácí měny snižuje hodnotu dluhu, pokud je tento dluh zahraniční, respektive emitován v cizí měně [6].

Jedna z možností využití monetárních nástrojů je **pozitivní vliv inflace** pro dlužníky. Takovou možnost zmiňuje například Kohout nebo Fischer a Dornbusch. Podle nich je ale tato metoda použitelná jen pro dlouhodobé dluhy, navíc inflace znehodnocuje i HDP a tím je změna poměru dluhu k HDP neutralizována [15].

Autoři se obecně shodují, že neefektivnější a neúčinnější způsob řešení dluhové problematiky je trvalý a výrazný ekonomický růst převyšující efektivní reálnou úrokovou sazbu, takový vývoj zároveň umožňuje i aktivní řešení zadluženosti ve smyslu splácení dluhu, v řadě zemí Evropské unie je to však v posledních letech velmi složité neboť tempo růstu bylo velmi nízké, leckdy i záporné.

3.4.2 Aktivní způsoby řešení zadlužení

Nejsou-li pasivní způsoby dostatečně účinné, měla by aktivně zasáhnout vláda. Pokud se však rozhledneme po našem okolí, respektive Evropské unii, vidíme, že vlády nejsou příliš svolné tyto problémy řešit. To je dáno jednak časově omezeným volebním mandátem

vlády oproti horizontu řešení, které je dlouhodobé. Dále kroky, vedoucí ke snižování zadlužení, jsou u značné části veřejnosti nepopulární a tak často zbývají obtížné alternativní kroky s nejistým výsledkem [6].

V podstatě jediný povolený či dokonce doporučovaný a také dlouhodobě fungující aktivní způsob řešení zadlužení je **rozpočtové řešení**. Je třeba vytvořit přebytky k překonání dluhové pasti. Je však třeba, aby takové přebytky byly poměrně vysoké a v čase trvalé. To vyžaduje buď zvýšení příjmů, snížení výdajů nebo obojí naráz. Tím se dostáváme k opatřením jednak nepopulárním [6], ale zároveň potenciálně deformujícím fungování ekonomiky, ve smyslu snížení motivace ke snažení u ekonomických subjektů v případě zvýšeného daňového zatížení nebo nutnosti zvýšených sociálních výdajů na dávky v nezaměstnanosti a podobně, v případě omezení na výdajové straně. K nastavení takové výše daňové zátěže, která nebude natolik nízká, aby omezovala daňové příjmy státu, ale zároveň nebude natolik vysoká, aby snižovala motivaci podnikatelské sféry k vyvíjení výdělečné činnosti, je vhodné vysvětlit takzvanou Lafferovu křivku.

3.4.2.1 Lafferova křivka

Lafferova křivka popisuje vztah mezi průměrnou daňovou sazbou a celkovými daňovými příjmy. Princip je takový, že při nulové průměrné daňové sazbě, dochází k maximální stimulaci veškerých subjektů k ekonomické činnosti, celková produkce je maximální, ale stát z ní nemá žádný daňový příjem. Opačný extrém je 100 % daňové zatížení, kdy se výroba zastaví, protože subjekty nemají motivaci k ekonomické činnosti. Daňový příjem státu je opět nulový. Pro hledání optimální výše zdanění je podstatný průběh křivky mezi těmito dvěma body, zejména v okolí maximálního daňového příjmu, kde jsou subjekty dostatečně motivovány k činnosti [9].

Obrázek 1: Lafferova křivka



Zdroj: *Středoevropské centrum pro finance a management 2016* [16]

Není však snadné takovou vhodnou daňovou sazbou určit nebo odhadnout, křivka není v čase stabilní a daňové optimum se proto může posouvat. Stát by se měl proto k optimální daňové míře alespoň maximálně přiblížit, za pomoci řádných analýz daňových příjmů, ale také efektivního výběru daní a celkově správně nastaveného systému.

Další možný způsob aktivního řešení zadlužení je **užití výnosů privatizace**. Tento způsob řešení pomohl řadě států k poměrně značnému snížení dluhové zátěže, jedná se o rychlý a svým způsobem lákavý způsob řešení, prodejem státního majetku získat prostředky na redukci dluhu. Bohužel se jedná o pouze krátkodobé řešení, které navíc v dlouhodobém horizontu přináší spíše nevýhody, z důvodu, že prodaný majetek většinou patří k nejlukrativnějším státním aktivům, které státu přinášejí nemalé příjmy, o které se takto stát připraví [6].

Monetizace veřejného dluhu je některými autory považována za základní metodu redukce objemu státního dluhu. Například Buchanan tvrdí, že je-li ekonomika v recesi a současně vykazuje nízkou inflaci, centrální banka může s výhodou realizovat nákup vládních dluhopisů na sekundárním trhu [17]. Ve většině zemí však nejsou akce centrální banky vynutitelné a například přímé odkupy vládních dluhopisů na primárním trhu jsou většinou přímo zakázané, kvůli silnému tlaku na inflaci, jelikož jde vlastně o tištění nových peněz do oběhu.

3.4.3 Administrativní způsoby řešení dluhů

Následně jmenované způsoby řešení dluhové otázky se dají označit za poměrně radikální. Nejsou však v historii úplně ojedinělá a netýkají se dokonce ani pouze rozvojových zemí. **Restrukturalizace** kdy vláda dluhové břemeno odmítne neboli zčásti či úplně přesune na věřitele, totiž drasticky snižují důvěru v daný stát a plnění jeho příštích závazků, což má za následek buď nemožnost příštích půjček, nebo jejich ztíženou realizaci prodraženou a příplatek za riziko.

Krajním řešením je také **mimořádná rozpočtová dávka**, tedy uvalení jednorázové paušální daně z kapitálu například na vklady v bankách, k umoření dluhu. I zde však hrozí ztráta důvěry jako v předchozím případě s obavami z podobné akce v budoucnu, navíc je to u části veřejnosti silně nepopulární opatření.

Posledním z takových "extrémních" opatření je **státní bankrot**. Jedná se o situace, kdy stát není schopný dostát svým závazkům. Situace může vypadat tak, že jsou emitovány nové státní dluhopisy na krytí veřejného dluhu, ale ty nejsou na finančním trhu udány a tedy nejsou získány potřebné finanční prostředky. Státní bankrot má tedy velice blízko k situaci popsané výše jako restrukturalizace dluhu, rozdíl mezi nimi je pouze v tom, že restrukturalizace dluhu je dobrovolný akt, zatímco bankrot je aktem nuceným [18].

Příčiny státního bankrotu. Nejčastější příčinou bankrotu je stav předlužení, situace kdy se stát dlouhodobě a trvale zadlužuje, čímž dochází k enormnímu nárůstu dluhu a úroků z něj. Méně častou příčinou je změna politického režimu kdy nová vláda neuznává závazky vlády předchozí. Může nastat také rozpad státu například vlivem války. Nejčastější je ale předlužení státu [19].

Nevýhody státního bankrotu. Vzhledem k aktuálnosti tohoto tématu v případě Řecka, není od věci si situaci přiblížit. Při vyhlášení státního bankrotu přicházejí věřitelé o část nebo všechny své prostředky, poskytnuté danému státu. Takový stát ztrácí důvěru na mezinárodních trzích a je pro něj buď nemožné sehnat další finanční prostředky a nebo je to možné jen za přísných a omezujících podmínek. Občané daného státu jsou postižení

devalvující měnou, tedy průběžným zdražováním veškerého zboží a pokud se v daném státě uskuteční i měnová reforma, může to znamenat ztrátu veškerých úspor. Je tedy patrné, že vyhlášení státního bankrotu postihne všechny subjekty a navíc velmi negativně ovlivní i makroekonomické veličiny jako HDP, inflaci, zaměstnanost a další [19].

Přesto, že je státní bankrot velice účinný při minimalizaci zadlužení a veřejného dluhu, je stejně tak bolestivý pro investory, kteří přicházejí o své finanční prostředky a také pro občany daného státu, postižené sníženou životní úrovní a dokonce i pro občany států z kterých pocházejí postižení investoři, protože jejich ztráty se často přes pomocné mechanismy státu přenášejí na řadové obyvatelstvo prostřednictvím zvýšených daní. Proto je bankrot poslední a nouzové řešení, které nelze doporučit [20].

3.4.4 Vhodný způsob řešení zadlužení

Na závěr teoretické části práce by bylo ideální uvést univerzální ideální způsob řešení dluhových situací. Bohužel ale takové univerzální řešení neexistuje nebo přinejmenším není geograficky ani časově přenositelné. Většinou při volbě metody řešení mají největší moc politické zájmové skupiny, které finálně rozhodují a dochází i k tomu, že zvolený způsob je pro většinu obyvatelstva nevýhodný a pro stát jako takový, nevhodný a nákladný [6].

Úspěšné evropské stabilizační programy v minulosti, byly založeny na kombinaci pasivních a aktivních faktorů. Z pasivních některým zemím pomohl dočasně výhodný poměr tempa růstu a úrokových měr, z aktivních opatření to bylo dosažení dlouhodobějších rozpočtových přebytků, spolu s výnosy z privatizace, které je krátkodobě efektivní metodou rychlé minimalizace poměrné váhy dluhu [6].

4 Praktická část

4.1 Objem a struktura veřejného dluhu v Evropské unii

V 80. a 90. letech 20. století se rozrostlo obchodování s dluhopisy z důvodu dluhového financování deficitů řady států. V mnoha státech byly přijaty různá opatření týkající se řízení vládních dluhů, která měly za cíl ovlivnit obchody s cennými papíry jak na primárních tak i sekundárních trzích. Z vzniklých opatření lze označit za stěžejní následující:

- pravidelná emisní činnost na aukcích;
- vytvoření průhledných systémů dluhového řízení;
- zajištění funkčního a průhledného systému zúčtování bezhotovostního styku;
- zavedení transparentního regulačního systému a státního dozoru.

V této době se výrazně navýšil počet odborníků, zabývajících se podrobně problematikou kolem dluhového řízení. Za tímto trendem stál radikální nárůst vládních schodků, zaznamenaný většinou států Evropské unie. Tento negativní trend byl eliminován až řadou konvergenčních kritérií, jež přinesla Maastrichtská smlouva, resp. její vstup v platnost. Tyto kritéria měly za úkol zlepšit fiskální disciplínu zemí Evropské unie a zároveň jednotlivé země motivovat k vyrovnaným či přebytkovým rozpočtům, což by dávalo šanci pro redukci nakumulovaných vládních dluhů, ale také neohrozilo funkci automatických stabilizátorů.

Podstatné z pohledu rozpočtů států jsou zejména dvě kritéria, spadající do fiskální kategorie, jež mají za cíl vynutit zdravé finance. První z nich je schodek veřejného rozpočtu v poměru k hrubému domácímu produktu v tržních cenách, jež by neměl překonat 3 %. Druhý parametr omezuje celkový veřejný hrubý dluh, resp. jeho poměr k hrubému domácímu produktu v tržních cenách, na 60 % [21].

Tyto fiskální pravidla byly zpočátku úspěšné a některé státy byly schopné docílit dokonce rozpočtové přebytky. Bohužel to byl jen dočasný trend, který byl ukončen událostmi 11. září 2001, po nichž došlo k návratu k negativnímu trendu a většina států byla nucena se potýkat s hospodářskou recesí a opětovnými deficity.

4.1.1 Dluhové řízení

Významný vliv mělo v roce 1999 zavedení eura jako měny. Ovlivnilo veškeré činnosti realizované v rámci dluhového řízení. Díky jednotné měně se sjednotil evropský kapitálový trh kde dluhová manažeři, jejichž úkol je financování veřejných dluhů s minimálními náklady a rizikem, začali být pro sebe konkurencí.

V období do roku 2002 politika Evropské měnové unie znamenala snížení podílu vládních deficitů a dluhů vůči HDP a tím i sníženou nabídku vládních dluhových nástrojů, vydávaných nicméně stále v širokých sériích. Podstatný byl rozvoj elektronického obchodování nejen na evropských trzích, ale i ve světovém měřítku, díky němuž mohlo dojít ke snížení nákladů vztahujících se k obchodování. Elektronické obchodování také posílilo likviditu.

Vzhledem k jednotné měně společné pro eurozónu se redukovalo množství cenných papírů emitovaných v dalších světových měnách. Nyní se toto množství podle Eurostatu pohybuje kolem 5 % vládního dluhu zemí eurozóny. Společná měna zároveň začala být zajímavá pro některé země jako USA a Japonsko, což způsobilo zvýšení podílu dluhu drženého zahraničními subjekty v některých zemích.

Dluhové řízení se mezi jednotlivými zeměmi liší, v rámci některých států je tato zodpovědnost na samostatných organizacích oddělených od Ministerstva financí jako je tomu například v Irsku, jinde je řízení dluhu na zodpovědnosti přímo Ministerstva financí. Taková organizace je třeba u nás v České republice nebo Belgii, Francii a Nizozemí.

4.1.1.1 Hlavní úkoly a zodpovědnost dluhového řízení

Na problematiku dluhového řízení existuje řada různých náhledů, které popisují vícero úkolů. Většinou jde o makroekonomickou stabilitu, funkční měnovou politiku, efektivní finanční trhy a maximální snížení nákladů a rizik.

Hlavním reálným cílem dluhového řízení je pokrytí vládních finančních schodků vznikajících v daném roce a to s minimálními náklady a rizikem.

4.1.1.2 Splatnost vládního dluhu

Splatnost vládních dluhů je jeden ze zásadních parametrů, proto je mu věnována odpovídající pozornost v teoretické i praktické rovině. Podle některých autorů existuje vazba mezi velikostí dluhu a délkou jeho splatnosti.

Většina z nich, jmenovitě například De Haan [22] či Missale a Blanchard [23], tvrdí, že při vysokých podílech dluhu k HDP, lze očekávat prodlužování doby splatnosti i další růst dlouhodobých dluhů. Jedním z důvodů může být snaha o eliminaci nedůvěry věřitelů.

Z jiného úhlu pohledu posuzuje splatnost dluhu Miller, který poukazuje na vazbu mezi politickou nestabilitou a inflací, která může vést ke zvýšení dlouhodobých úrokových sazeb a tím potažmo naopak motivovat vládu k preferenci krátkodobých dluhových nástrojů [24].

Po vzniku společné měny v části Evropy, který znamenal likvidaci množství omezení v mezinárodním obchodu, začala řada vlád vydávat standartní vládní dluhopisy, zvané „plain vanilla“, často se splatností 10 let. Množství takových dluhopisů převážilo oproti období před založením Evropské měnové unie.

Vlivem snížení úrokových sazeb dochází navíc k zvyšování délky splatnosti vládních dluhů. Došlo k poklesu podílu dluhových nástrojů se splatností menší než 1 rok a naopak se zvětšil podíl nástrojů se splatností vyšší než 1 rok.

V Itálii, Belgii a Řecku, tedy v zemích s vysokým zadlužením, došlo ke snížení krátkodobých dluhů. Např. v Itálii se podíl takových krátkodobých dluhů pohyboval v roce 1993 kolem 60 %, o deset let později již jen kolem 25 % a poslední údaje z roku 2014 mluví o 14,5 % těchto krátkodobých dluhů. Mnoho evropských vlád začalo preferovat dluhopisy s desetiletou splatností. Nicméně spektrum nástrojů je stále pestřejší včetně splatností 3,5 roku, ale též 30 let.

Pokud se zaměříme na průměrnou splatnost vládních dluhů v eurozóně, ta se pohybuje nyní kolem téměř 8 let, pro zajímavost, ještě v roce 2003 se tento údaj pohyboval kolem 5,5 roku.

Tabulka 1: Splatnost vládních dluhů v zemích eurozóny

	2003	2005	2008	2010	2012	2014
Belgie	5,9	6,6	6,1	6,5	6,5	7,7
Německo	6,2	6,3	6,3	5,9	5,1	5,5
Irsko	5,5	6,2	4,3	5,9	6,2	12,1
Řecko	6,3	6,9	9,0	7,5	6,8	16,2
Španělsko	6,0	7,0	7,0	7,0	7,0	6,0
Francie	6,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Itálie	6,2	7,0	7,5	7,8	7,5	6,8
Kypr	6,3	6,2	6,6	6,3	4,5	10,5
Lucembursko	2,0	0,6	6,4	6,3	5,8	9,2
Malta	8,0	8,0	6,4	6,5	6,1	8,7
Nizozemí	6,0	6,1	6,6	7,0	7,0	6,7
Rakousko	5,9	7,6	8,3	8,3	8,1	8,7
Portugalsko	3,9	4,1	5,5	5,3	5,7	6,5
Slovinsko	5,9	5,6	6,0	6,1	6,5	5,4
Slovensko	3,6	4,6	4,7	5,7	4,9	6,6
Finsko	4,0	4,0	4,0	5,0	5,0	6,0
Estonsko	6,0	5,0	7,0	6,0	6,0	6,0
Lotyšsko	-	-	-	7,0	6,0	6,0
Litva	6,0	6,0	5,0	7,0	6,0	5,0
EU 19 (bez Lotyšska)	5,5	5,8	6,3	6,5	6,2	7,8

Zdroj: OECD, ECB 2015 [25] [26]

4.1.1.3 Měnová skladba vládního dluhu

Každá vláda má na výběr v jaké měně bude emitovat své dluhopisy a při konkrétním výběru hraje roli několik faktorů. Vlády se mohou snažit navýšit devizové rezervy vydáváním dluhopisů v cizích měnách, stejný krok eliminuje vysávání domácího kapitálového trhu. Dalším důvodem mohou být výhodnější, například úrokové podmínky v zahraničí. Pokud je vláda v pozici kupce dluhových instrumentů, může jí k nákupu instrumentu v cizích měnách vést motivace vlastnit mezinárodně obchodované dluhopisy.

De Fontenay upozorňuje, že nižší zahraniční úrokové míry díky výhodám, jež přinášejí, zvyšují podíl zahraničního dluhu v dané zemi [27]. Claessens zase zmiňuje motivaci převážně malých ekonomik s limitovaným domácím kapitálem, více využívat zahraniční dluhové instrumenty [28]. Pecchi poukazuje, že zásadní při rozhodování zda využít domácí či cizí měnu, jsou předpokládané náklady [29]. Je vhodné zmínit, že emitování dluhopisů v cizích měnách přináší z logiky věci, kromě úrokových sazeb, riziko kurzových výkyvů.

Některé vlády se naopak z jakýchsi „prestížních“ důvodů snaží vyhýbat financování prostřednictvím cizích měn.

I v rámci eurozóny se však chování jednotlivých zemí vzhledem k výběru měn ke krytí dluhu, stále liší. Ve většině velkých zemí eurozóny jako jsou Německo, Francie, Itálie, Španělsko, Nizozemí, momentálně cizí měny příliš nevyužívají, Belgie s Lucemburskem dokonce vůbec. Opakem jsou země jako Portugalsko, Lotyšsko, Litva, které mají poměrně vysoký podíl dluhových instrumentů v cizích měnách, viz následující tabulka:

Tabulka 2: Vládní dluh zemí eurozóny denominovaný v cizích měnách v % (2014)

	% celkového dluhu centrální vlády	USD	JPY	GBP	CHF
Belgie	0	-	-	-	-
Německo	3,3	1,6	0	1,2	0
Irsko	11	-	-	-	
Řecko	4,2	2,5	0,2	0,4	0
Španělsko	0,3	0,2	0	0	0
Francie	2,6	-	-	-	-
Itálie	0,1	0,1	0	0	0
Kypr	0	-	-	-	-
Lucembursko	0	-	-	-	-
Malta	0	-	-	-	-
Nizozemí	1,5	1,3	0	0	0
Rakousko	0	-	-	-	-
Portugalsko	14,2	2	0	0,1	0
Slovinsko	0,1	0	0	0	0
Slovensko	8	2,9	0,7	0	2,2
Finsko	0	-	-	-	-
Estonsko	0	-	-	-	-
Lotyšsko	24	24	-	-	-
Litva	39,7	38,6	0	0	1,1
EU19	5,7	-	-	-	-

Zdroj: Eurostat 2015 [30]

Zavedení Eura jako společné měny se projevilo napřed snížením podílu dluhu emitovaného v jiných měnách, v roce 2002 byl podíl těchto nástrojů v eurozóně kolem 2 %, posléze tento podíl opět mírně stoupl na současných zhruba téměř 6 % podílu dluhu centrálních vlád.

4.1.1.4 Držitelé vládního dluhu

Důležitá otázka dnes je, zda usilovat o investory ze zahraničí. Výsledek takového úsilí je více ovlivněn parametry daných cenných papírů, které je třeba udat, než měnou ve které budou tyto papíry emitovány. Získání zahraničních investorů je problém spíše pro menší státy eurozóny než pro jejich větší konkurenty.

Jelikož ale domácí poptávka po dluhových nástrojích, není zdaleka samozřejmá, jsou dluhoví manažeři nuceni utkávat se s ostatními na mezinárodním trhu. Investoři ale mají i další možnosti kam investovat, například do komerční sféry apod. což dluhovým manažerům ztěžuje situaci a vyvolává na ně tlak, aby vyhověli požadavkům trhu.

V eurozóně podíl dluhu držený domácími subjekty klesal z původních hodnot kolem 75 % na 54 % v roce 2003 a do současnosti se již příliš nezměnil. Jako příklady lze uvést Francii, kde se podíl cizích vlastníků v období 1997 až 2002 zvýšil z 15 % na 36 % a dnes je kolem 57 %. Ve Španělsku se stejný parametr měnil z původních 18 % přes 41 %, na kterých se již prakticky udržel do dnešních 42 %. V Nizozemí se poměr napřed zdvojnásobil na 56 % a k současnosti se jen málo snížil na cca 52 %.

4.1.1.5 Emisní a obchodní činnost

Celosvětový vývoj, který lze pozorovat v současné době, je celosvětová standardizace procesu dluhového řízení, která usnadňuje mnohem efektivněji porovnávat emitované cenné papíry jednotlivých zemí. Členské země nyní také předem zveřejňují své emisní plány, zahrnující termín kdy obchod proběhne a přesný typ dluhového nástroje.

Jak na primárních tak i na sekundárních trzích způsobila neustále se zvyšující konkurence, některé změny ve způsobu distribuce cenných papírů. Oblíbený způsob pro získání co největšího počtu investorů ze zahraničí, je používání primárních dealerů a bankovních syndikátů. Primární dealery angažují všechny země eurozóny mimo Německo, jsou to vlastně zprostředkovatelé dluhových manažerů a investorů, působící jak na primárním tak i sekundárním trhu. Účastní se aukcí, mají funkci tvůrce cen ale také distribuci dluhopisů. Pro malé státy je výhodná spolupráce s bankovními syndikáty, díky jejich schopnosti alokovat velké množství cenných papírů a tím také zlepšování likvidity.

Stěžejní pro tyto obchody je elektronické obchodování, jež začala jako první využívat Itálie roku 1988, z ní se posléze tento efektivní systém posilující likviditu na sekundárních trzích, rozšířil dále. Díky elektronickému obchodování se také snížily transakční náklady obchodů.

4.1.2 Objem vládního dluhu v EU

Evropský region se potýká s dlouhodobým zvyšujícím se zadlužením. Paradoxem je, že vysoké nárůsty zadlužení kromě Itálie a Francie, vykazuje i Německo, které na sebe často bere roli jakéhosi učitele finanční morálky. Pro objektivní posuzování změny výše zadlužení, je vhodné zkoumat nejen absolutní nárůst, ale i poměr nárůstu. S přihlédnutím k oběma parametrům je vidět, že problematické je celé jádro EU, včetně Španělska, Irska, Řecka, Belgie, Nizozemí.

Tabulka 3: Hrubý vládní dluh zemí eurozóny (mld. euro)

	2004	2006	2008	2010	2012	2014	Absolutní nárůst	Poměr 2014/2004
Belgie	288,3	297,1	327,3	363,8	403,2	428,4	140,1	1,5
Německo	1 470,9	1 589,7	1 666,4	2 073,7	2 179,8	2 170,0	699,1	1,5
Irsko	44,1	43,7	79,6	144,2	210,2	203,3	159,3	4,6
Řecko	201,2	227,5	262,1	340,1	304,7	317,1	115,9	1,6
Španělsko	389,9	392,2	439,8	649,3	891,0	1 033,9	644,0	2,7
Francie	1 124,5	1 194,2	1 358,2	1 632,5	1 869,2	2 037,8	913,3	1,8
Itálie	1 449,7	1 588,1	1 671,1	1 851,2	1 988,9	2 134,9	685,3	1,5
Kypr	9,0	9,5	8,5	10,8	15,4	18,8	9,9	2,1
Lucembursko	1,8	2,3	5,4	7,7	9,6	11,1	9,3	6,2
Malta	3,5	3,5	3,8	4,5	4,9	5,4	2,0	1,6
Nizozemí	260,0	257,6	348,1	372,6	426,1	451,0	191,0	1,7
Rakousko	156,5	178,7	200,0	242,4	258,5	278,1	121,6	1,8
Portugalsko	94,5	115,0	128,2	173,1	211,8	225,3	130,8	2,4
Slovinsko	7,4	8,2	8,2	13,8	19,3	30,1	22,7	4,1
Slovensko	14,6	15,1	19,2	27,5	37,6	40,3	25,7	2,8
Finsko	67,7	65,9	63,3	88,2	105,7	121,1	53,4	1,8
Estonsko	0,5	0,6	0,7	1,0	1,7	2,1	1,6	4,2
Lotyšsko	1,6	1,7	4,5	8,4	9,1	9,6	8,0	6,1
Litva	3,4	4,2	4,8	10,2	13,3	14,8	11,4	4,4

Zdroj: Eurostat, OECD (Řecko 2004-2010) 2015 [30] [31]

Rekordmany z pohledu dynamiky nárůstu dluhu původních zemí EU, jsou Irsko (nárůst 460 %) a Španělsko (270 %). Smutné je, že takový vývoj je patrný již minimálně od roku 1995, ale za posledních 10 let se tento negativní vývoj ještě poměrně drasticky urychlil.

Absolutními rekordmany v dynamice nárůstu dluhu z celé současné eurozóny je Lucembursko (nárůst 620 %), zde je však absolutní zadlužení velice malé, těsně následuje Lotyšsko (610 %) s též nízkými absolutními hodnotami. Opačný případ, tedy snížení zadlužení, není ze všech současných zemí eurozóny, ani jediný.

Porovnání se zeměmi mimo eurozónu, tedy s výjimkou Velké Británie, Švédska a Dánska, nově přistoupivšími zeměmi, je kromě Velké Británie pozorovatelné, že jde převážně díky menší velikosti zemí, o podstatně menší absolutní navýšení zadlužení, zatímco dynamika jeho nárůstu není bohužel nijak příznivá. Rekordmanem je Rumunsko s 500 % navýšením zadlužení, dále Velká Británie (290 %), Chorvatsko (280 %) a bohužel i Česká republika (230 %). Stejně jako v případě eurozóny, snížení není zaznamenáno ani u jediné země. Nejnepříjemnější jsou na tom právě severské Švédsko (120 %) a Dánsko (130 % nárůst).

Tabulka 4: Hrubý vládní dluh zemí mimo eurozónu (mld. euro)

	2004	2006	2008	2010	2012	2014	Absolutní nárůst	Poměr 2014/2004
ČR	28,6	35,6	42,8	60,2	71,7	65,5	36,9	2,3
Maďarsko	50,0	62,0	72,6	78,4	76,7	77,7	27,7	1,6
Polsko	102,8	131,0	143,3	193,8	215,6	202,8	100,0	2,0
Rumunsko	11,8	12,6	17,2	37,5	50,1	59,2	47,4	5,0
Chorvatsko	13,0	15,3	18,4	25,3	30,3	36,5	23,5	2,8
Bulharsko	7,5	5,7	4,8	5,9	7,4	11,6	4,1	1,5
Dánsko	89,4	71,2	80,5	103,5	114,0	116,6	27,2	1,3
Švédsko	148,8	147,9	114,6	144,6	157,0	182,6	33,7	1,2
Velká Británie	715,5	889,1	825,5	1 383,0	1 740,8	2 055,3	1 339,8	2,9

Zdroj: Eurostat 2015 [30]

4.1.3 Vývoj relativní váhy dluhu v EU

Absolutní objem dluhu není úplně relevantní parametr pro porovnávání mezi jednotlivými zeměmi, které jsou velmi odlišné počtem obyvatel, velikostí jejich ekonomiky atd. Hojněji proto narazíme na ukazatel relativní, kdy sledujeme poměr vládního dluhu v jeho nominální hodnotě a HDP.

Tabulka 5: Relativní váha vládního dluhu zemí EU (% HDP)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Belgie	96,6	94,7	90,7	86,8	92,2	99,2	99,5	102,0	103,8	104,4	106,5
Bulharsko	36,1	27,1	21,3	16,6	13,3	14,2	15,9	15,7	18,0	18,3	27,6
ČR	28,5	28,0	27,9	27,8	28,7	34,1	38,2	39,9	44,6	45,0	42,6
Dánsko	44,2	37,4	31,5	27,3	33,4	40,4	42,9	46,4	45,6	45,0	45,2
Německo	64,9	67,1	66,5	63,7	65,1	72,6	80,5	77,9	79,3	77,1	74,7
Estonsko	5,1	4,5	4,4	3,7	4,5	7,0	6,5	6,0	9,7	10,1	10,6
Irsko	28,3	26,2	23,8	24,0	42,6	62,3	87,4	111,2	121,7	123,2	109,7
Řecko	108,6	110,6	107,7	105,7	110,6	127,0	147,8	171,3	156,9	175,0	177,1
Španělsko	45,3	42,3	38,9	35,5	39,4	52,7	60,1	69,2	84,4	92,1	97,7
Francie	65,7	67,2	64,4	64,4	68,1	79,0	81,7	85,2	89,6	92,3	95,0
Chorvatsko	39,8	40,7	38,3	37,1	38,9	48,0	57,0	63,7	69,2	80,6	85,0
Itálie	100,0	101,9	102,5	99,7	102,3	112,5	115,3	116,4	123,1	128,5	132,1
Kypr	64,7	63,4	59,3	54,1	45,3	54,1	56,5	66,0	79,5	102,2	107,5
Lotyšsko	14,2	11,7	9,9	8,4	18,6	36,4	46,8	42,7	40,9	38,2	40,0
Litva	18,7	17,6	17,2	15,9	14,6	29,0	36,2	37,2	39,8	38,8	40,9
Lucembursko	6,5	6,3	7,0	7,2	14,4	15,5	19,6	19,1	21,9	24,0	23,6
Maďarsko	58,8	60,8	65,0	65,9	71,9	78,2	80,9	81,0	78,5	77,3	76,9
Malta	72,0	70,1	64,6	62,4	62,7	67,8	67,6	69,7	67,4	69,2	68,0
Nizozemí	50,0	49,4	44,9	42,7	54,8	56,5	59,0	61,3	66,5	68,6	68,8
Rakousko	64,8	68,3	67,0	64,8	68,5	79,7	82,4	82,1	81,5	80,9	84,5
Polsko	45,3	46,7	47,1	44,2	46,6	49,8	53,6	54,8	54,4	55,7	50,1
Portugalsko	62,0	67,4	69,2	68,4	71,7	83,6	96,2	111,1	125,8	129,7	130,2
Rumunsko	18,6	15,7	12,3	12,7	13,2	23,2	29,9	34,2	37,3	38,0	39,8
Slovinsko	26,8	26,3	26,0	22,7	21,6	34,5	38,2	46,5	53,7	70,3	80,9
Slovensko	40,6	33,8	30,7	29,8	28,2	36,0	40,9	43,4	52,1	54,6	53,6
Finsko	42,7	40,0	38,2	34,0	32,7	41,7	47,1	48,5	52,9	55,8	59,3
Švédsko	47,9	48,2	43,1	38,2	36,8	40,3	36,8	36,2	36,6	38,7	43,9
VB	40,2	41,6	42,5	43,6	51,8	65,8	76,4	81,8	85,8	87,3	89,4
EU 28	-	-	60,4	57,8	61,0	73,0	78,4	81,0	83,8	85,5	86,8
EU 19	-	-	67,3	64,9	68,5	78,3	83,8	86,0	89,3	91,1	92,1

Zdroj: Eurostat, OECD (Řecko 2004-2010) 2015 [30] [31]

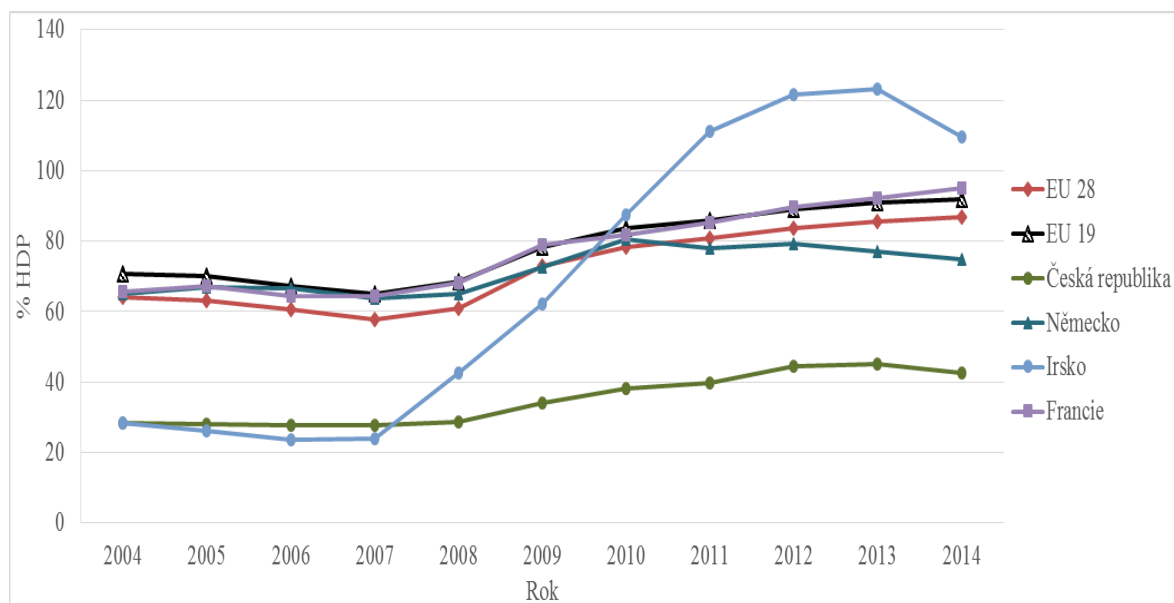
Zpočátku sledovaného období od roku 2004 až 2007, trend ve většině zemí byl stagnace či dokonce mírný pokles relativní váhy zadlužení, následoval ale rychlý nárůst trvající až do současnosti, v jádru unie, tedy eurozóně, je tento trend ještě varovnější, než v jejím zbytku.

Co se týče plnění Maastrichtského kritéria, je situace tristní, povětšinou ho plní jen nové členské státy, z ostatních jen výjimky, které reprezentují spíše menší ekonomiky jako Lucembursko a severské Finsko, Švédsko, Dánsko.

Souhrnného údaje za celky EU 28, tedy celou současnou EU a EU 19 (eurozónu), za první dva roky desetiletého období, nejsou údaje k dispozici (nejedná se o prostý aritmetický průměr hodnot, ale vážený průměr akcentující velikosti ekonomik). Nicméně i tak je vidět, že za desetileté období po současnost se v obou celcích z hodnoty, která přibližně splňovala Maastrichtské kritérium, dostaly až na zhruba 90 % HDP.

Pro přehlednější vizualizaci je tento nelichotivý vývoj poměrného dluhu v EU dále vyobrazen pomocí grafu níže. Je patrné, že eurozóna (devatenáct členských států používajících euro) vykazuje trvale vyšší dluhové zatížení než celá EU, což je dané tím, že v rámci celé EU 28, snižují průměr nové členské státy, které obecně mají tento parametr citelně příznivější a jejichž reprezentantem je v tomto grafu Česká republika. Slovensko je specifický případ, jako nově přistoupivší stát je členem eurozóny, které se ale vymyká svým nízkým dluhovým zatížením. Dále si můžeme všimnout trendu Německa a Francie, zpočátku sledovaného období se od sebe dluhovým parametrem příliš nelišily, zatímco koncem sledovaného období vykazuje Německo přijatelnější hodnoty a také na rozdíl od Francie, klesající trend. Mimořádné je v grafu Irsko, zpočátku v rámci EU premiant, později extrémně rychlý růst zadlužení díky tamní dluhové krizi, patrný až do roku 2013.

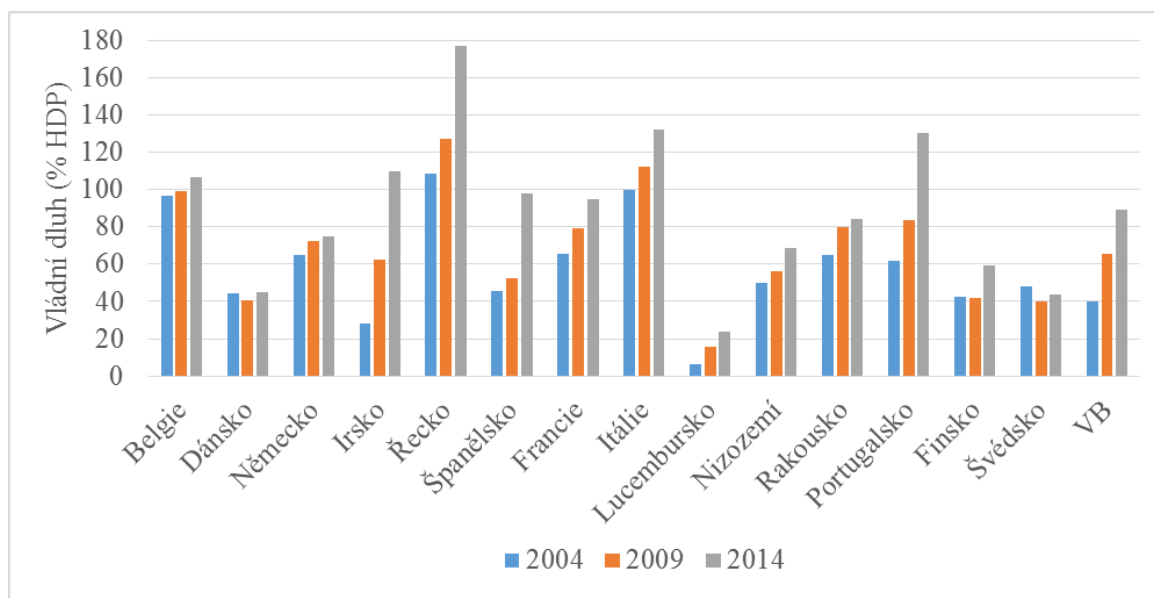
Graf 1: Relativní váha vládního dluhu EU a vybraných zemí (% HDP)



Zdroj: Eurostat, OECD (Řecko 2004-2010) 2015 [30] [31]

Na níže uvedeném grafu č. 2 můžeme vidět trend ve vývoji poměru vládního dluhu k HDP, v původní EU 15, kde je přehledně viditelné zda mezi roky 2004 a 2014 došlo k poklesu či nárůstu poměrového dluhového ukazatele, zajímavá je také dynamika těchto posunů. Významný růst je patrný u Irska, Řecka, Španělska, Portugalska i Velké Británie. Na konci sledovaného období plní Maastrichtské kritérium (60 % HDP) jen Dánsko, Lucembursko, Finsko a Švédsko.

Graf 2: Relativní váha vládního dluhu zemí EU 15 (% HDP)



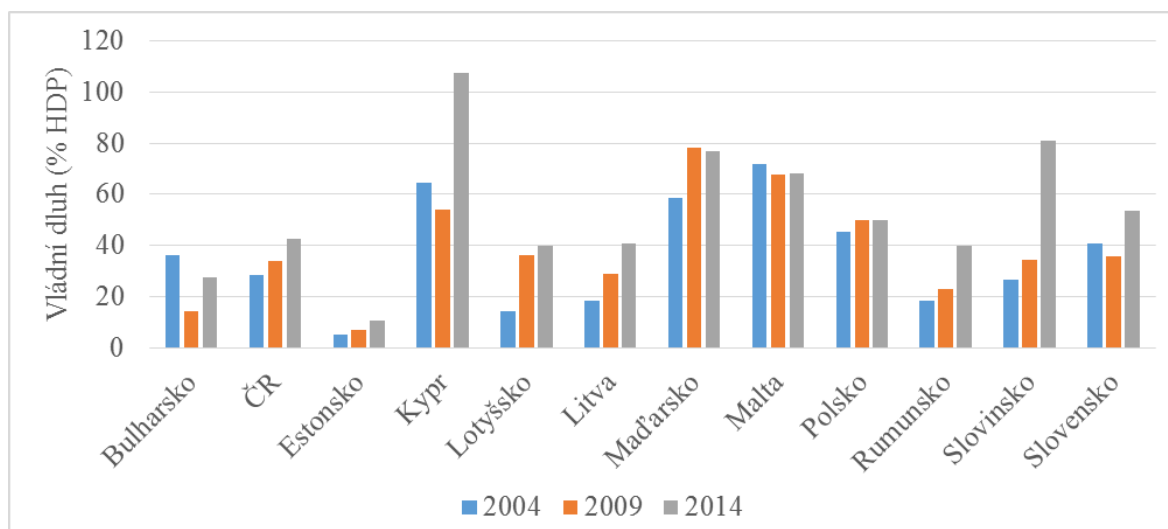
Zdroj: Eurostat 2015 [30]

Fakt, že jediné Švédsko v daném sledovaném období snížilo svůj dluhový parametr a naopak ekonomicky nejsilnější země EU (Německo, Francie, VB) vykazují jeho navýšení, kromě Německa dokonce poměrně prudké, je alarmující. Dluhové problémy této trojky by do budoucna mohly přinést problémy celé Evropě.

Naopak při pohledu na vývoj ve dvanácti nově přistoupivších zemích, je patrné, že se země pohybují na nižších úrovních vládního zadlužení obecně. Dramatický růst můžeme pozorovat jen ve dvou zemích (Kypru a Slovinsku), rychlejší nárůst vykazuje ještě Rumunsko. Naopak řada zemí předvádí, že je možné udržet vývoj poměrně stabilní (Bulharsko, Estonsko, Maďarsko, Malta a Polsko), přičemž některé ze zemí vykázaly v daném období dokonce pokles zadlužení (Bulharsko, Malta).

Maastrichtské parametry splňuje nyní mezi těmito novými zeměmi řada států (Bulharsko, ČR, Estonsko, Lotyšsko, Litva, Polsko, Rumunsko a Slovensko). Naopak nesplňují tento parametr pouze Kypr, Maďarsko, Malta a Slovinsko. Velká většina (osm zemí) tedy tento parametr splňuje, zatímco pouze čtyři země jej nesplňují, přičemž ale Maďarsko a Malta má ke splnění parametru poměrně blízko.

Graf 3: Relativní váha vládního dluhů nových členských zemí (% HDP)



Zdroj: Eurostat 2015 [30]

Abychom situaci shrnuli, lze poznamenat, že velice slušné hodnoty vykazuje Estonsko a Lucembursko, pochvalu dále zaslouží severské Dánsko, Finsko, Švédsko a Bulharsko. Je tedy poměrně varující, pokud můžeme udělat závěr, že z evropské osmadvacítky, hospodaří přijatelně, co se týče tohoto parametru, pouhých šest zemí.

Na opačném, tedy varujícím pólu, bychom podle stávající absolutní hodnoty a zároveň stoupajícího trendu) mohli jmenovat Belгии, Německo, Irsko, Řecko, Španělsko, Francii, Itálii, Nizozemí, Rakousko Portugalsko, Velkou Británii, Kypr a Slovinsko, tedy celých 13 států, což je informace, která upozorňuje, že evropská unie se do budoucna bude muset s tímto problémem nějak vypořádat.

4.1.4 Struktura vládního dluhu zemí EU

Následující kapitoly blíže rozebírají strukturu vládního dluhu zemí EU podle jednotlivých kritérií. Popisován je konsolidovaný dluh mezi jednotlivými vládními sektory a jeho stav vyjádřený v nominální hodnotě ke konci roku.

4.1.4.1 Struktura vládního dluhu podle jednotlivých vládních úrovní

Vládní sektor reprezentuje všechny instituce, které buď produkují společné statky, nebo zabezpečují společnou spotřebu či přerozdělují státní příjmy a zdroje.

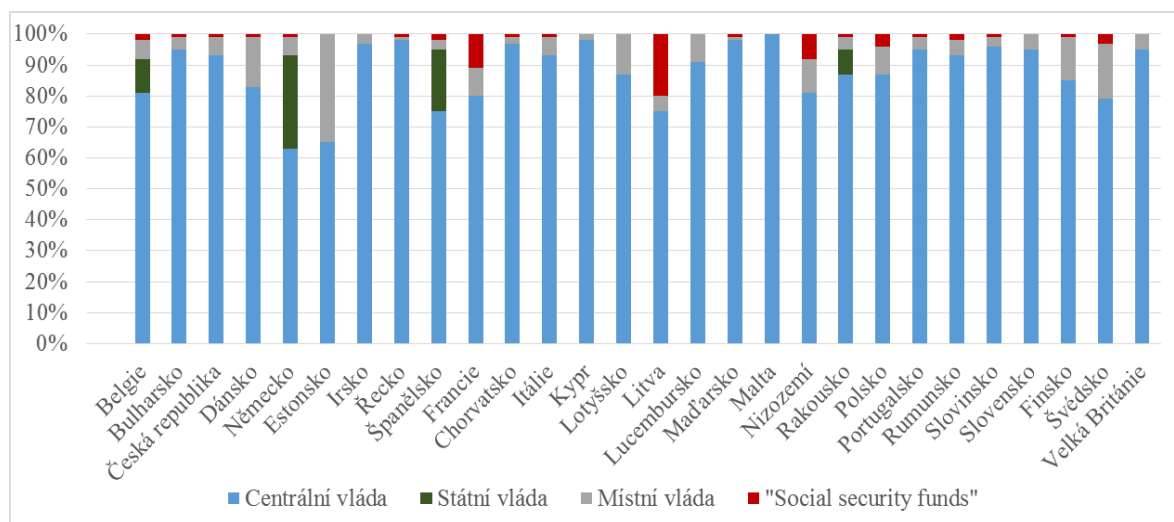
Podle metodiky ESA 79 byl vládní dluh rozdělen mezi tři celky představující jednotlivé vládní úrovně, a sice centrální vládu (u nás nazývanou běžně „vláda“), místní vládu (u nás se jedná o krajskou úroveň) a fondy sociálního zabezpečení (u nás například zdravotní pojišťovny nebo jiné mimorozpočtové fondy), které většinou zaujímají minimální podíl dluhu.

Centrální vlády, tedy vlády nejvyšší úrovně, obvykle nesou stěžejní podíl dluhového zatížení a to 80 % ale i 95 % vládního dluhu. V minulosti bylo výjimkou Lucembursko, kde byl poměrně vysoký podíl místní vlády přesahující 30 %. Zbylé státy unie tvořily dvě skupiny. První skupinu zastupovaly státy, kde dluh centrální vlády představoval 80 až 85 % celkového dluhu. Jednalo se o Nizozemí, Španělsko a Francie. Ostatních jedenáct zbylých států mělo podíl dluhu centrální vlády 90 % a více. Nizozemí, Španělsko a Francie měly nižší podíl dluhu centrální vlády díky relativně vysoké samostatnosti místních vlád [32].

Nynější metodika ESA 95 však vymezuje čtyři vládní celky, nově jsou tak hierarchie vládních úrovní rozděleny na centrální vládu, stejně jako dříve, dále státní vládu, místní vládu a nakonec opět fondy sociálního zabezpečení, stejně jako v předchozím případě. Kypr, Malta a Velká Británie, ale tuto část vládního dluhu nevykazují a je zde začleněna do dluhů centrální vlády.

Nyní se zaměříme na aktuální stav v roce 2014. Nejvyšší podíl dluhu centrální vlády vykazuje Malta (100 %), dále Řecko, Chorvatsko, Kypr, Maďarsko (cca 98 %). Naopak státní a místní vlády mají větší podíl v Německu, Estonsku, Španělsku a Švédsku. V Německu je tento podíl 36 %, Estonsku 35 %, Španělsku 23 % a Švédsku 18 %. U Německa jde o velkou změnu, díky změněné metodice, kdy se dluh federálních států nově nezapočítává jako dluh centrální vlády, ale má svou novou kategorii [33].

Graf 4: Struktura vládního dluhu podle jednotlivých vládních úrovní (2014)



Zdroj: Eurostat 2015 [34]

4.1.4.2 Struktura vládního dluhu podle typu finančních instrumentů

Podle metodiky ESA 79 byly čtyři finanční nástroje využívané k dluhovým úhradám. Dluhopisy (dlouhodobé cenné papíry), pokladniční poukázky (krátkodobé cenné papíry), krátko či dlouhodobé úvěry, oběživo a depozita. Již dlouhodobě je patrný trend zvyšujícího se podílu dlouhodobějších dluhových nástrojů.

Ještě koncem 20. století měla většina členských států podíl takových dluhových nástrojů pod 80 %. Jen dvě země měly tento podíl nad 80 %, a sice Finsko a Dánsko, které jej mělo dokonce 92 %. Zbývající země vykazovaly podíl dlouhodobých dluhových nástrojů od 54 % v případě Německa do 66 % u Španělska [32].

Následujícími významnými nástroji financování dluhu byly pokladniční poukázky (Itálie, Belgie, Švédsko, Španělsko) a bankovní úvěry (Německo, Rakousko, Irsko, Nizozemí, Lucembursko, Velká Británie a Portugalsko).

Nyní platná metodika ESA 95 již nástroje dluhového financování rozděluje jen na tři skupiny a to dluhopisy a pokladniční poukázky sloučené do jedné skupiny cenných papírů, dále úvěry a nakonec oběživo a depozita.

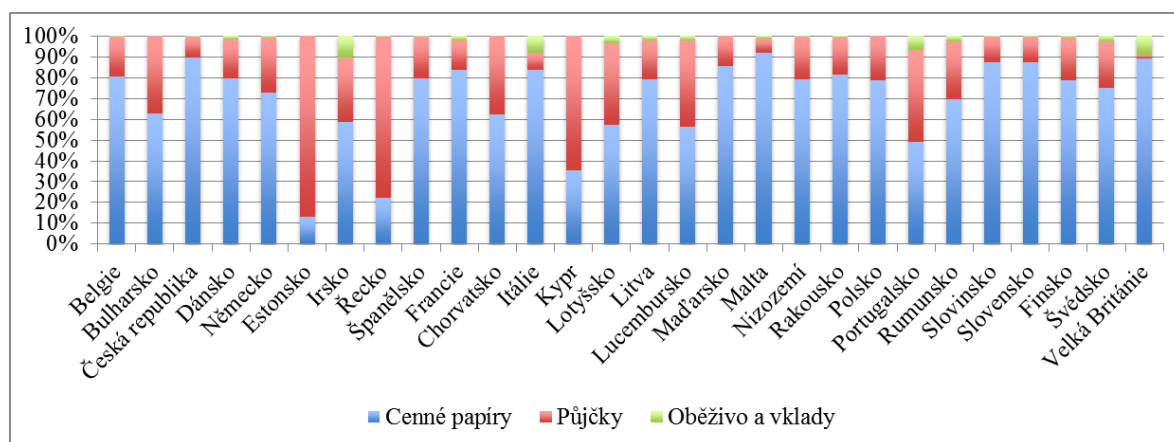
Pod cennými papíry si můžeme představit vícero nástrojů, mezi něž patří pokladniční poukázky, jejichž splatnost se pohybuje do jednoho roku, dále dluhopisy se středně nebo dlouhodobou splatností delší než jeden rok. Dále sem můžeme řadit směnky, krátkodobé depozita se splatností do jednoho roku i dlouhodobé se splatností nad jeden rok.

Již z předchozího textu vyplývá, že převážný počet zemí preferuje cenné papíry jež jsou používány ve vícero variantách. Aktuálně v roce 2014 má jejich nejvyšší podíl Malta (91 %), následují Velká Británie a Česká republika (89 %), dále Slovensko a Slovinsko (87 %). Nejnižší podíl naopak Estonsko (13 %), Řecko (22 %) a Kypr (36 %). Takto nízký parametr u Estonska a Řecka lze vysvětlit využíváním půjček, jež jsou v případě Estonska levnější a flexibilnější oproti dluhopisům [33], zatímco v případě Řecka to díky jeho akutním finančním problémům a hrozbě bankrotu a s tím souvisejících problémů s prodejem dluhopisů, byla zřejmě jediná možná volba.

Nové členské země v minulosti, kvůli neexistenci nebo zaostalosti trhů s cennými papíry, také využívaly podstatně více půjčky, nyní je však trend opačný, což je jasně vidět z grafu č. 5 níže.

Velmi málo využívané je aktuálně (rok 2014) oběživo, v některých zemích jako jsou Bulharsko, Estonsko, Chorvatsko, Kypr a Polsko, dokonce chybí zcela. Jiná situace je pouze v Irsku (10 %), Velké Británii (9 %) a Itálii (8 %)

Graf 5: Struktura vládního dluhu podle typu instrumentu (rok 2014)



Zdroj: Eurostat 2015 [35]

4.1.4.3 Struktura vládního dluhu podle věřitelů

Vládní dluh lze zkoumat z mnoha kritérií a jedním z nich je právě věřitel neboli držitel vládou vydaných dluhových instrumentů. Současně používané je rozdělení na subjekty domácí, mezi něž dále zahrnujeme finanční a nefinanční korporace, ale také domácnosti a neziskové společnosti. Další skupina držitelů jsou zahraniční subjekty. Zásadní je tedy rozdělení držitelů na zahraniční nebo domácí.

V minulosti vykazovalo největší poměr domácích držitelů Lucembursko (100 %) a Česká republika spolu se Slovenskem (přes 70 %). Jednalo se o držitele z řad finančních společností.

Nyní je evropské státy trendem zvyšující se poměr držitelů zahraničních. Důvodem je pokračující globalizace, která zahrnuje i finanční trhy. Nejvyšší poměr zahraničních držitelů dluhu, mělo v roce 2014 Finsko (81 %) a Lotyšsko (80 %). Tyto hodnoty mohou vést k domněnce, že jsou tyto dva trhy pro investory ze zahraničí, velmi zajímavé.

Při pohledu na nově vstoupivší státy do EU, zaznamenáme značné rozdíly. Nejvyšší poměr zahraničních investorů v roce 2014 vykazovalo Lotyšsko (80 %), Litva (73 %), Slovinsko s poměrem (71 %), naopak nejmenší podíl je patrný u Rumunska (23 %) a České republiky (31 %).

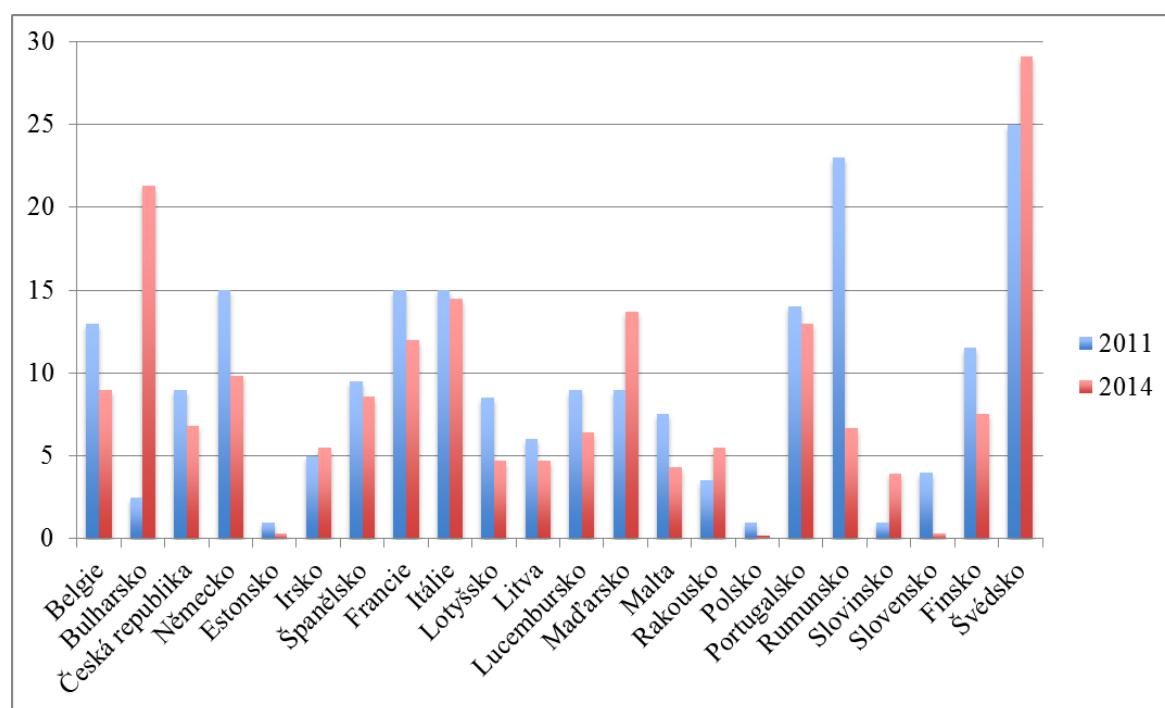
4.1.4.4 Struktura vládního dluhu podle doby splatnosti

Splatnost vládního dluhu je poměrně důležitý parametr, který je většinou členěn na dvě kategorie, krátká splatnost nebo naopak splatnost dlouhá. Každý členský stát používá vlastní strukturu a délku splatnosti jeho finančních nástrojů. Časté je použití jen dvou kategorií, přesně jak je zmíněno výše, krátká splatnost znamená splacení do jednoho roku, naopak dlouhá splatnost se používá ve významu, delší než jeden rok. Takovéto členění používá například Řecko a Belgie. Francie používá dvě kategorie splatnosti nad jeden rok, a sice od sedmi do deseti let versus splatnost nad třicet let.

V Estonsku, Polsku a Slovinsku se v roce 2011 podíl dluhu do jednoho roku, pohyboval na velmi nízké úrovni kolem 1 % a v případě Estonska a Polska se takto nízký poměr udržel i v roce 2014. Kontrastující hodnoty naopak za daný rok vykazovalo Rumunsko a Švédsko, kde byl tento ukazatel nad 20 %. V roce 2014 nicméně v případě Rumunska následovalo prudké snížení na úroveň kolem 7 %.

Pokud se podíváme na státy EU jako celek, běžné hodnoty splatnosti vládních dluhů se zde v roce 2011 pohybovaly od 4,5 do 8 let. Státy, které do EU přistoupily nově, mají obvykle kratší splatnost vlivem méně rozvinutých trhů.

Graf 6: Krátkodobý dluh vybraných zemí EU (%)



Zdroj: Eurostat 2015 [35]

4.2 Státní dluh ČR

4.2.1 Vývoj objemu státního dluhu ČR

Vývoj veřejných financí zaznamenal v minulosti díky transformaci po revoluci a následně také rozpadu federace, období divokých změn. Veřejný dluh v tomto „startovacím bodě“ byl vůči rozvinutým evropským zemím, velmi nízký. Rozpad společného státu se Slovenskem, znamenal převzetí závazků v poměru počtu obyvatel, tedy 2/3 dluhu a celkové závazky České republiky byly 73 mld. Kč zahraničního dluhu a cca 86 mld. Kč vnitřního dluhu. Na začátku roku 1993 činilo tedy celkové hrubé zadlužení vlády ČR asi 159 mld. Kč. Ještě do roku 1996 se tato dlužná částka mírně snižovala. Emisní činnost nebyla v tomto období prioritou, vzhledem ke snaze o zamezení nadměrnému přísunu zahraničního kapitálu, ČNB ve spolupráci s Ministerstvem financí, preferovala zejména finanční nástroje s krátkodobou splatností, tedy pokladniční poukázky, které zřejmě technicky neumožňovaly nákup zahraničním subjektům. Ty v tomto počátku tvořily vysoký podíl krytí zadlužení, okolo dvou třetin celku. I kvůli stabilní úrovni zadlužení v tomto období bez dramatických navýšení, nebyl kapitálový trh prioritou. Od roku 2000 se rychlost zadlužení začala navyšovat.

Námi sledované období však začíná rokem 2004. Celkový objem dluhu činil v tomto roce cca 590 mld. Kč, přičemž z toho přibližně 11 % činil zahraniční dluh, jehož významnou většinu tvořily emise dluhopisů. Z převažujícího domácího dluhu (cca 89 %), zaujímaly již většinu středně a dlouhodobé dluhopisy, přibližně 76 %. Krátkodobý dluh, tedy státní pokladniční poukázky, činil méně než třetinu celkového objemu, zhruba 21 %.

Rychlost zadlužení dále stoupala, v roce 2005 byl již dluh dvojnásobný oproti roku 2001, tedy 691 mld. Kč. Důvodem zvyšujícího se podílu středně a dlouhodobých dluhopisů byly rapidně narůstající dluhové potřeby vlády a také měnící se situace na trhu. Z těchto důvodů Česká republika začal naplňovat strategii umožňující efektivitu a zároveň průhlednou a jednoduchou obsluhu emisí zaměřenou také na likviditu dluhopisů. Dluhopisy začaly být vydávány ve splatnostech 3, 5, 7, 10 a 15 let.

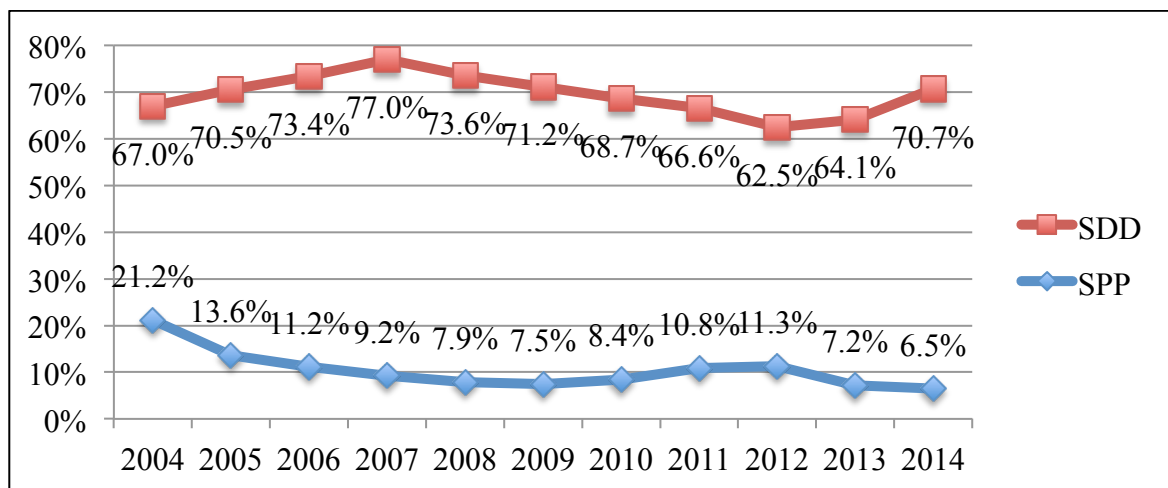
Trend růstu zadlužení pokračoval až do konce sledovaného období, v roce 2014 činil dluh 1 664 mld. Kč, což je více než dvojnásobek roku 2006. Podíl zahraničního dluhu se zvýšil na 18 %, poměr střednědobých a dlouhodobých dluhopisů již dále nenarůstal, naopak mírně poklesl na úroveň 70 %. Poměr státních pokladničních poukázek výrazně poklesl na přibližně 6,5 % z celkového objemu.

Tabulka 6: Struktura a vývoj státního dluhu v mld. Kč (2004-2014)

Rok	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
STÁTNÍ DLUH CELKEM	592,9	691,2	802,5	892,3	999,8	1178,2	1344,1	1499,4	1667,6	1683,3	1663,7
Domácí dluh	522,6	581,8	680,9	769,3	814,3	926,7	1036,3	1182,2	1287,3	1288,1	1363,7
Státní pokladniční poukázky (SPP)	125,5	94,2	89,6	82,2	78,7	88,2	113,3	162,6	189,1	120,9	107,6
Spořicí státní dluhopisy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	20,4	56,2	87,6	77,8
Středně a dlouhodobé dluhopisy (SDD)	397,0	487,5	588,9	687,1	735,6	838,5	923,0	999,1	1042,0	1079,7	1175,7
Ostatní zdroje	0,0	0,0	2,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5
Zahraněční dluh	70,3	109,4	121,6	123,0	185,5	251,5	307,8	317,2	380,3	395,2	300,0
Zahr. emise dluhopisů	48,8	78,9	84,1	83,7	137,9	193,0	240,3	245,7	310,3	323,7	239,6
Půjčky od EIB	20,7	29,7	36,7	38,7	46,8	57,9	67,2	71,3	70,0	71,5	60,4
Směnky	0,9	0,8	0,8	0,6	0,8	0,6	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0

Zdroj: Ministerstvo financí ČR 2015 [36]

Graf 7: Podíl státních pokladničních poukázek (SPP) a státních dluhopisů (SDD) na státním dluhu



Zdroj: Výpočet z dat ministerstva financí ČR 2015 [36]

4.2.2 Příčiny růstu českého veřejného zadlužení

Od konce federace či počínaje rokem 1997, vyvolává situace a směřování veřejného zadlužení obavy a tomuto tématu by slušela náležitá pozornost. „Pravda, nejsou to jenom

příčiny reálného zadlužení státu, ale do určité míry i důsledek zvyšující se transparentnosti veřejných rozpočtů. Nejde jen o nové problémy, ale jde i o odkrývání starých problémů, které jsou dnes odkrývány v naprosté nahotě“ [37].

Dvořák [14], považuje za největší chybu českého veřejného zadlužování fakt, že důvodem růstu objemu dluhu, nejsou do budoucna prospěšné investice, vytvářející budoucí příjem, ale zejména neproduktivní investice, spotřeba a částečně i dovoz. Jednoduše řečeno, české veřejné zadlužení nepřináší šance do budoucna.

V České republice jsou tři cesty vedoucí k růstu zadlužení. Jednou z nich jsou rozpočtové deficity, které jsou zřetelně viditelné a také kontrolovatelné. Jedná se o systém veřejným financí pod veřejnou, tedy parlamentní kontrolou.

Druhá taková cesta k zadlužení, je angažování státu do problémů jiných ekonomických subjektů, jako jsou státní, polostátní či soukromé společnosti. Takové přebírání dluhů státem, je mimo systém veřejných financí a leckdy i mimo veřejné kontroly. Takovou transformaci privátních dluhů do zadlužení veřejného bývá označováno jako „socializace soukromých dluhů“ (měnová krize v Mexiku v roce 1994).

Toto se týká například převádění nesplácených úvěrů soukromých podniků z bank do státních, tzv. transformačních institucí jako je Česká inkasní, Konsolidační banka, Exportní banka a další. Takto stát převzal zodpovědnost za velké množství nesplácených privátních dluhů, čímž vlastně financoval soukromé dlužníky z veřejných financí. Příkladem zde může být situace okolo banky IPB. Takovéto dluhy kromě toho, že nemají žádný pozitivní potenciál, vedou k morálnímu hazardu.

Poslední takový způsob růstu veřejných dluhů, je nutné rostoucí úrokové krytí stávajících dluhů, které opět ubírá prostor produktivním investicím, kterými je například rozvoj infrastruktury nebo věda a výzkum, školství atd.

Takovýto způsob zadlužování spojený např. se stárnutím populace a s tím spojenými problémy s důchodovými fondy, může a velice pravděpodobně bude znamenat závažné problémy pro budoucí vlády a generace obecně. Je třeba této oblasti věnovat pozornost a

také realizovat řadu reforem spojených s výdajovou stranou rozpočtu, jako je zdravotnictví, důchodové zabezpečení, systém státní sociální podpory atd.

Důležité není jen zaměřit se na redukci mandatorních výdajů, ale také na výchovu mladých generací směrem ke své vlastní zodpovědnosti a spolupráci na zabezpečení se pro svůj neproduktivní věk.

4.2.3 Důsledky růstu českého veřejného zadlužení

Je snadné a rychlé veřejný dluh navýšit, ale opačný směr je velmi obtížný a pomalý. „Při určitém zjednodušení lze říci, že neexistuje žádná vládou vynutitelná a současně dostatečně účinná strategie řešení tohoto problému“ [14]. Pokud se procentuální podíl vládního dluhu vyšplhá na hodnoty podobně vysoké jako např. v Itálii či Belgii, potom je zde vysoké riziko takzvané domácí dluhové pasti.

Vážným následkem takového nárůstu vládního dluhu je zvyšující se úroková zátěž, která dále prohlubuje rozpočtové napětí a způsobuje zvyšující se objem mandatorních výdajů. Tyto úrokové náklady vládního dluhu se neustále navyšují (nejvyšší hodnoty zatím tyto náklady dosáhly v roce 2013, a sice více než 57 mld. Kč).

Růst vládního dluhu je také spojen s tlakem na domácí finanční trh, kde neproduktivní státní dluh vytlačuje potenciálně efektivnější soukromé investice díky časté preferenci nákupu vládních cenných papírů, nabízejících poměrně nízké riziko a přítažlivý výnos. Díky tomu nedochází k jiným, mnohdy efektivnějším investicím ve vztahu k veřejnosti.

Přibližně 40 % HDP se zdá být ve srovnání s evropským průměrem veřejného dluhu, stále slušná hodnota nabízející ještě prostor pro případný další růst. Dvořák však uvádí, že další prostor pro lokalizaci dalších objemů vládních dluhopisů na úrovni evropského průměru, zde není. Český kapitálový trh je poměrně saturovaný a dochází proto k nárůstu zahraničních investic.

4.2.4 Struktura státního dluhu ČR

Pokusme se identifikovat směr vývoje struktury státního dluhu ČR v posledním desetiletí. K tomu je nutné se zaměřit na způsob rozdělování tohoto dluhu a také identifikace jednotlivých nástrojů k jeho financování.

4.2.4.1 Rozdělení státního dluhu

Hrubý dluh centrální vlády je tvořen přibližně z 90 % hrubým státním dluhem. Mimo státní dluh stojí dluhy mimorozpočtových fondů, jakož i dluhy fondů sociálního a zdravotního pojištění a také krajů a obcí. Státní záruky, spravované státním rozpočtem, také nejsou zahrnuty do státního dluhu.

Ministerstvo financí ČR uvádí členění státního dluhu následovně [8]:

Nepodmíněné závazky státu:

Domácí a zahraniční dluh (dle místa vzniku)

Domácí dluh je krytý:

- státními pokladničními poukázkami pro řízení likvidity rozpočtu;
- státními pokladničními poukázkami pro financování dlouhodobého dluhu;
- střednědobými a dlouhodobými státními dluhopisy;
- dalšími domácími instrumenty jako jsou přímé úvěry.

Zahraniční dluh je krytý:

- eurobondy (cennými papíry vydanými v cizích měnách);
- směnkami vydanými k úhradě členství v IBRD a EBRD;
- půjčkami od Evropské investiční banky;

- dalšími zahraničními zdroji.

Dluh obchodovatelný a neobchodovatelný

Obchodovatelný dluh tvoří:

- státní pokladniční poukázky;
- státní střednědobé a dlouhodobé dluhopisy;
- ostatní zdroje krytí.

Neobchodovatelný dluh tvoří:

Především se jedná o bankovní úvěry od Evropské investiční banky a dále směnky IBRD a EBRD, ty jsou ale minimálního rozsahu.

Podmíněné závazky státu:

Poskytování státních záruk se řídí zákonem č. 576/1990 sbírky. Záruky jsou systémového charakteru, největší jejich objem je tvořen zárukami bankovnímu sektoru. Odpovědnost za tyto státní záruky má odbor Státního rozpočtu Ministerstva financí.

4.2.4.2 Finanční nástroje

Zákon o dluhopisech stanoví, že emitentem státních dluhopisů je Ministerstvo financí, zastupující stát. Státní pokladniční poukázky se vydávají se splatností v měsících, maximum je jeden rok. Dále jsou emitovány středně a dlouhodobé dluhopisy, které mají splatnost delší než 1 rok a jsou používány zejména k financování dlouhodobého dluhu [38].

Domácí prodej je realizován prostřednictvím aukcí, za které zodpovídá sle zákona Česká národní banka. Pokud jde o konkurenční prodej, pak mají kupující možnost nabídnout

preferovaný výnos a požadovaný objem, zatímco v nekonkurenčním způsobu prodeje je nabízen pouze požadovaný objem.

Charakteristika státních pokladničních poukázek

- jde o dluhopisy finančního trhu, vydávané bez kuponů a prodávané za cenu pod jejich jmenovitou hodnotou;
- vydávají se pouze ve jmenovité hodnotě 1 milionu Kč;
- standardní splatnosti jsou 13, 26, 39 nebo 52 týdnů, vydané na doručitele v zaknihované podobě;
- evidence vlastníků je vedena ČNB;
- k prodeji je využívána holandská aukce s obvyklou periodicitou tří aukcí za měsíc;
- vyhlášení aukcí probíhá na webu Ministerstva financí ČR, stejně jako na stránkách ČNB a dále jsou oznamovány agenturami jako ČTK, Reuters, Bloomberg, Hospodářskými novinami atd.;
- zakoupit je mohou jen přímí účastníci aukcí SPP, na sekundárním trhu jsou využívány k REPO operacím.

Charakteristika střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů

- fixně úročící dluhopisy, roční výplata kuponů;
- splacení přesně v den splatnosti, nelze dřívější vyplacení;
- každá emise dluhopisů je zastupitelná;
- dluhopisy jsou jmenovité hodnoty 10 000 Kč;
- standardní splatnosti 3, 5, 10 nebo 15 let, v zaknihované podobě na doručitele;
- evidenci vede Středisko cenných papírů;
- prodeje jsou realizovány primárními aukcemi systému Bloomberg (nejčastěji 2x měsíčně);
- vyhlášení aukcí realizuje Ministerstvo financí ČR na jeho stránkách, dále stránkách ČNB, oznamováno též médii;

- každý den se realizuje pouze jeden konkrétní dluhopis s jedinou splatností;
- prodej pouze přímým účastníkům aukce.

Ke krytí státního dluhu se dále používají REPO a derivátové operace k řízení likvidity.

4.2.4.3 Struktura státního dluhu podle typu instrumentu

Finanční instrumenty se základním rozdělením na krátkodobé (SPP se splatností do jednoho roku) a středně nebo dlouhodobé (SDD se splatností nad jeden rok), byly představeny v předcházející kapitole. Nyní se zaměříme na trendy ve vývoji struktury těchto instrumentů v čase. Před sledovaným obdobím, tedy do roku 2004, byl trend krátkodobé splatnosti instrumentů.

V dalším období až do současnosti, jde však trend opačným směrem, a sice zvyšujícího se podílu dlouhodobějších dluhopisových instrumentů na celkovém dluhu, na úkor krátkodobých SPP, jak je vidět z následující tabulky č. 7:

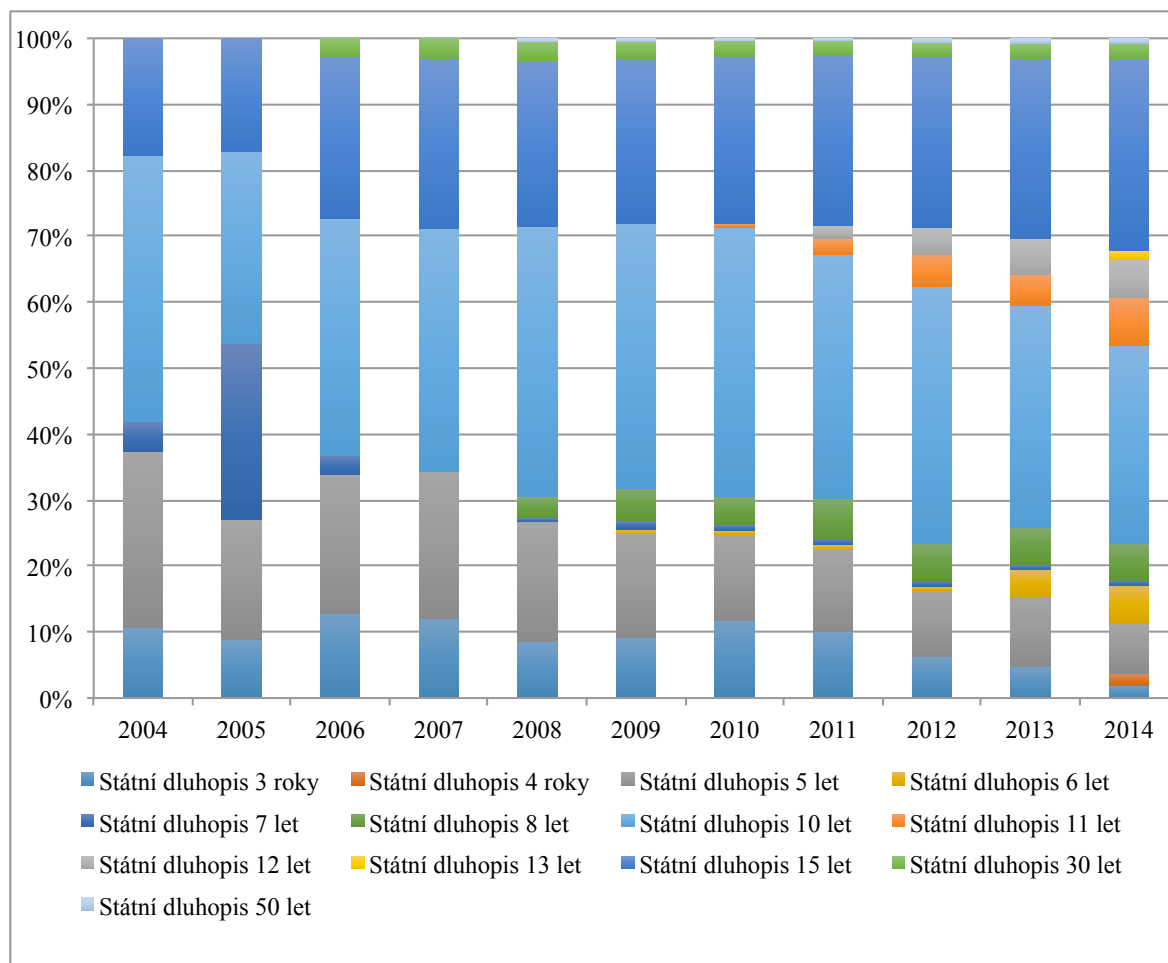
Tabulka 7: Státní dluhopisy podle typu instrumentu v % (2004-2014)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dluhopisy celkem	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Státní pokladniční poukázky	21,97	14,27	11,74	9,63	8,27	7,88	8,88	11,39	11,84	7,50	6,72
SPP 13 týdnů	3,5	1,96	2,70	5,05	2,49	0,41	0,00	-	1,03	-	-
SPP 26 týdnů	3,23	2,06	2,19	1,11	1,42	0,99	0,63	1,56	1,69	1,28	-
SPP 39 týdnů	5,25	4,12	2,67	1,02	1,88	1,20	2,10	2,76	3,33	2,14	2,71
SPP 52 týdnů	10,00	6,13	4,18	2,45	2,48	5,28	6,15	7,07	5,79	4,07	4,02
Spořicí státní dluhopisy	-	-	-	-	-	-	-	1,43	3,52	5,43	4,86
Státní dluhopis 1 rok	-	-	-	-	-	-	-	0,67	1,00	0,72	-
Státní dluhopis 3 roky	-	-	-	-	-	-	-	-	0,72	1,85	1,87
Státní dluhopis 5 let	-	-	-	-	-	-	-	0,76	1,66	2,62	2,71
Státní dluhopis 7 let	-	-	-	-	-	-	-	-	0,13	0,24	0,28
Středně a dlouhodobé státní dluhopisy	78,03	85,73	88,26	90,37	91,73	92,12	91,12	87,18	84,64	87,07	88,41
Státní dluhopis 3 roky	8,4	10,09	11,32	10,87	7,80	8,40	10,78	8,74	5,29	4,10	1,75
Státní dluhopis 4 roky	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,56
Státní dluhopis 5 let	20,76	20,46	18,54	20,01	16,73	14,53	11,85	10,96	8,57	9,32	6,66
Státní dluhopis 6 let	-	-	-	-	-	0,62	0,52	0,54	0,47	3,48	5,08
Státní dluhopis 7 let	3,5	30,03	2,62	-	0,53	1,24	0,79	0,74	0,65	0,69	0,72
Státní dluhopis 8 let	-	-	-	-	2,93	4,47	3,93	5,44	4,87	4,90	5,00
Státní dluhopis 10 let	31,53	32,78	31,64	32,98	37,60	37,03	37,18	32,17	32,95	29,34	26,45
Státní dluhopis 11 let	-	-	-	-	-	-	0,51	2,13	4,15	4,12	6,46
Státní dluhopis 12 let	-	-	-	-	-	-	-	1,76	3,47	4,75	5,13
Státní dluhopis 13 let	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,13
Státní dluhopis 15 let	13,84	19,37	21,73	23,14	22,86	23,07	23,08	22,41	21,89	23,73	25,66
Státní dluhopis 30 let	-	-	2,40	2,80	2,78	2,33	2,11	1,95	1,75	1,95	2,13
Státní dluhopis 50 let	-	-	-	-	0,50	0,43	0,37	0,33	0,58	0,68	0,69

Zdroj: Ministerstvo financí ČR 2015 [39]

V roce 2004, na začátku námi sledovaného období, činil podíl SPP cca 22 %, zatímco na konci období v roce 2014, byl tento podíl již jen necelých 7 %, tedy zhruba jedna třetina. I v rámci dluhopisů jakožto dlouhodobějších instrumentů, je možné pozorovat trend snižujícího se podílu kratších dob splatnosti (3 a 5 let) a naopak vzrůstající podíl dlouhodobějších dluhopisů (6, 8, 11 a 15 let). Celkově nyní dominují dluhopisy se splatností 10 a 15 let, které mají dohromady přes 50 % objemu dluhopisů. V průběhu námi sledovaného období se také objevily dluhopisy s novými splatnostmi, 4, 6, 7, 8, 11, 12 a v roce 2006 a 2008 dokonce 30 a 50 let.

Graf 8: Vývoj podílu jednotlivých druhů střednědobých a dlouhodobých dluhopisů



Zdroj: Ministerstvo financí ČR 2015 [39]

4.2.4.4 Struktura státního dluhu dle doby splatnosti

Následující kapitola, přímo navazující na předcházející a jejím cílem je podrobnější rozbor struktury státního dluhu z pohledu doby splatnosti. Základním dělením členíme dluh na krátkodobý (splatný do jednoho roku) a dlouhodobý (splatný v době delší než jeden rok).

Pohled na splatnost státních dluhopisů od roku 2009 do roku 2014 nám příliš zajímavý pohled neposkytuje. Jediná skupina dluhopisů, o které můžeme říci, že se průběžně snižoval její podíl, jsou dluhopisy se splatností od tří do pěti let, kde můžeme vidět propad z cca 8,5 % na cca 5 % v roce 2014. Od roku 2011 také klesá podíl dluhopisů o splatnosti jeden až tři roky. Ostatní skupiny dluhopisů mají, alespoň ve zpracovaném období,

poměrně stabilní podíly. Podle vývoje splatností lze tedy obtížně předpovídat následující vývoj.

Tabulka 8: Státní dluhopisy podle původní doby splatnosti (2009-2014)

Roky	2009		2010		2011		2012		2013		2014	
Interval reziduál. splatnosti (roky)	Objem mld. Kč	% celku	Objem mld. Kč	% celku	Objem mld. Kč	% celku	Objem mld. Kč	% celku	Objem mld. Kč	% celku	Objem mld. Kč	% celku
(0; 1)	29,1	2,6%	34,8	2,7%	61,7	4,3%	96,7	6,1%	55,2	3,4%	43,3	2,7%
< 1; 3)	59,1	5,3%	78,5	6,1%	110,5	7,7%	108,4	6,8%	77,2	4,8%	64,3	3,9%
< 3; 5)	94,1	8,4%	137,7	10,8%	124,8	8,7%	96,1	6,0%	95,9	5,9%	82,9	5,1%
< 5; 7)	169,7	15,2%	157,8	12,4%	175,2	12,3%	171,0	10,7%	248,6	15,4%	259,1	15,9%
< 7;10)	64,0	5,7%	60,1	4,7%	88,3	6,2%	90,3	5,6%	94,1	5,8%	96,0	5,9%
<10;15)	414,6	37,0%	481,2	37,7%	514,9	36,1%	648,2	40,6%	615,9	38,2%	626,9	38,5%
<15;30)	258,4	23,1%	294,6	23,1%	320,0	22,4%	349,8	21,9%	382,5	23,7%	410,7	25,2%
<30;50>	30,8	2,8%	31,8	2,5%	32,6	2,3%	37,3	2,3%	42,4	2,6%	45,2	2,8%

Zdroj: Ministerstvo financí ČR 2015 [40]

Z tohoto důvodu je přiložena ještě tabulka zobrazující reziduální (tedy zbývající) splatnost všech ještě nesplacených dluhopisů a také pouze nově vydaných ve zmíněném období. Celková reziduální splatnost je však také poměrně stabilní, kolem 5-ti let, zatímco podle nově vydávaných dluhopisů lze soudit na možné mírné budoucí zkracování splatnosti těchto nástrojů.

Tabulka 9: Reziduální splatnost státních dluhopisů celkově (2004-2014)

Vážený průměr reziduální splatnosti dluhopisů	2004	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Nově vydaných	3,5	5,5	4,3	2,5	3,6	3,8	4,4
Všech	5,0	6,2	6,0	5,5	5,4	5,4	5,3

Zdroj: Ministerstvo financí ČR 2015 [40]

4.2.4.5 Struktura státního dluhu podle typu držitele

Jedna ze dvou hlavních kategorií podle tohoto dělení jsou rezidenti (domácí subjekty), které se nám dále skládají z nefinančních podniků, finančních institucí, vládních institucí,

domácností a neziskových institucí. Druhá důležitá kategorie jsou nerezidenti (zahraniční subjekty).

Většinová část státního dluhu ČR je tvořena domácím dluhem, tedy dluhem v držení rezidentů. V rámci této kategorie jsou nejdůležitějším vlastníkem finanční instituce (jedná se o penzijní fondy, pojišťovací společnosti, finanční zprostředkovatele, měnové instituce apod.), které mají nyní podíl kolem 60 % instrumentů, a tento podíl pozvolna klesá ve prospěch nerezidentů. Další domácí subjekty mají velmi malý podíl kolem 7 %, který však zvolna roste.

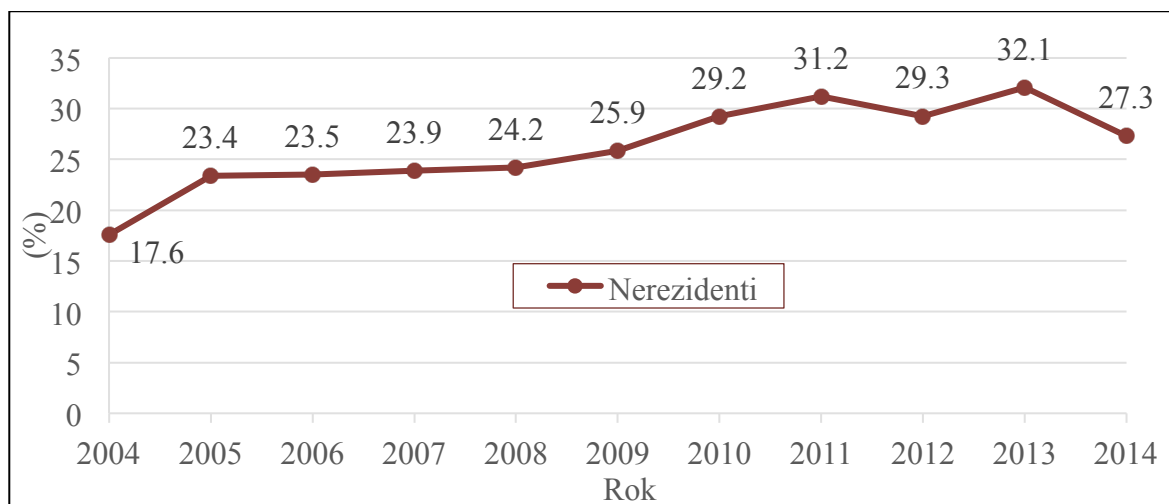
Roste průběžně také podíl zahraničních subjektů na dluhu, kde z původních cca 17 % je nyní již kolem 30 %. Do budoucna lze dále očekávat rostoucí podíl domácností a také zahraničních subjektů.

Tabulka 10: Státní dluhopisy podle držitele v % (2004-2014)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dluhopisy celkem	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Nefinanční podniky	0,93	0,73	0,66	0,77	1,22	1,09	1,20	1,27	1,51	1,45	1,33
Finanční instituce a korporace	80,04	74,33	74,33	73,78	71,15	69,65	65,05	61,88	63,80	56,44	65,04
Vládní instituce	1,34	1,33	1,30	1,28	2,28	2,34	2,10	3,64	1,76	4,69	1,51
Domácnosti	0,10	0,20	0,22	0,22	1,07	0,96	0,72	1,93	3,48	5,08	4,62
Soukromé neziskové instituce	0,02	0,03	0,02	0,04	0,07	0,10	0,11	0,08	0,18	0,27	0,20
Rezidenti celkem	82,43	76,62	76,53	76,09	75,79	74,14	69,18	68,80	70,73	67,93	72,70
Nerezidenti	17,57	23,39	23,48	23,91	24,20	25,85	29,24	31,20	29,27	32,07	27,30

Zdroj: Ministerstvo financí ČR 2015 [41]

Graf 9: Státní dluhopisy v držení zahraničních subjektů (%)



Zdroj: Ministerstvo financí ČR 2015 [41]

4.2.4.6 Struktura dluhu podle jednotlivých vládních úrovní

Centrální vláda má ve většině zemí EU podíl na celkovém vládním dluhu, kolem 90 %. Pohled na vývoj situace v ČR v období 2004 až 2014 je totožný. Státní konsolidovaný dluh se celé období pohyboval právě kolem hranice 90%. Největší podíl zbývajícího dluhu mají územní samosprávné celky, v počátku období kolem 11 % s mírným poklesem během období zakončeným hodnotou necelých 7 %.

Absolutní výše obou zmíněných podílů dluhu, tedy centrální vlády i krajů během sledovaného období, výrazně vzrostla. V případě konsolidovaného státního dluhu se na konci období jednalo o hodnotu necelých 1 650 mld. Kč, v případě krajů se hodnota zastavila na necelých 120 mld. Kč.

Dluh zdravotních pojišťoven má podle údajů MF ČR dlouhodobě nulovou úroveň. Stejně tak dluhy mimorozpočtových fondů jsou dlouhodobě na nízkých hodnotách v řádu jednotlivých miliard Kč.

Tabulka 11: Struktura vládního dluhu v mld. Kč (2004-2014)

		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dluh vádního sektoru	mld. Kč	659	762	878	973	1071	1258	1426	1565	1761	1779	1761
- státní dluh (konsolidovaný)	mld. Kč	586	684	794	882	980	1160	1324	1461	1649	1665	1648
	podíl (%)	88,9	89,8	90,4	90,6	91,5	92,2	92,8	93,4	93,6	93,6	93,6
- dluh zdravotních pojišťoven	mld. Kč	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	podíl (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- dluh mimorozp. fondů	mld. Kč	1	2	1	4	1	1	3	2	1	2	1
	podíl (%)	0,2	0,3	0,1	0,4	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
- dluh územních samosprávných celků	mld. Kč	78	82	89	91	95	100	102	105	115	120	117
	podíl (%)	11,8	10,8	10,1	9,4	8,9	7,9	7,2	6,7	6,5	6,7	6,6

Zdroj: Ministerstvo financí ČR 2015 [42]

4.2.5 Náklady obsluhy dluhu

Již při posouzení pouhým pohledem je zřejmé, že růst úrokových nákladů státního dluhu ve sledovaném období 2004-2014, neměl zdaleka tak progresivní vývoj jako dluh samotný. Podíl nákladů na domácí dluh vůči zahraničnímu, je přibližně 3:1, tedy náklady na domácí dluh jsou koncem sledovaného období zhruba trojnásobné, a v absolutních hodnotách se jedná o úrokové náklady cca 35 mld. Kč na domácí dluh oproti přibližně 13 mld. Kč na zahraniční dluh.

S poklesem podílu krátkodobých dluhových instrumentů také v průběhu sledovaného období výrazně poklesl poměr úrokových nákladů na SPP vůči SDD, kde na konci období je již jen kolem 1:300.

Ke konci roku 2014 činili celkové úrokové náklady na obsluhu dluhu již téměř 50 mld. Kč, což představuje nebezpečí z pohledu výdajové stránky státního rozpočtu.

Tabulka 12: Čisté úrokové náklady státního dluhu v mld. Kč (2004-2014)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Domácí dluh	26,07	22,95	28,17	29,50	31,68	35,34	25,34	34,25	30,74	37,04	35,33
Z toho: SPP	4,23	2,71	2,80	1,77	2,20	1,72	1,50	1,94	1,18	0,21	0,08
SSD	-	-	-	-	-	-	-	0,19	0,58	0,49	0,91
SDD	21,84	20,24	25,37	27,74	33,16	35,40	24,45	32,76	29,85	36,51	34,58
Krátkodobé půjčky	-	-	0,00	-0,01	-3,67	-1,78	-0,62	-0,64	-0,86	-0,17	-0,24
Zahraniční dluh	0,69	2,38	3,34	4,48	5,89	9,02	10,36	10,73	10,33	13,53	12,96
Celkem	26,76	25,33	31,51	33,98	37,51	44,12	35,62	44,97	41,06	50,56	48,29

Zdroj: Ministerstvo financí ČR 2015 [37]

Pro větší přehled následuje tabulka obsahující veškeré údaje relevantní k dluhovým nákladům včetně nákladů dluhu v procentech.

Tabulka 13: Údaje relevantní k velikosti a obsluze dluhu

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Inflace (%)	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3	1	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4
HDP (mld. Kč)	3 057,7	3 258,0	3 507,1	3 831,8	4 015,3	3 921,8	3 953,7	4 022,5	4 041,6	4 077,1	4 260,9
Vládní dluh ČR (mld. Kč)	592,9	691,2	802,5	892,3	999,8	1 178,2	1 344,1	1 499,4	1 667,6	1 683,3	1 663,7
Úrokové náklady dluhu (mld. Kč)	26,8	25,3	31,5	34,0	37,5	44,1	35,6	45,0	41,1	50,6	48,3
Kurz CZK / EURO	31,9	29,8	28,3	27,8	24,9	26,4	25,3	24,6	25,1	26,0	27,5
Saldo SR (mld. Kč)	-93,7	-56,3	-97,58	-66,4	-20,0	-192,4	-156,4	-142,8	-101,0	-81,3	-77,8
Úrokové náklady dluhu (%)	4,5	3,7	3,9	3,8	3,8	3,7	2,7	3,0	2,5	3,0	2,9
Vládní dluh / HDP (%)	19,4	21,2	22,9	23,3	24,9	30,0	34,0	37,3	41,3	41,3	39,0

Zdroj: ČSÚ 2015 [43]

4.3 Srovnání vzájemného vývoje mezi Evropskou unií a Českou republikou

Následovat bude souhrn charakteristických vývojových trendů relevantních k dluhové problematice EU. Nejzávažnější takové trendy jsou zvyšující se objem dluhu, růst zahraničních podílů dluhů a pokles významu krátkodobých dluhů ve významné části EU. Bude provedeno srovnání EU a České republiky z pohledu progresu absolutní i relativní výše zadlužení, ale i struktury těchto dluhů.

4.3.1 Objem vládního dluhu v EU

Jak již bylo zmíněno, hodnota dluhu je rostoucí téměř ve všech zemích EU. Země s absolutně největším objemem dluhu jsou Německo, Itálie, Velká Británie, Francie a Španělsko, mající krom Španělska dluh vyšší než 2 biliony eur, Španělsko samotné má dluh přes 1 bilion euro. Vládní dluh těchto pěti velkých zemí tvoří $\frac{3}{4}$ dluhu celé EU (cca 9,5 bilionu z celkových více než 12 bilionů euro).

Na opačném konci žebříčku je 13 zemí (Kypr, Lucembursko a všechny post socialistické země mimo většího Polska), které všechny mají dluh pod 100 mld. Eur. Zcela nejmenší dluh mají Lotyšsko, Malta a Estonsko, všechny tři pod 10 mld. Eur.

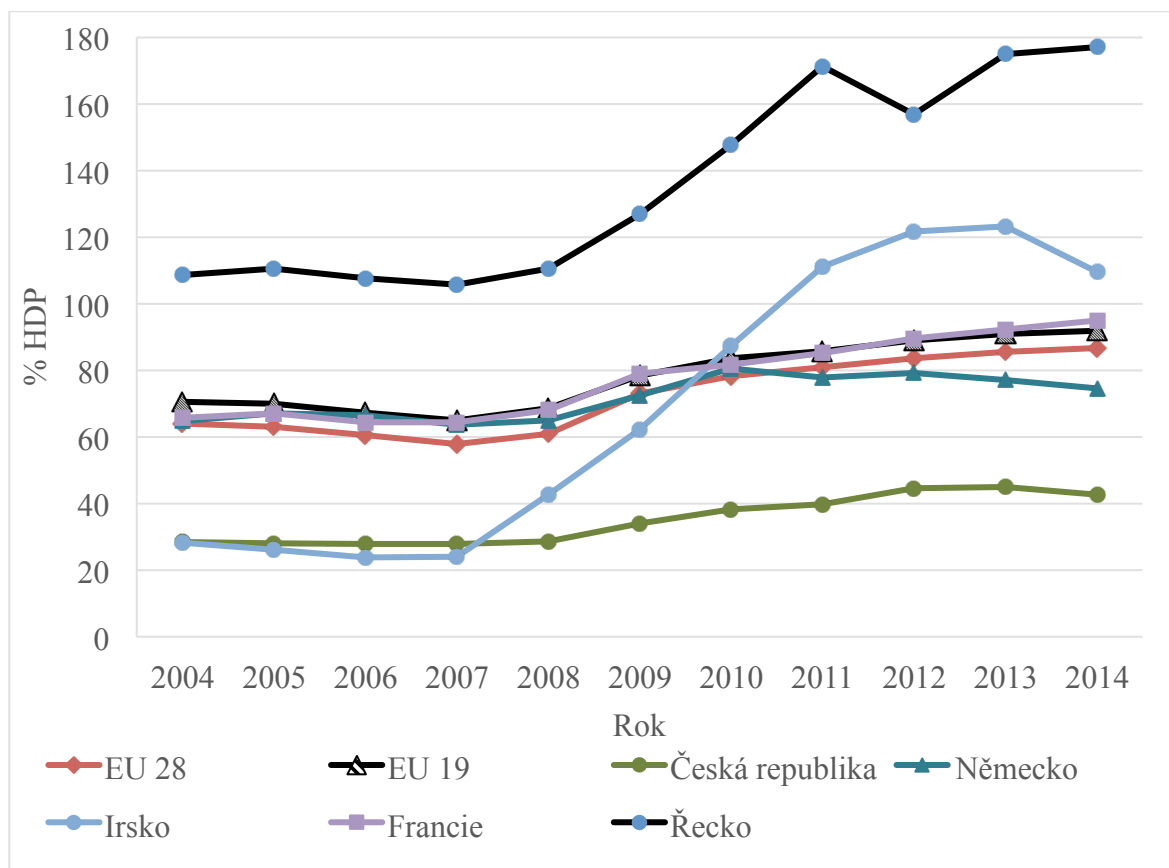
Nyní se podívejme na porovnání tempa růstu dluhu v rámci EU. Pokud vezmeme jako kritérium největší absolutní nárůst za sledované období (2004-2014), prakticky nic se nemění oproti předchozí informaci. Největší nárůst zaznamenala velká pětka VB, Francie, Německo, Itálie, Španělsko (nárůst dluhu cca 4,5 bilionu euro). Na opačném nejmenším konci ale z těchto příkladných zemí zmizelo ČR a Rumunsko a zůstává Lucembursko, Lotyšsko, Bulharsko, Malta a Estonsko (nárůst celkem do 40 mld. euro).

Nyní pojďme ke zdánlivě zajímavějšímu parametru, kterým je poměr dluhu na konci ku začátku sledovaného období (poměr dluhu v roce 2014/2004). Rekordmany v tomto poměrovém nárůstu jsou Lucembursko, Lotyšsko, Rumunsko, Irsko, všechny s poměrem nad 4, nicméně jediné relevantní je zde Irsko, vzhledem ke stále minimální absolutní výši dluhu ostatních jmenovaných zemí. Naopak „nejstabilnější“ dluh zaznamenalo Německo, Itálie, Belgie, Bulharsko, Dánsko a Švédsko (poměr v tomto pořadí je 1,5 až 1,2). Absolutní hodnoty dluhu však nepředstavují plně reprezentativní srovnání, vzhledem k rozdílné velikosti zemí a jejich populace. Srovnání prostřednictvím relativní váhy dluhu proto následuje.

4.3.2 Relativní váha vládního dluhu v EU

Během poslední dekády byl vývoj zadluženosti ČR a EU v podstatě korelovaný. Velké státy jako Francie a Německo reprezentují průměr EU jak vývojem, tak i hodnotami, nyní kolem 80 % HDP, s tím, že Německu se poslední dva roky daří trend zvolna zlepšovat. Česká republika vývojově kopíruje tento vývoj, jen s podstatně nižšími hodnotami kolem 40 % dluhu k HDP, viz graf č. 10 níže. Graf předkládá reprezentativní pohled na EU jako celek, obsahující jak původní země EU zastoupené agregovanými hodnotami EU 28 a EU 19, ale také Francií a Německem, oproti nim je zde Česká republika, která reprezentuje nové členské země tvořené bývalým východním blokem (všechno země s podstatně lepší výchozí pozicí oproti zemím EU). Navíc graf obsahuje dva exemplární případy postižené akutními hospodářskými problémy. Irsko, které již jednou dokázalo podobným problémům (byť s nižšími dluhovými hodnotami) velice úspěšně čelit, ale zejména velice problematické Řecko, které od roku 2007 hrozivě akcelerovalo o téměř 70 % HDP a čelilo již dvakrát akutní hrozbě bankrotu. To představuje bolestivé místo, tzv. jižní křídlo EU, kde podobnými problémy, ale díky daleko větším ekonomikám nebezpečnějšími, mohou hrozit i Itálie a Portugalsko s dluhy kolem 130 % HDP. V celé EU nelze bohužel zaznamenat ukázkový a kladný případ z tohoto pohledu.

Graf 10: Relativní váha vládního dluhu EU a vybraných zemí (% HDP)



Zdroj: Eurostat, OECD (Řecko 2004-2010) 2015 [30] [31]

4.3.2.1 Faktory ovlivňující výši relativní váhy dluhu

Tři základní faktory působící na vývoj relativní váhy vládního dluhu jsou růst HDP a výsledná bilance státního rozpočtu (tedy rozdíl mezi příjmy a výdaji, bez započtení úrokových nákladů). Poslední takový významný faktor jsou úrokové míry.

Tabulka 14: Faktory ovlivňující výši relativní váhy dluhu (%)

	Faktor	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Belgie	růst reálného HDP (%)	3,4	1,9	2,6	3,0	1,0	-2,6	2,5	1,6	0,1	0,3	1,1
	saldo primární bilance (% HDP)	-0,2	-2,6	0,2	0,0	-1,1	-5,5	-4,0	-4,1	-4,1	-2,9	-3,2
ČR	růst reálného HDP (%)	4,9	6,4	6,9	5,5	2,7	-4,8	2,3	2,0	-0,9	-0,5	2,0
	saldo primární bilance (% HDP)	-2,7	-3,1	-2,3	-0,7	-2,1	-5,5	-4,4	-2,7	-3,9	-1,2	-2,0
Německo	růst reálného HDP (%)	1,2	0,7	3,7	3,3	1,1	-5,6	4,1	3,7	0,4	0,3	1,6
	saldo primární bilance (% HDP)	-3,7	-3,3	-1,5	0,3	0,0	-3,0	-4,1	-0,9	0,1	0,1	0,6
Irsko	růst reálného HDP (%)	4,6	5,7	5,5	4,9	-2,6	-6,4	-0,3	2,8	-0,3	0,2	4,8
	saldo primární bilance (% HDP)	1,4	1,3	2,8	0,3	-7,0	-13,9	-32,5	-12,7	-8,1	-5,8	-4,1
Francie	růst reálného HDP (%)	2,8	1,6	2,4	2,4	0,2	-2,9	2,0	2,1	0,2	0,7	0,2
	saldo primární bilance (% HDP)	-3,5	-3,2	-2,3	-2,5	-3,2	-7,2	-6,8	-5,1	-4,8	-4,1	-4,0
Slovensko	růst reálného HDP (%)	5,2	6,5	8,3	10,7	5,4	-5,3	4,8	2,7	1,6	1,4	2,4
	saldo primární bilance (% HDP)	-2,3	-2,9	-3,6	-1,9	-2,4	-7,9	-7,5	-4,1	-4,2	-2,6	-2,9
EU 28	růst reálného HDP (%)	2,5	2,0	3,4	3,1	0,5	-4,4	2,1	1,7	-0,5	0,1	1,3
	saldo primární bilance (% HDP)	:	:	-1,6	-0,9	-2,4	-6,7	-6,4	-4,5	-4,2	-3,2	-2,9
EU 19	růst reálného HDP (%)	2,2	1,7	3,3	3,1	0,5	-4,5	2,0	1,6	-0,8	-0,4	0,8
	saldo primární bilance (% HDP)	:	:	-1,4	-0,6	-2,1	-6,2	-6,1	-4,1	-3,6	-2,9	-2,4

Zdroj: Eurostat 2015 [44]

Nejvíce pozitivně tento poměrový ukazatel (poměr dluhu k HDP) ovlivňuje růst HDP při souběhu s klesajícími úrokovými měrami a také rozpočtovými přebytky. V minulosti takovou situaci zažilo například Irsko, které bylo schopné zejména před rokem 2001, snížit dluhový poměr o 55 %. Druhá nejúspěšnější země, Belgie, v minulosti zredukovala tento ukazatel, díky významným rozpočtovým přebytkům cca o 40 %.

V rámci sledovaného období byl vývoj negativně ovlivněn globální krizí po roce 2008, která ještě eskalovala zadlužování, prostřednictvím zastavení růstu HDP a zvýšením rozpočtových deficitů. Po roce 2012 došlo ke zklidnění situace a EU se dokonce postupně vrací k růstu ekonomiky. V případě Německa se dokonce těsně po sledovaném období, tedy v roce 2015 podařilo hospodařit s rozpočtovým přebytkem. I v případě Česka je na konci sledovaného období patrné, že poměr dluhu k HDP začal velice mírně klesat, přestože ČR stále hospodaří s deficitem, nicméně zde převážil velice slušný růst HDP z konce tohoto období. Při pohledu na graf č. 8 je však patrné, že optimismus by byl značně předčasný, neboť průměr EU má stále poměrový parametr dluhu k HDP nad 80 % kromě Německa (kterému se daří téměř dosáhnout zpět 70 %), což je značně nad hraniční hodnotou 60 % Maastrichtských kritérií.

4.3.3 Struktura vládního dluhu v EU

Strukturu vládního dluhu lze posuzovat z několika pohledů. Jedním z nich je podíl centrální vlády na celkovém dluhu vládního sektoru. V EU obecně je tento podíl vyšší než 80 % a spíše 90 %. Pouze Německo a Estonsko mají tento podíl poněkud nižší a sice přes 60 %. Opačným příkladem je Malta, kde tento podíl tvoří plných 100 %. V ČR se tento parametr pohybuje kolem 93 % a 6 % zde tvoří dluh krajů a obcí. ČR tedy patří k průměru EU.

Další hledisko pohledu na zadlužení je doba splatnosti. Trendem je zvyšování podílu dlouhodobých dluhových nástrojů a tím i pokles podílu krátkodobých, čímž dochází k prodlužování doby splatnosti, která je současnosti v EU téměř 8 let. V ČR je vývoj podobný, jen mezi rokem 2011 a 2013 se zmenšil podíl nástrojů se splatností pod 1 rok z 9 na 6,8 %.

Můžeme se také zajímat o vlastnickou strukturu dluhu. Charakteristický byl růst podílu zahraničního dluhu ve většině EU. Je to důsledek vzniku společné měny eura a globalizace na finančních trzích. V zemích eurozóny bylo v minulosti cca 75 % vládních dluhu v držení domácích subjektů, v současnosti je to spíše kolem 50 %. Nejvyšší podíl dluhu v držení zahraničních subjektů má nyní Lotyšsko a Finsko, kde se tento podíl pohybuje kolem 80 %. Nové členské státy mají tento podíl poměrně nižší (s výjimkou Lotyšska a Litvy). Konkrétně v ČR tento poměr ve sledovaném období začal poměrně rychle růst, nicméně nyní se pohybuje teprve kolem 30 % dluhu v držení nerezidentů.

4.3.4 Konkrétní možnosti řešení dluhového problému

Štěpánek [45] uvádí, že veřejné finance ČR jsou postíženy závažnými strukturálními problémy, které představují důvod neustálého nárůstu deficitů a dluhové zátěže. Je zapotřebí důkladně reformovat veřejné finance s cílem podchycení a kontroly rozpočtového hospodaření

Zmiňovaný autor přikládá důraz spíše na výdajovou stranu rozpočtu oproti příjmové. Konkrétně by mělo jít o sociální výdaje, přerozdělování, mzdy ve státním a vládním sektoru apod. Vhodné by také bylo reformovat daňový systém ve smyslu jeho zjednodušení, redukce sazeb, redukce všemožných úlev, zkrátka jeho systémovost a efektivitu. Je třeba zavést výdajové limity ve střednědobém horizontu na místo každoročních diskuzí o navýšení výdajů. Velice vhodné by byla pravidelná evaluace efektivit výdajových a rozpočtových programů.

Je jasné a i autor sám připouští obtížnost takových kroků z důvodu malého manévrovacího prostoru, ale také nutnosti politické shody a vůle k takovým krokům. Je třeba stanovit cíle reformy, jejich parametry a zajistit pro ně širokou politickou podporu. Další pokusy o navyšování příjmů a daňové zátěže obyvatelstva není příliš průchodná ani efektivní.

Nynější mohutný přerozdělovací systém, který velkou část příjmů navrací přes přebujelý a byrokratický aparát, část prostředků spotřebovává jen na svůj chod a vytvářejí se agendy bez vnějšího efektu. Z psychologických a morálních důvodů by bylo vhodné snížit zátěž obyvatelstva za cílem výchovy k jeho soběstačnosti a zvýšené nezávislosti na státním aparátu a tím i umožnění jeho redukce a zefektivnění. Podporu je třeba cílit na opravdu objektivně ohrožené a postižené skupiny obyvatel, které se o sebe bez podpory státu postarat nemohou.

5 Výsledky a diskuse

Veřejný dluh je pojem, který je používán v různých významech a to často i v odborné literatuře. Existují pojmy veřejný, vládní či státní dluh. Vymežeme si proto termíny tak, že státní dluh je pojem vztahující se k aktivitě centrální vlády zatímco vládní dluh zastřešuje celý sektor vládních institucí včetně krajů atd., což znamená, že představuje obvykle vyšší absolutní hodnotu.

V minulosti bylo vzájemné porovnání dat jednotlivých států velmi složité právě i vzhledem k různým metodikám a postupům při generování statistických výkazů.

Zlepšení v tomto kontextu způsobila metodika ESA 95, která takové porovnání umožňuje. Jednotlivé členské státy EU jsou nuceny vykazovat své data v souladu s touto metodikou a jednotně. Eurostat na tuto činnost dohlíží a zajišťuje nápravu v případě, že zjistí nesrovnalosti.

Souhrnně můžeme konstatovat, že Evropská unie v poslední dekádě, která byla naším sledovaným obdobím, zaznamenala výrazné navýšení zátěže vládních dluhů. V letech 2004 až 2014 se celkový vládní dluh zemí EU 28 zvýšil o cca 5,6 bilionu na celkových více než 12 bilionu euro. V jedenácti nově integrovaných zemích je tento objem dluhu v porovnání s původními patnácti členy, velice nízký. Konkrétně dosáhl ke konci roku 2014 na částku 0,5 bilionu euro, tedy přibližně desetinu celé osmadvacítky. Vývoj vládního dluhu těchto nových států se vyvíjí trendově velice podobně jako průměr EU, ale konkrétně ČR se pohybuje na čelních pozicích žebříčku dynamiky nárůstu (když pomineme rekordní Irsko) se zeměmi jako Slovensko, Portugalsko, Chorvatsko, když se zde vládní dluh v posledním desetiletí, více než zdvojnásobil.

Co se týče relativního dluhu vůči HDP, situace v EU byla cca první čtyři roky sledovaného období poměrně stabilní, do roku 2007 lze dokonce hovořit o velmi mírném poklesu směřujícím k hodnotě 60 % podílu na HDP, od roku 2007 však nastal zlom vedoucí k růstu a to až nad 80 %. V jednotlivých členských zemích se situace vyvíjela obdobně, kromě rekordně negativního vývoje v zemích jako Řecko a Irsko, většina zemí kopírovala trend EU. Od roku 2011 je patrné mírné odlišení vývoje Německa i ČR, kde dochází ke

stabilizaci a velmi mírnému poklesu, souvisejícímu s hospodářským oživením. Německo se na konci sledovaného období, v roce 2014 dopracovalo k hodnotě cca 75 %, v případě ČR, která se stejně jako nově integrované státy, pohybuje v pozitivním offsetu vůči EU, se poměr dluhu vůči HDP zastavil na hodnotě necelých 43 %. Pro ČR však tato relativně slušná hodnota, znamená více než dvojnásobný nárůst za sledované období (v roce 2004 startovala na hodnotě 28,5 %)

Pokud shrneme strukturu vládních dluhů, tak struktura podílu dluhu centrální vlády na celkovém vládním dluhu je v celé EU již poměrně stabilní s podílem 90 % a více. Vývojový trend je růst podílu zahraničních dluhů v EU, zakončený nyní (rok 2014) na hodnotě cca 52 % podílu nerezidentů jako držitelů vládních dluhů. Nejvyšší tento parametr vykazuje Finsko s hodnotou 81 %. Česká republika patří k zemím s nejnižším podílem nerezidentů na dluhu, vývoj odstartoval v roce 2004 na hodnotě 18 % a zakončil na hodnotě přes 27 % a lze očekávat další nárůst.

Jako shrnutí lze uvést, že vývoj v České republice, co se týče zadlužení, není rozhodně povzbudivý a to nikoliv stále relativně nižší hodnotou poměru vládního dluhu k HDP, ale dynamikou růstu tohoto zadlužení. Problémem jsou stále přítomné schodky veřejného rozpočtu, které jsou příčinou toho, že v dynamice nárůstu absolutního dluhu, patří ČR k zemím s vyššími hodnotami (ihned za enormními rekordmany typu Řecka a Irska).

Absence reálné vůle a snahy o skutečné a usilovné řešení této situace, v posledních letech ještě posílená různými geopolitickými událostmi, které odvádějí pozornost jinam či dočasně zhoršují situaci (jako mezinárodní finanční krize, dluhová krize Řecka, válka v Sýrii i imigrační vlna do Evropy), to vše zhoršuje situaci budoucích vlád a generací obecně, které se navíc budou muset vypořádat s fenoménem stárnoucí populace a s tím souvisejícího rostoucího schodku účtu důchodového pojištění.

6 Závěr

Závěrem má práce přinést doporučení pro českou politickou reprezentaci i populaci ČR obecně a také prognózu dalšího vývoje ve smyslu zadlužení. Je třeba tuto část uvést s tím, že je formulována na základě analytické části práce, ale také subjektivních názorů autora, založených na jeho postřezích z médií, povědomosti o světovém geopolitickém vývoji, vědomostech a názorech obecně.

Situace kdy je stát zadlužený nelze plně srovnávat se situací například privátního dlužníka. Neexistuje zde totiž jeden (někdy dva či tři) dominantní věřitel, který disponuje podporou zákonů, soudní a výkonné moci, a tedy schopností se s dlužníkem nějak exekutivně vypořádat, zabavit majetek apod. Státní celek jako ČR je v situaci, kdy věřitelů je velké množství, nejsou koncentrování do jedné soudržné skupiny ani zeměpisného celku. V zásadě tedy nemají nad svým dlužníkem nějakou přímou exekutivní pravomoc. Případné nedodržování svých závazků některým státem, či jeho nekorektní nebo neefektivní chování k věřitelům, je postižitelné spíše podmínkami dalších půjček, jaké mu tito, případně ostatní věřitelé v reakci nastaví, či přímo neochotou vůbec dlužníka financovat.

Pakliže tedy stát jako ČR není schopen ani v době hospodářského růstu, hospodařit bez deficitu veřejného rozpočtu, a víme-li, že ekonomika funguje v kladných a následně záporných cyklech, bylo by nanejvýš vhodné se připravit na takové záporné cykly, bez ohledu na fakt, že může nastat ještě souběžná negativní událost v podobě konfliktu, krize, epidemie nemoci apod. a také skutečností předem jasných, jako je rostoucí deficit důchodového pojistného účtu vlivem stárnoucí populace.

System zastupitelské demokracie je však v tomto smyslu velice neefektivní, neboť každá vláda, vědomá si své dočasnosti a tím pádem absence zodpovědnosti za budoucnost, je motivována spíše k populistickým krokům, neboť v případě „projídání“ má jistotu, že je v lepší situaci než ta budoucí, což ale bohužel platí i pro všechny vlády následující. Naopak snaha důsledně řešit problémy je téměř vždy odměněna „smetením“ z politického výsluní, protože takové kroky se nikdy neobjedou bez velmi nepříjemných kroků vůči určitým skupinám obyvatel, přičemž většinou se jedná o ty sociálně slabší, kterých je

v zemi s nízkou životní úrovní, jako je ČR, velmi mnoho a disponují tedy značným volebním potenciálem.

Jak tedy z toho ven? Výsledky práce ukazují, že na jedné straně je třeba vzdělávat důsledně budoucí generace k odpovědnosti a finanční gramotnosti. Dále je nutné, aby se politická reprezentace snažila formou vysvětlování v mediích vychovávat i generace dospělé. Je třeba aby právě i tato politická reprezentace byla odpovědná k budoucnosti a v jejím zájmu se snažila dosáhnout široké politické shody a dohody na opravdu zodpovědných, efektivních ale i bolavých krocích, pozitivních pro budoucí generace.

Jedním z cílů této práce byla i jakási prognóza budoucího vývoje ve smyslu udržitelnosti rozpočtových politik v rámci ČR a EU.

Česká republika je zejména ekonomicky velmi navázaná na sousední Německo a politicky na EU. Proto se budoucnost ČR bude odvíjet i v závislosti na tomto evropském hospodářsko-politickém celku. Poslední roky můžeme sledovat příklon EU ve směru paktu s velmi socialistickým vedením, směrem ke kvótám, regulacím, dotacím, přerozdělování a také velmi silnému bujení byrokratických složek, které následně vede k odtržení od reality a neakceschopnosti řešit náhlé události, bezbrannosti k vnějším událostem.

Jasným příkladem a dokladem tohoto tvrzení je současná imigrační vlna, na kterou již minimálně rok, evropské struktury reagují jen verbálně, stále stejnými do kola opakujícími se planými proklamacemi, které nejsou realizovány. Přesto, že některé dílčí státy již započaly s kroky vedoucími k redukci imigrace, na celoevropské a vrcholové státní úrovni se zatím nikdo oficiálně neodvážil přiznat, že imigrace je pro Evropu negativní a přímo destruktivní jev, který je třeba zastavit a to i za použití všech možných legislativních, silových a finančních prostředků.

Je také reálné, že EU bude čelit zhoršeným vztahům s Ruskem a USA, případně Tureckem. Ze všech výše uvedených faktů a jevů se proto lze domnívat, že Evropa nebude schopna své dluhové zatížení zvrátit běžnými prostředky (a to ani na úrovni Německa i přes jeho aktuální rozpočtový přebytek v roce 2015, neboť jeho náklady, ve snaze o sociální, kulturní a ekonomický smír v souvislosti s migrací, budou rostoucí a navíc nepovedou

k úplnému návratu k „německým hodnotám“). Tato situace však nakonec bude mít nějaké řešení, v lepším případě jakousi krizovou revoluci na úrovni EU (ke které může přispět i odchod Velké Británie z EU) a obrat k opravdovým, vlastním hodnotám a hospodářským prioritám. V horším případě však může dojít až k občanským, kulturním nepokojům, chaosu, případně přímo válečnému konfliktu, který nakonec ožebračí všechny, tedy věřitele i dlužníky a způsobí nakonec jakýsi očistný restart situace ve smyslu nového budování hodnot.

Nezbývá než doufat, že řešení a změna přijde dříve a v mírnější, demokratické a přijatelnější podobě než v pozdnější a radikálnější formě. Rozhodně však nelze očekávat jakýsi pozitivní ekonomický jev, který by vyřešil naše evropské problémy bezbolestně a bez dopadů více či méně bolestných pro některé či všechny skupiny obyvatel. Krásné roky „blahobytu“ máme za sebou, aniž bychom si je uvědomili a stihli ocenit.

7 Seznam použitých zdrojů

1. PEKOVÁ, J. *Veřejné finance, úvod do problematiky*. 4. aktualizované a přepracované vydání. Praha: ASPI a. s. 2008, 580 s.. ISBN 978-80-7357-358-4.
2. SAMUELSON, P. A. a W. D. NORDHAUS. *Ekonomie*. 18. vydání. Praha: Svoboda, 2007, 775 s.. ISBN 978-80-205-0590-3.
3. BRČÁK, J. a B. SEKERKA. *Makroekonomie*. 18. vydání. Plzeň: Aleš Čeněk, 2010, 292 s.. ISBN 978-80-7380-245-5.
4. KOHOUT, P. *Finance po krizi-důsledky hospodářské recese a co bude dál*. 2. rozšířené vydání. Praha: Grada Publishing, 2010. ISBN 978-80-247-3583-2.
5. BRČÁK, J. et al. *Česká republika ve světle ekonomických teorií..* Plzeň: Aleš Čeněk, 2012, 206 s.. ISBN 978-80-7380-369-8.
6. DVOŘÁK, P. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize..* Praha: C. H. Beck, 2008, 343 s.. ISBN 978-80-7400-075-1.
7. OCHRANA, F. J. PAVEL a L. VÍTEK. *Veřejný sektor a veřejné finance: financování nepodnikatelských a podnikatelských aktivit..* Praha: Grada Publishing, 2010, 261 s.. ISBN 978-80-247-3228-2.
8. Ministerstvo financí České republiky. *Definice a měření státního dluhu* [online]. 2005 [cit. 2015-01-14]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd_definice_sd.html
9. IZÁK, V. *Fiskální politika..* Praha: Oeconomica, 2005, 209 s.. ISBN 80-245-0976-8.
10. KOHOUT, P. O původu dluhů. Praha: Mladá fronta DNES, č. 258, s. A11 [cit. 2015-03-08]. ISSN 1210-1168.
11. ACTON, A. *Issues in Environmental Law, Policy and Planning*. Atlanta (Georgia): ScholarlyEditions, 2011. ISBN 978-1-4649-6469-6.
12. MAREK, D. et al. *Růst státního dluhu: Rizika pro ekonomiku, podniky, občany i finanční sektor*. Česká bankovní asociace, 2009 [cit. 2015-01-29]. Dostupné z: https://www.czech-ba.cz/data/articles/down_8245.pdf
13. DVOŘÁK, P. a M. MANDEL. K typologii rozpočtových deficitů. 1995, **45** (10). ISSN 0015-1920.

14. DVOŘÁK, P. *Vybrané problémy hospodářské politiky*.. Praha: Oeconomica, 2004, 164 s.. ISBN 80-245-0793-5.
15. DORNBUSCH, R. S. FISCHER a P. BODMAN. *Macroeconomics*. 3. Australia: McGraw-Hill Education, 2013, 646 s.. ISBN 1743071795.
16. Středoevropské centrum pro finance a management. *Lafferova křivka* [online]. [cit. 2016-02-06]. Dostupné z: <http://finance-management.cz/080vypisPojmu.php?X=Lafferova+krivka&IdPojPass=54>
17. BUCHANAN, J. M. *Veřejné finance v demokratickém systému*.. Brno: Computer Press, 1998, 324 s.. ISBN 80-722-6116-9.
18. ŠVIHLÍKOVÁ, I. *Veřejné dluhy, "bankroty" států a možná řešení*. 2011 [cit. 2015-12-22]. Dostupné z: <http://www.blisty.cz/art/59406.html>
19. BERAN, M. *Zadluženost státu: Státní bankrot*. 2011 [cit. 2015-12-22]. Dostupné z: <http://www.velkaepocha.sk/2011090517850/Zadluzenost-statu-Statnibankrot.html>
20. ČERMÁK, P. *Kdy může stát vyhlásit bankrot*. 2008 [cit. 2015-12-22]. Dostupné z: <http://www.penize.cz/ekonomika/46095-kdy-muze-statvyhlasit-bankrot>
21. Organizační výbor národní koordinační skupiny. *Maastrichtská kritéria* [online]. 2015 [cit. 2016-02-06]. Dostupné z: <http://www.zavedenieura.cz/cs/euro-a-ceska-republika/plneni-vstupnich-podminek>
22. DE HAAN, J. a J. WOLSWIJK. *Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in ...*. ECB, 2005 [cit. 2015-03-08]. Dostupné z: <http://www.ecb.int/pub/pdf/sepops/ecbocp25.pdf>
23. MISSALE, A. a O. J. BLANCHARD. *The Debt Burden and Debt Maturity*. National Bureau of Economic Research, 1991 roč. MMMCMLXIV, s. 28 [cit. 2015-03-08].
24. FAMA, E. F. a M. H. MILLER. *The Theory of Finance*. Dryden Press, 1972, 346 s.. ISBN 0030867320.
25. OECD. *Splatnost vládních dluhů* [online]. 2010 [cit. 2015-03-08]. Dostupné z: <http://stats.oecd.org/#>
26. ECB. *Splatnost vládních dluhů* [online]. 2016 [cit. 2015-03-08]. Dostupné z: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000003912>
27. *Coordinating Stabilization and Structural Reform: Proceedings of the Seminar*

- Coordination of Washington: International Monetary Fund, 1993 roč. CXXIII, s. 67. ISSN 0251-6365.
28. CLAESSENS, S. et al. *Financial Crisis: Causes Consequences and Policy Responses*. dotisk. International Monetary Fund, 2014, 669 s.. ISBN 1484324293.
29. PECCHI, L. a G. PIGA. *Revisiting Keynes: Economic Possibilities for Our Grandchildren*. dotisk. MIT Press, 2010, 215 s.. ISBN 0262515113.
30. Eurostat. *Vládní dluh zemí EU* [online]. 2015 [cit. 2015-03-08]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/government-finance-statistics/data/database>
31. OECD. *Hrubý vládní dluh Řecka* [online]. 2010 [cit. 2015-03-08]. Dostupné z: <http://stats.oecd.org/#>
32. DUPUIS, J. P. *Structure of government debt in the European Union (Statistics in focus, Theme 2-33/1999)*. 1999 [cit. 2015-07-06]. Dostupné z: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/CA-NJ-99-033/EN/CA-NJ-99-033-EN.PDF
33. Eurostat. *Eurostat news release-Structure of government debt in the EU* [online]. 2005 [cit. 2015-07-06]. Dostupné z: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/pls/portal/docs/PAGE/PGP_PRD_CAT_PREREL/PGE_ AT_PREREL_YEAR_2005/PGE_CAT_PREREL_YEAR_2005_MONTH_01/22101200-ENAP.PDF
34. Eurostat. *Struktura dluhu dle vládních úrovní* [online]. 2015 [cit. 2015-03-08]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Structure_of_government_debt
35. Eurostat. *Struktura dluhu dle instrumentu* [online]. 2015 [cit. 2015-03-08]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Structure_of_government_debt
36. Ministerstvo financí ČR. *Struktura a vývoj dluhu* [online]. 2015 [cit. 2015-03-08]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/rizeni-statniho-dluhu/dluhova-statistika/struktura-a-vyvoj-statniho-dluhu>
37. Ministerstvo financí ČR. *Úrokové náklady dluhu* [online]. 2015 [cit. 2015-03-08]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/rizeni-statniho-dluhu/dluhova-statistika/naklady-statniho-dluhu>

38. Ministerstvo financí ČR. *Finanční nástroje* [online]. 2014 [cit. 2015-03-08]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/rizeni-statniho-dluhu/zakladni-informace/financni-nastroje>
39. Ministerstvo financí ČR. *Dluhopisy dle instrumentu* [online]. 2015 [cit. 2015-03-08]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/rizeni-statniho-dluhu/dluhova-statistika/podle-typu-instrumentu>
40. Ministerstvo financí ČR. *Dluhopisy dle reziduální splatnosti* [online]. 2015 [cit. 2015-03-08]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/rizeni-statniho-dluhu/dluhova-statistika/podle-doby-splatnosti>
41. Ministerstvo financí ČR. *Dluhopisy dle držitele* [online]. 2015 [cit. 2015-03-08]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/rizeni-statniho-dluhu/dluhova-statistika/podle-typu-drzitele>
42. Ministerstvo financí ČR. *Struktura vládního dluhu* [online]. 2014 [cit. 2015-03-08]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/zahranicni-sektor/pristoupeni-cr-k-eurozone/konvergenčni-program>
43. ČSÚ [online]. 2016 [cit. 2016-01-08]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hmu_cr
44. Eurostat. *Faktory ovlivňující relativní váhu dluhu* [online]. 2016 [cit. 2015-03-08]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/eurostat/data/database?node_code=tec00115
45. ŠTĚPÁNEK, P. *Veřejný dluh-mýty a řešení*. 2001 [cit. 2015-02-10]. Dostupné z: <http://cepin.cz/cze/prednaska.php?ID=202>
46. HAMERNÍKOVÁ, B. a K. KUBÁTOVÁ. *Veřejné finance*. 2. vydání. Praha: Eurolex Bohemia s.r.o. 2004, 355 s.. ISBN 80-86432-88-2.

8 Seznam tabulek

Tabulka 1: Splatnost vládních dluhů v zemích eurozóny.....	33
Tabulka 2: Vládní dluh zemí eurozóny denominovaný v cizích měnách v % (2014)	35
Tabulka 3: Hrubý vládní dluh zemí eurozóny (mld. euro).....	37
Tabulka 4: Hrubý vládní dluh zemí mimo eurozónu (mld. euro).....	38
Tabulka 5: Relativní váha vládního dluhu zemí EU (% HDP)	39
Tabulka 6: Struktura a vývoj státního dluhu v mld. Kč (2004-2014)	50
Tabulka 7: Státní dluhopisy podle typu instrumentu v % (2004-2014)	57
Tabulka 8: Státní dluhopisy podle původní doby splatnosti (2009-2014)	59
Tabulka 9: Reziduální splatnost státních dluhopisů celkově (2004-2014).....	59
Tabulka 10: Státní dluhopisy podle držitele v % (2004-2014).....	60
Tabulka 11: Struktura vládního dluhu v mld. Kč (2004-2014)	62
Tabulka 12: Čisté úrokové náklady státního dluhu v mld. Kč (2004-2014)	63
Tabulka 13: Údaje relevantní k velikosti a obsluze dluhu	63
Tabulka 14: Faktory ovlivňující výši relativní váhy dluhu (%)	67

9 Seznam grafů a obrázků

Graf 1: Relativní váha vládního dluhu EU a vybraných zemí (% HDP).....	41
Graf 2: Relativní váha vládního dluhu zemí EU 15 (% HDP)	42
Graf 3: Relativní váha vládního dluhů nových členských zemí (% HDP).....	43
Graf 4: Struktura vládního dluhu podle jednotlivých vládních úrovní (2014).....	45
Graf 5: Struktura vládního dluhu podle typu instrumentu (rok 2014).....	46
Graf 6: Krátkodobý dluh vybraných zemí EU (%)	48
Graf 7: Podíl státních pokladničních poukázek (SPP) a státních dluhopisů (SDD) na státním dluhu	50
Graf 8: Vývoj podílu jednotlivých druhů střednědobých a dlouhodobých dluhopisů	58
Graf 9: Státní dluhopisy v držení zahraničních subjektů (%).....	61
Graf 10: Relativní váha vládního dluhu EU a vybraných zemí (% HDP).....	66
Obrázek 1: Lafferova křivka	27