

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra ekonomických teorií



Diplomová práce

Veřejný dluh České republiky

PhDr. Mgr. Bc. Martin Pola

© 2018 ČZU v Praze

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

PhDr. Mgr. Bc. Martin Pola

Podnikání a administrativa

Název práce

Veřejný dluh České republiky

Název anglicky

Public debt of the Czech Republic

Cíle práce

Hlavním cílem diplomové práce je analyzovat a zhodnotit vývoj a strukturu veřejného dluhu České republiky. Dílčími cíli pak je identifikace klíčových determinantů zadluženosti, komparace veřejného dluhu České republiky s vybranými státy (Rakouskem, Slovenskem, ale také se dvěma extrémně zadluženými státy, které se však se svými dluhy vypořádávají zcela odlišným způsobem: Řeckem a Japonskem) a na základě toho pak bude proveden nástin možného budoucího vývoje zadlužení České republiky.

Metodika

Diplomová práce se bude věnovat otázce veřejného dluhu a zadlužování České republiky. V rámci teoretické části práce bude popsáno, co to veřejný dluh je, jaká je jeho struktura, jakým způsobem vzniká, jak na něj pohlížejí vybrané ekonomické teorie a jakým způsobem je možné veřejný dluh řešit. Teoretická část práce bude sepsána na základě kompilace vybrané odborné literatury vztahující se k tématu. Praktická část práce pak vznikne na základě analýzy údajů pocházejících především z Českého statistického úřadu, Ministerstva financí České republiky, EUROSTATu a The World Bank. Praktická část práce se zaměří na analýzu veřejného dluhu České republiky. Zvláštní pozornost bude věnována především státnímu dluhu. Bude sledován vývoj zadlužení státu od roku 1993, struktura veřejného dluhu, a to jak podle jeho složení, tak podle věřitelů. Dále bude provedena komparace s vybranými státy a na základě toho nástin možného budoucího vývoje a eventuálního řešení zadluženosti státu.

Doporučený rozsah práce

60 – 80 stran

Klíčová slova

Veřejný dluh, Vládní dluh, Státní rozpočet, Struktura veřejného dluhu, Česká republika

Doporučené zdroje informací

DORNBUSCH, R. – DRAGHI, M. Public Debt Management: Theory and History. Cambridge: Cambridge University Press, 1990. ISBN 978-05-2139-266-2.

DVOŘÁK, P. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. Praha: C.H. Beck, 2008. ISBN 978-80-7400-075-1.

HOLMAN, R. *Mikroekonomie : středně pokročilý kurz*. V Praze: C.H. Beck, 2007. ISBN 978-80-7179-862-0.

OCHRANA, F. – PAVEL, J. – VÍTEK, L. *Veřejný sektor a veřejné finance : financování nepodnikatelských a podnikatelských aktivit*. Praha: Grada, 2010. ISBN 978-80-247-3228-2.

ROMER, D. *Advanced macroeconomics*. New York: McGraw-Hill Education, 2012. ISBN 978-00-7351-137-5.

TEPLÝ, P. – ČERNOHORSKÝ, J. *Základy financí*. Praha: Grada, 2011. ISBN 978-80-247-3669-3.

Předběžný termín obhajoby

2017/18 LS – PEF

Vedoucí práce

Ing. Roman Svoboda, Ph.D.

Garantující pracoviště

Katedra ekonomických teorií

Elektronicky schváleno dne 18. 1. 2018

doc. PhDr. Ing. Lucie Severová, Ph.D.

Vedoucí katedry

Elektronicky schváleno dne 29. 1. 2018

Ing. Martin Pelikán, Ph.D.

Děkan

V Praze dne 20. 03. 2018

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou diplomovou práci "Veřejný dluh České republiky" 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 použitých zdrojů 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

Poděkování

Rád bych touto cestou poděkoval panu Ing. Romanu Svobodovi, Ph.D. za to, že mi umožnil napsat pod svým vedením tuto diplomovou práci a že mi při jejím sepisování pomohl vstřícným a odborným vedením, množstvím konstruktivních podnětů a řadou užitečných rad. Dále bych chtěl poděkovat za rady a konzultace ohledně prognózy panu prof. Ing. Lukáši Čechurovi, Ph.D. Svým rodičům děkuji za podporu během celého studia a všem, které jsem během sepisování této práce zanedbával, děkuji za trpělivost.

Veřejný dluh České republiky

Abstrakt

Tato diplomová práce se věnuje otázce veřejného dluhu a zadlužování České republiky. V rámci teoretické části práce je popsáno, co je to veřejný dluh, jakým způsobem vzniká, jak je možné jej řešit, jaká je jeho struktura, jak na něj pohlíží vybrané ekonomické teorie a jakým způsobem je možné provádět jeho prognózu.

Praktická část práce se zaměřuje na analýzu veřejného dluhu České republiky, u které je pozorován vývoj jejího zadlužení od roku 1993 do konce roku 2016. Sledován je jak celý dluh, tak také jeho vnitřní členění z různých hledisek (struktura podle věřitelů, dluhových instrumentů a doby jejich splatnosti, úrovně vládního sektoru, která dluh vytvořila apod.). Zvláštní pozornost je pak věnována především státnímu dluhu. Dále se práce zabývá komparací s vybranými státy a konečně nástínem možného budoucího vývoje veřejného dluhu České republiky.

Z výsledků analýzy je pak vyvozeno závěrečné zhodnocení, které se především snaží zodpovědět otázku, zda je současná výše veřejného dluhu České republiky na přípustné úrovni a jak se bude veřejný dluh vyvíjet do budoucna.

Klíčová slova: Veřejný dluh, Vládní dluh, Státní rozpočet, Struktura veřejného dluhu, Česká republika

Public debt of the Czech Republic

Abstract

This diploma thesis deals with issues of general government debt (public debt) and indebtedness of the Czech Republic. Within the theoretical part of the thesis the general government debt is described and defined, how it arises, how it can be solved, what its structure is, how the chosen economic theories look at it and how it is possible to forecast it.

The practical part focuses on the analysis of the public debt of the Czech Republic, which shows the development of its debt from 1993 until the end of 2016. The whole debt, as well as its internal division from various points of view (structure by holders, debt instruments and their maturity, the level of the government sector that created the debt, etc.) is monitored. Special attention is paid to state debt. The thesis also deals with the comparison of selected states and finally with an outline of possible future development of the public debt of the Czech Republic.

The results of the analysis are followed by a final evaluation, which seeks to answer the question whether the current level of the general government debt of the Czech Republic is at a permissible level and how the general government debt will develop in the future.

Keywords: General government debt, Central government debt, State budget, General government debt structure, Czech Republic

Obsah

1	Úvod	11
2	Cíl práce a metodika	14
2.1	Cíl práce.....	14
2.2	Metodika	14
3	Teoretická východiska	17
3.1	Veřejný dluh	17
3.1.1	Metodiky měření veřejného dluhu.....	18
3.1.2	Vykazování veřejného dluhu	19
3.1.3	Veřejné rozpočty	20
3.1.4	Fiskální (ne)disciplinovanost a rating	23
3.2	Struktura veřejného dluhu.....	28
3.3	Vznik veřejného dluhu.....	36
3.4	Možnosti řešení veřejného dluhu.....	40
3.5	Predikce vývoje veřejného zadlužení	44
3.6	Veřejný dluh pohledem nejdůležitějších ekonomických teorií.....	47
4	Vlastní práce	52
4.1	Veřejný dluh České republiky	52
4.1.1	Vývoj veřejného a státního dluhu České republiky.....	54
4.1.2	Struktura dluhu	63
4.1.2.1	Státní dluh.....	71
4.1.2.2	Ostatní složky veřejného dluhu	78
4.2	Komparace veřejného dluhu České republiky s vybranými státy.....	85
4.2.1	Analýza struktury veřejného dluhu vybraných států	92
4.2.1.1	Struktura dle úrovně vládních institucí.....	92
4.2.1.2	Struktura podle držitelů dluhu	94
4.2.1.3	Struktura podle dluhových instrumentů a doby splatnosti	97
4.2.2	Vyhodnocení.....	100
4.3	Predikce a prognóza vývoje veřejného zadlužení České republiky.....	102
5	Výsledky a diskuse	111
6	Závěr	114
7	Seznam použitých zdrojů	118

Seznam tabulek

Tabulka 1: Vývoj veřejného dluhu České republiky v relativním vyjádření v poměru k HDP.	57
Tabulka 2: Struktura veřejného dluhu České republiky podle instrumentů, absolutní hodnoty.	64
Tabulka 3: Struktura veřejného dluhu České republiky podle instrumentů se zohledněnou dobou splatnosti, podíly na celkovém dluhu.	65
Tabulka 4: Struktura veřejného dluhu České republiky podle věřitelů, změna v letech 2006 a 2016.	67
Tabulka 5: Členění veřejného dluhu dle denominace měny, změna v letech 2006 a 2016.	69
Tabulka 6: Členění veřejného dluhu České republiky dle zbytkové splatnosti, změna v letech 2006 a 2016.	70
Tabulka 7: Vývoj státního dluhu České republiky.	71
Tabulka 8: Čisté úrokové náklady na státní dluh České republiky.	74
Tabulka 9: Ratingové hodnocení České republiky.	75
Tabulka 10: Výnos koše státních dluhopisů České republiky dle průměrné zbytkové doby splatnosti.	76
Tabulka 11: Zadluženost krajů České republiky.	78
Tabulka 12: Absolutní výše dluhu jednotlivých krajů k roku 2015.	79
Tabulka 13: Zadluženost obcí České republiky.	81
Tabulka 14: Zadlužení fondů sociálního zabezpečení (S. 1314).	84
Tabulka 15: Veřejný dluh vybraných států v poměru k jejich HDP.	88
Tabulka 16: Členění veřejného dluhu vybraných států dle jednotlivých úrovní vládního sektoru.	93
Tabulka 17: Členění veřejného dluhu vybraných států dle jeho držitelů.	94
Tabulka 18: Členění veřejného dluhu vybraných států dle dluhových instrumentů.	97
Tabulka 19: Členění veřejného dluhu vybraných států dle doby splatnosti, absolutní i relativní vyjádření.	100
Tabulka 20: Prognózy vývoje HDP České republiky dle ČNB.	104
Tabulka 21: Hodnoty prognózy vývoje veřejného dluhu do konce roku 2018 dle výsledků ADL modelu a VAR modelu.	106

Seznam grafů

Graf 1: Vývoj veřejného dluhu České republiky v absolutním vyjádření.	56
Graf 2: Vývoj veřejného zadlužení vybraných států v poměru k jejich HDP.	89
Graf 3: Členění veřejného dluhu vybraných států dle jeho držitelů, srovnání let 2006 a 2016.	96
Graf 4: Členění veřejného dluhu vybraných států dle počáteční doby splatnosti instrumentů, srovnání let 2006 a 2016.	99

1 Úvod

Problematika veřejného dluhu se nachází na pomezí mezi ekonomickou vědou a politikou. Jakkoliv různé ekonomické teorie mohou předkládat optimální úroveň míry zadlužení státu a návody, jak s dluhem pracovat, jak jej řídit, a především kdy a jak jej umořit, praxe, která je ovlivněná do značné míry politickými okolnostmi, se od ekonomických teorií mnohdy zásadně liší. Jen málokterý stát se v současné době dokáže se svým dluhem efektivně vypořádávat do té míry, že by jeho poměr ve vztahu k HDP dosahoval jen nevýznamné výše. Jedním z negativních projevů demokratických principů, které jsou součástí politických scén většiny vyspělých států, je pro veřejný dluh nepříznivý volební cyklus politických reprezentantů. Ti totiž, ve snaze zajistit si přízeň svých voličů, před volbami neváhají realizovat z ekonomického hlediska iracionální výdaje, které jim však mnohdy pomohou získat potřebné hlasy, jak to ve své známé teorii popsal Anthony Downs.¹

Důležitost přízně obyvatelstva si uvědomovali již vládcí v období starověku. Konec konců, latinské přísloví „*panem et circenses*“ se týká právě toho a svým způsobem platí dodnes. Veřejný dluh je pak ještě starší nežli toto přísloví, které vzniklo nejspíše až v období římské říše. Pro historické období však platí dvě výrazné odlišnosti od veřejného dluhu, který známe z dnešní doby:

Za prvé veřejný dluh byl ve většině případů totožný s dluhem panovníka. Samozřejmě své parciální dluhy vytvářely také obce (v čele s královskými městy), případně další více či méně autonomní subjekty v zemi, ovšem přinejmenším až do doby osvětlení všechny tyto dílčí složky veřejného sektoru patřily panovníkovi, který měl nad nimi formálně, ale v mnoha případech též fakticky svrchovanou moc. Tuto skutečnost nejlépe vyjádřil ve svém známém výroku „*L'état c'est moi*“ („stát jsem já“) francouzský absolutistický král Ludvík XIV.²

Za druhé tento panovnický dluh vznikal velmi často na základě jiných impulsů, nežli je tomu v současnosti (přinejmenším v západních státech). Dnes jsou největší položkou veřejných rozpočtů transfery směřující k financování sociálních oblastí (například starobních důchodů), což je problematika, která byla většině států ještě donedávna cizí.

¹ Srov. DOWNS, A., *An Economic Theory of Democracy*. 1957.

² HANS-ADAM II., *Stát ve třetím tisíciletí*. 2011, s. 37.

Například v Německu začal sociální programy zavádět až Bismarck, a to v 19. století.³ Do té doby byly důvodem vzniku dluhu především válečné akce, v případě poražené země pak i platba válečných reparačí.⁴

V Českých zemích byly války takřka nedílnou součástí života až do druhé poloviny 19. století, ve které České země zažívaly netradičně dlouhé období míru, krutě ukončené první světovou válkou. Dvacáté století pak opět bylo obdobím válek (jeho první polovina) nebo příprav na potenciální válku (jeho druhá polovina). Až od roku 1989 proto hrály výdaje na armádu ve státním rozpočtu České republiky velmi významnou roli.

Není bez zajímavosti, že se ve všech dobách našli lidé, kteří dokázali válečného běsnění využít ke svému vlastnímu prospěchu. V českých dějinách nade všemi vyniká nejúspěšnější tuzemský válečný podnikatel Albrecht z Valdštejna. Z chudého šlechtice se díky svým mimořádným schopnostem vypracoval na jednoho z nejbohatších a nejmocnějších mužů říše, který také císaři půjčoval značné množství peněz. To byl pravděpodobně také jeden z důvodů, proč císař souhlasil s jeho zavražděním v Chebu roku 1634. Nejen, že se zbavil příliš mocného aristokrata, ale také byl smazán nemalý dluh, který císař vůči svému vojevůdci měl.⁵

Dnes je situace v mnoha ohledech odlišná. Sociální politika, kterou do evropské praxe vnesl Bismarck a kterou v teoretické rovině podrobně rozpracoval William Beveridge ve svých úvahách o sociálním státě,⁶ hraje ve vyspělých státech velmi výraznou úlohu a zásadní měrou se podílí na veřejných výdajích těchto států. Ukazuje se, že výdaje spojené s touto politikou si v ničem nezadají s výdaji, které dříve státy vynakládaly na budování armád a vedení válek. Avšak možnost „snadného“ zbavení se dluhů – jako tomu bylo v případě Valdštejna – dnes již neexistuje. Ve skutečnosti má řada států s výší svého veřejného dluhu značné problémy a politici, svázaní na jedné straně mandatorními výdaji a na straně druhé snahou nerozhněvat voliče, je většinou nedokáží efektivně řešit.

Veřejný dluh České republiky je v porovnání s ostatními vyspělými státy relativně malý. V nejbližší budoucnosti tak rozhodně nehrozí, že by mohl být zdrojem ekonomické nestability, jako se tomu stalo v nedávné době v Řecku. Na druhou stranu zadlužení České

³ HOLMAN, R., *Dějiny ekonomického myšlení*. 2005, s. 346.

⁴ ČERNOHORSKÝ, J., TEPLÝ, P., *Základy financí*. 2011, s. 292.

⁵ KOLLMANN, J., *Valdštejn a Evropská Politika: 1625-1630*. 2001, s. 210.

⁶ WALSH, M., STEPHENS, P., MOORE, S., *Social Policy and Welfare*. 2000, s. 45.

republiky od jejího vzniku v roce 1993 povážlivě narostlo, a pokud bude tento trend pokračovat i nadále, dříve či později se veřejný dluh stane zdrojem jejích hospodářských potíží. A právě otázkou, nakolik je tento problém aktuální, se zabývá předkládaná práce.

2 Cíl práce a metodika

2.1 Cíl práce

Hlavním cílem této diplomové práce je popsat vývoj veřejného dluhu České republiky od roku 1993 do současnosti (2017) a provést jeho analýzu z hlediska vnitřní struktury. Sledováno při tom bude členění dle úrovně vládního sektoru, dle věřitelů, dle dluhových instrumentů a dle doby splatnosti veřejného dluhu. Jak ukazuje srovnání Řecka a Japonska, vnitřní struktura veřejného dluhu – především pak jeho členění podle věřitelů rozdělených základně na rezidenty a nerezidenty dané země – hraje velmi zásadní roli v otázce dopadů zadlužení státu na jeho hospodářskou kondici.

Na základě těchto poznatků se pak práce snaží vyhodnotit, zda veřejný dluh v současné výši a struktuře může být potenciálním zdrojem makroekonomické nestability České republiky v brzké budoucnosti. K tomuto zhodnocení mají dopomoci i dva dílčí cíle, kterými je jednak komparace veřejného dluhu České republiky s vybranými státy (Německem, Portugalskem, Rakouskem, Slovenskem a Švédskem) a také prognóza a predikce možného vývoje zadlužení veřejného sektoru České republiky.

Komparace s vybranými státy, z nichž většina je v poměru k HDP zadluženější nežli Česká republika, může napovědět, jakým způsobem lze vyšší míru dluhu zvládat a které její aspekty jsou naopak velmi rizikové. Prognóza budoucího vývoje pak ukáže, jakým směrem se pravděpodobně bude veřejný dluh České republiky ubírat a jestli jeho snižování, které pozorujeme v poslední době (2017), je jevem trvalým nebo jen dočasným vychýlením z jinak růstového trendu.

Za cíl práce lze tedy zjednodušeně považovat hledání odpovědí na tři otázky, a sice: Co vyplývá z analýzy veřejného dluhu České republiky? Je úroveň jejího zadlužení příliš vysoká, nebo se pohybuje v přijatelných hodnotách? A jak se bude situace vyvíjet do budoucna?

2.2 Metodika

Tato diplomová práce se základně dělí na dvě části, přičemž první z nich se věnuje teoretickému vymezení problematiky veřejného dluhu, zatímco druhá převádí teoretické poznatky obsažené v předchozí části do praxe tím, že je aplikuje na konkrétní případ

veřejného dluhu České republiky, který je vyhodnocován od roku 1993 do konce roku 2016.

V teoretické části je v rámci první kapitoly definován samotný pojem „veřejný dluh“, přičemž je popsáno, jak se liší od mnohdy nesprávně užívaných pojmů „státní“ či „vládní“ dluh. Na tuto úvodní pasáž navazuje rámcové představení problematiky veřejných rozpočtů a následně jsou uvedeny základní metodiky, pomocí nichž se veřejný dluh vykazuje. Nastíněna je také problematika morální otázky mezigeneračního financování kapitálově náročných projektů, realizovaných prostřednictvím zvýšení veřejného dluhu. Konečně v závěru první kapitoly teoretické části je představena problematika ratingu států.

Následující kapitola se v teoretické rovině věnuje struktuře veřejného dluhu, který se, jak již bylo uvedeno, může členit podle celé řady kritérií, přičemž každé toto členění má svůj význam a svoji důležitost. Na veřejný dluh totiž nesmí být pohlíženo izolovaně, ale je zapotřebí jej vnímat nejen v souvislosti s ostatními makroekonomickými ukazateli, ale také s politickými či společenskými aspekty, které pak mohou hrát větší či menší roli právě ve vztahu ke struktuře veřejného dluhu, a tedy i k jeho potenciální rizikovosti.

Dále je podrobněji představena problematika vzniku veřejného zadlužení a změn jeho nominálních a reálných hodnot, tedy i možnosti umoření či splacení veřejného dluhu. Konečně poslední dvě kapitoly se zabývají možností prognózy a predikce vývoje veřejného dluhu a pohledem, které na veřejný dluh mají nejvýznamnější ekonomické teorie.

Praktická část práce se obrací, na rozdíl od obecně pojaté teorie, k veřejnému dluhu České republiky. V první řadě je popsán jeho vývoj od vzniku samostatné České republiky v roce 1993, přičemž tento popis je zasazen do politicko-ekonomického kontextu, bez něhož jej není možné dost dobře vysvětlit. Následně je rozebrána struktura veřejného dluhu České republiky, a to podle všech hledisek popsaných v teoretické části.

Jelikož se tato diplomová práce věnuje problematice veřejného dluhu, je jejím hlavním nástrojem analýza tohoto stavového ukazatele z hlediska struktury, přičemž zde připadá v úvahu celá řada možného rozčlenění: podle nástrojů zadlužení, měny, ve které je veřejný dluh denominován, podle držitelů, u nichž se hodnotí, zda jsou takzvanými „rezidenty“ České republiky či nikoliv a podle doby jeho splatnosti.

Následuje komparace veřejného dluhu České republiky s vybranými státy, přičemž toto srovnání se týká jak celkové výše dluhu, tak i jeho struktury. Analytická část práce je

zakočena kapitolou zabývající se predikcí a prognózou vývoje veřejného zadlužení. Za tímto účelem bylo použito několik prognostických metod (především ADL model a VAR model), které jsou popsány v teoretické části této práce.

3 Teoretická východiska

3.1 Veřejný dluh

Možných definic veřejného dluhu existuje více, jejich rozdílnost je však dána jen odlišnou formulací. Všechny se totiž shodnou na tom, že *veřejný dluh představuje souhrn všech závazků veřejných rozpočtů a institucí spadajících do veřejného sektoru vůči ostatním subjektům*.⁷ Co přesně se ale za touto poněkud strohou, i když zcela vyčerpávající definicí skrývá? Existuje rozšířená představa, že veřejný dluh (*general government debt*) je totožný s dluhem státní, potažmo s dluhem vládním (*central government debt*).⁸ Již z výše uvedené definice je však zřejmé, že tomu tak není; státní (vládní) dluh totiž sice zpravidla tvoří zdaleka nejvýznamnější část dluhu veřejného, avšak skládačka, kterou nazýváme *veřejným dluhem*, ke své celistvosti potřebuje i další (byť většinou podstatně menší) dílky. Obecně lze říci, že je tvořena dluhem centrální vlády (který je označován za státní či vládní dluh), dluhem místní správy a samosprávy (v rámci České republiky obcí a krajů) a dluhem takzvaných *parafiskálních fondů* (k nimž se řadí například fondy sociálního zabezpečení).⁹ Je to tedy zadlužení všech dílčích prvků, které dohromady utvářejí *soustavu veřejných financí*.¹⁰

Stejně tak se nelze spokojit ani s tvrzením, že veřejný dluh je jen kumulací minulých deficitů veřejných rozpočtů, jak to uvádějí některé publikace.¹¹ A to hned ze dvou důvodů: Za prvé deficit veřejného rozpočtu sám o sobě nemusí mít nutně vliv na růst veřejného dluhu, jelikož může být částečně či úplně kryt z takzvaných mimorozpočtových výnosů, nebo může být jednoduše monetizován.¹² Za druhé může dojít k situaci, kdy veřejný sektor

⁷ ČERNOHORSKÝ, J., TEPLÝ, P., *Základy financí*. 2011, s. 291. K této definici lze přistoupit i z druhé strany a veřejný dluh vymežit jako „souhrn pohledávek ostatních ekonomických subjektů vůči státu“, viz DVOŘÁK, P., *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 2008, s. 82.

⁸ Taktéž pojmy „vládní dluh“ a „státní dluh“ jsou v praxi používány jako synonyma, která označují dluh centrální vlády. Je zřejmé, že jednotlivé politické reprezentace se často střídají, ovšem vládní dluh zůstává, proto se v tomto případě jeví jako vhodnější pojem „státní dluh“. Srov. DVOŘÁK, P., *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 2008, s. 79.

⁹ Ibidem, s. 80.

¹⁰ Ibidem, s. 79.

¹¹ Srov. např. JUREČKA, V. a kol., *Makroekonomie*. 2010, s. 210.

¹² Monetizací dluhu se rozumí jeho převod na peníze, tedy, že dluh od (nebankovního) investora na sekundárním trhu nakoupí obchodní banky, případně centrální banka. Tím rovněž dojde ke zvýšení peněžní zásoby. Srov. JÍLEK, J., *Finance v globální ekonomice I: Peníze a platební styk*. 2013, s. 122.

(tedy stát) převezme závazky za jiné subjekty.¹³ Převzetí závazků ostatních subjektů státem má zcela jednoznačně negativní vliv na nárůst veřejného dluhu, ačkoliv zároveň platí, že tento nárůst nelze klást za vinu deficitu veřejných rozpočtů. Konečně, pokud se zaměříme na reálnou hodnotu veřejného dluhu, je zřejmé, že významný vliv na ní má nejen fiskální politika státu, ale i monetární politika, jejímž vykonavatelem je centrální banka; inflace či deflace totiž zásadně ovlivňuje reálnou hodnotu dluhu (u státu tak v tomto ohledu platí stejná pravidla, jako je tomu u soukromých dlužníků).¹⁴

3.1.1 Metodiky měření veřejného dluhu

Na mezinárodní úrovni neexistuje jednoznačná směrnice akceptovaná všemi státy světa, která by určovala přesnou metodiku pro výpočet veřejného zadlužení jednotlivých států, a tak mezistátní srovnávání v tomto ohledu poněkud pokulhává. Pro země Evropské unie platí, že své veřejné zadlužení počítají prostřednictvím metodiky Eurostatu ESA 2010, za jejíž dodržování je v rámci České republiky zodpovědný Český statistický úřad.¹⁵ Metodika ESA 2010 nahradila v rámci zemí EU dosavadní metodiku ESA 95, jež vycházela z celosvětového standardu SNA 1993.¹⁶

Pomocí takto vykazovaného veřejného dluhu může docházet k relevantnímu srovnávání alespoň mezi státy EU. Dlužno dodat, že Česká republika se metodiky Eurostatu přidržovala již před svým vstupem do unie roku 2004, ovšem zároveň platí, že historicky se z českého a československého veřejného dluhu daly relativně značné částky „ulít“. Například Česká exportní banka, založená roku 1995, se na veřejném dluhu původně vůbec nepodílela a její závazky se do veřejného dluhu dostaly až s přijetím principů ESA 95. Přitom její obchodní činnosti jsou z velké části financovány z cizích zdrojů (banka má závazky především z emitovaných dluhopisů) a celkové závazky České exportní banky klesly ke konci roku 2016 na 74,34 miliard Kč z 83,75 miliard, které banka dlužila rok předtím.¹⁷

¹³ OCHRANA, F., PAVEL, J., VÍTEK, L., *Veřejný sektor a veřejné finance*. 2010, s. 144.

¹⁴ *Ibidem*.

¹⁵ MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, *Metodiky vykazování vládního deficitu a dluhu*, 2013 [online]. [cit. 7. 10. 2017].

¹⁶ ČSÚ, *ESA 2010, Mimořádná revize národních účtů*, 2014 [online]. [cit. 7. 10. 2017].

¹⁷ ČEB, *Výroční zpráva 2016*, 2016 [online]. (PDF). [cit. 19. 9. 2017].

Vedle metodiky Eurostatu ESA 2010, založené na aktuálním principu (kromě příjmů a výdajů za dané období sleduje i pohledávky a závazky, které v tomto období vznikly), se v České republice měří dluh pomocí metodiky Mezinárodního měnového fondu (aktuálně GFS 2001), jež je postavena na bázi peněžních toků (řadí veškeré příjmové a výdajové operace do období, v němž jsou realizovány) a její sledování je v gesci ministerstva financí.¹⁸

Obě metodiky mají oproti sobě navzájem řadu výhod a nevýhod. Je zřejmé, že metodika GFS, která je ze své podstaty výrazně méně náročná na zdrojová data, je schopná vykazovat údaje brzy po skončení sledovaného období, takže je vhodná například pro sestavování návrhu státního rozpočtu. Na druhou stranu, jelikož obsahuje jen příjmy a výdaje, je daleko méně přesná a informace o hospodaření veřejného sektoru, které podává, jsou do určité míry (někdy i významně) zkreslené. Naopak metodika ESA (jejíž výsledky byly využity i pro potřeby této práce) je relativně velmi přesná a komplexní, na druhou stranu je však velmi náročná na zdrojová data, jejich sběr a zpracování, takže výsledky poskytuje relativně pozdě.¹⁹

3.1.2 Vykazování veřejného dluhu

Veřejný dluh jako takový je ve většině případů vykazován v podobě *hrubého* veřejného dluhu, což znamená, že nezohledňuje velikost pohledávek, které má veřejný sektor u ostatních subjektů. Existují dva hlavní důvody, proč tomu tak je. Předně výběr aktiv a jejich oceňování je u jednotlivých států rozdílný, a tak by vykazování *čistého* veřejného dluhu tvořilo další překážku a zdroj nepřesností při mezinárodním srovnávání. Z praktického hlediska se pak jeví jako problematická skutečnost, že zdaleka ne všechny pohledávky veřejného sektoru jsou reálně vymahatelné.²⁰ Například v rámci České republiky jsou státní pohledávky do značné míry zanedbatelné, zatímco v Japonsku, nejzadluženějším státě světa (podle hrubého dluhu), je rozdíl mezi hrubým a čistým dluhem velmi výrazný.²¹

¹⁸ Srov. např. DVOŘÁK, P., *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 2008, s. 52–53.

¹⁹ *Ibidem*, s. 84.

²⁰ OCHRANA, F., PAVEL, J., VÍTEK, L., *Veřejný sektor a veřejné finance*. 2010, s. 144.

²¹ DVOŘÁK, P., *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 2008, s. 85.

Hrubý veřejný dluh se pak nejčastěji vyazuje pomocí takzvaného *ukazatele dluhové kvóty*, který se vypočítá jako podíl veřejného dluhu na HDP.²² Je zřejmé, že na veřejný dluh je pohlíženo jako na stavovou veličinu, to znamená, že se jedná o údaj vykazující určitou hodnotu k jedinému konkrétnímu okamžiku. Naopak deficit veřejných rozpočtů, na který lze pohlížet jako na hlavního tvůrce veřejného dluhu, je veličinou tokovou, protože má jednoznačný časový rozměr (vyazuje se nejčastěji za kvartál či za rok) a na rozdíl od veřejného dluhu má smysl sčítat veřejné deficity za jednotlivá období, protože právě takto nakumulované deficity tvoří podstatnou část veřejného dluhu.

V praxi může nastat situace, kdy se naakumulované deficity z minulých období stanou zdrojem deficitů současných a co hůře, i budoucích, přičemž v takovém případě se stát může dostat do takzvané *dluhové pasti*, což je stav, ve kterém přestává být schopný bez pomoci zvenčí splácet jistinu a úroky z přijatých půjček. Obecně se splácení jistiny a úroku říká *dluhová služba* a je přirozené, že se jedná o zátěž pro běžný rozpočet veřejného sektoru, přičemž o tom, jak velkou zátěž reálně tvoří, rozhoduje jednak samotná výše jistiny, ale také výše úroků, na které si veřejný sektor jistinu vypůjčil.²³

3.1.3 Veřejné rozpočty

Ačkoliv se tato práce věnuje veřejnému dluhu, a nikoliv veřejným rozpočtům obecně, což je téma příbuzné, ne však totožné, není možné se o veřejných rozpočtech alespoň rámcově nezmínit. Jejich stručný popis je vzhledem k tématu práce vztažen na podmínky České republiky, takže v jiných státech (a to včetně států EU) se mohou uvedené informace více či méně lišit.

Veřejné rozpočty obecně slouží k financování veřejných statků a jsou organizovány do takzvaných rozpočtových soustav. V České republice se k nim řadí evropský rozpočet, státní rozpočet, rozpočet organizačních složek a příspěvkových organizací státu a samospráv, státní finanční účelové fondy, státní pojistné fondy a rozpočty krajských a obecních úřadů.²⁴

²² OCHRANA, F., PAVEL, J., VÍTEK, L., *Veřejný sektor a veřejné finance*. 2010, s. 144.

²³ JUREČKA, V. a kol., *Makroekonomie*. 2010, s. 210.

²⁴ MINISTERSTVO FINANČÍ ČESKÉ REPUBLIKY, *Státní rozpočet v kostce 2017, 2017* [online]. (PDF). [cit. 3. 3. 2018].

Nejvýznamnější postavení v rámci této struktury má v podmínkách České republiky státní rozpočet, který v sobě soustřeďuje výraznou většinu veškerých příjmů veřejných rozpočtů. Z tohoto pohledu je zřejmá značná centralizace, která se pochopitelně projevuje i na skutečnosti, že státní dluh tvoří zdaleka nejvýznamnější část veřejného zadlužení České republiky.

Z ekonomického hlediska plní státní rozpočet čtyři základní funkce, a sice funkci alokační, prostřednictvím níž financuje veřejné statky sloužící občanům, redistribuční, která má za cíl zmírnit pomoci transferů a dotací ekonomické nerovnosti mezi obyvatelstvem, stabilizační, jejíž účelem je korigovat vývoj ekonomiky tak, aby nedocházelo k výrazným výkyvům a regulační, která umožňuje vládě regulovat v rámci ekonomiky vybrané ceny.²⁵

Náležitosti státního rozpočtu jsou v České republice upraveny zákonem č. 218/2000 Sb., který mimo jiné popisuje samotný proces jeho tvorby. V této souvislosti hovoříme o takzvaném (každoročně se opakujícím) rozpočtovém cyklu, který začíná přibližně v dubnu roku předcházejícího platnosti rozpočtu. Nejprve je zapotřebí rozpočet připravit a jeho vypracováním je pověřeno ministerstvo financí. To má za úkol stanovit ve spolupráci se správci jednotlivých kapitol (viz níže) státního rozpočtu příjmy a výdaje jednotlivých kapitol. Finální návrh obdrží vláda, která jej po schválení do 30. září předloží Poslanecké sněmovně, kde je státní rozpočet každoročně přijímán ve formě zákona. Celá fáze přípravy trvá do konce srpna roku předcházejícího platnosti rozpočtu. Následně je v Poslanecké sněmovně státní rozpočet od září do prosince schvalován během tří čtení. Pokud je zákon o státním rozpočtu schválen a podepíše jej prezident, pak v termínu od začátku ledna do konce prosince příslušného roku dochází k realizaci schváleného rozpočtu a konečně v roce následujícím (do dubna) probíhá jeho zpětná kontrola a hodnocení.²⁶

Jestliže se rozpočet nepodaří schválit, přistupuje se k takzvanému rozpočtovému provizoriu, během něhož na každý měsíc chodu státu připadají prostředky v maximální

²⁵ ČERNOHORSKÝ, J., TEPLÝ, P., *Základy financí*. 2011, s. 283.

²⁶ MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, *Státní rozpočet v kostce 2017, 2017* [online]. (PDF). [cit. 3. 3. 2018].

výši jedné dvanáctiny celkových výdajů stanovených státním rozpočtem platným v předchozím roce, a to až do doby, než je schválen rozpočet pro aktuální rok.²⁷

Rozpočtovou skladbu (tedy třídění příjmů a výdajů státního rozpočtu) lze sledovat z několika různých hledisek (např. odpovědnostního, druhového, odvětvového a konsolidačního). Patrně nejznámější z nich je hledisko odpovědnostní, které vyjadřuje, kdo je takzvaným „správcem kapitoly“, tedy kdo je zodpovědný za danou oblast příjmů a výdajů státního rozpočtu. Rozpočet se vnitřně člení do několika kapitol, z nichž každá má svého vlastního správce. Například správcem kapitoly 301 je *Kancelář prezidenta republiky*, správcem kapitoly 308 *Národní bezpečnostní úřad* a správcem kapitoly 312 *Ministerstvo financí České republiky*.²⁸

Rovněž tak příjmy a výdaje státního rozpočtu lze členit hned z několika pohledů. Z hlediska návratnosti příjmů státního rozpočtu (kritériem je, zda stát bude muset tyto příjmy v budoucnu vracet či nikoliv) rozlišujeme příjmy nenávratné (které se dále dělí na příjmy daňové a nedaňové) a příjmy návratné (k nimž patří emise dluhových cenných papírů a přijaté úvěry).

Do daňových příjmů patří příjmy z daní, poplatků (například soudních) a také pojistné na sociální zabezpečení. Do roku 2012 k nim patřil i národní podíl na clech, který však je od 1. ledna 2012 považován za nedaňový příjem. Daňové příjmy dlouhodobě tvoří výrazně největší část příjmů státního rozpočtu. Naopak k nedaňovým příjmům patří mimo jiné odvody od státních podniků, úroky a výnosy ze státního majetku, emisní výnosy ze státních dluhopisů a podobně. Význam těchto příjmů je však nepoměrně nižší.

Z hlediska výdajů jsou dlouhodobě nejvýznamnější výdaje na sociální věci a politiku zaměstnanosti. Významné jsou též výdaje na státní správu, armádu, policii, justici atd. Z hlediska závaznosti členíme výdaje na mandatorní, které stát musí ze zákona každoročně vynaložit (například v podobě výplaty starobních důchodů či sociálních dávek) a výdaje fakultativní, které stát nutně vynakládat nemusí, a proto představují oblast, ve které může dojít k potenciálním úsporám.

²⁷ MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, *Státní rozpočet v kostce 2017*, 2017 [online]. (PDF). [cit. 3. 3. 2018].

²⁸ Srov. např. MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, *Vládní návrh zákona o státním rozpočtu České republiky na rok 2018*, 2017 [online]. (PDF). [cit. 3. 3. 2018].

Pokud jsou příjmy státního rozpočtu vyšší nežli jeho výdaje, hovoříme o rozpočtu přebytkovém. V opačném případě pak o rozpočtu schodkovém (či deficitním) a konečně jsou-li příjmy i výdaje stejné, pak se jedná o rozpočet vyrovnaný. Totéž platí o všeobecně o veřejných rozpočtech a jsou to právě jejich deficity, kdo ve většině případů zavíní nárůst veřejného dluhu. Pokud veřejný sektor dopustí, aby jeho rozpočty dlouhodobě vykazovaly výrazné schodky, lze hovořit o jeho fiskální nedisciplinovanosti, která se pak nutně projeví i na ratingu daného státu.

3.1.4 Fiskální (ne)disciplinovanost a rating

Výše veřejného dluhu i rozpočtové schodky vládního sektoru, obojí v poměru k HDP a dle metodiky Eurostatu, jsou rovněž klíčové faktory pro plnění takzvaných fiskálních maastrichtských kritérií (zvaných též kritéria konvergence), které musí vykazovat státy chtějící přijmout euro za svou měnu. Konkrétně se jedná o kritérium schodku vládního sektoru k HDP v tržních cenách, přičemž tento schodek nesmí překročit výši 3 % HDP, a o kritérium hrubého veřejného dluhu v nominální hodnotě, vztaženého opět k HDP v tržních cenách, který nesmí překročit hranici 60 % HDP.²⁹

Tyto kritéria poměrně benevolentně upozorňují na skutečnost, že deficit státního rozpočtu (a veřejných rozpočtů obecně) lze vždy považovat nejen pouze za negativní ekonomický jev, ale především za porušení fiskální disciplíny ze strany těch, jejichž rozhodnutí vznik deficitu přímo či nepřímo zavíní.³⁰

Samotná fiskální nedisciplinovanost však nemusí být nutně totožná s nedisciplinovaností morální, a tudíž společensky odsouzeníhodná. V tomto ohledu je totiž zapotřebí vzít v úvahu okolnosti, které ke vzniku deficitu vedly. Pokud celou problematiku poněkud zjednodušíme, pak lze tvrdit, že ke vzniku deficitu může dojít trojím způsobem, z nichž každý je ze společenského (či spíše z lidského) hlediska jinak přípustný.

Situace, kdy veřejný dluh vzniká kvůli tomu, že stát žije nad poměry, na které vzhledem ke své ekonomické situaci může dosáhnout, je ze všech úhlů pohledu špatná a nelze ji hodnotit jinak než negativně. Analogií k tomuto stavu může být člověk mající

²⁹ OCHRANA, F., PAVEL, J., VÍTEK, L., *Veřejný sektor a veřejné finance*. 2010, s. 145.

³⁰ JUREČKA, V. a kol., *Makroekonomie*. 2010, s. 210.

zálibu v luxusním životním stylu, který však financuje prostřednictvím úvěrů. Je zřejmé, že zpočátku pro něj nebude obtížné sehnat relativně levné půjčky, které bude schopný splácet ze své mzdy. Pokud však bude v tomto životním stylu pokračovat, půjček bude přibývat a s tím bude růst i nedůvěra finančních institucí vůči takovému člověku, takže mu záhy půjčí jen pochybní spekulanti, a to zpravidla na velmi vysoký úrok. V takovém případě pak člověk většinou není schopen svým závazkům dostát, bude nucen rozprodat svůj majetek, a nakonec vyhlásit osobní bankrot.

Podobného člověka máme většinou ve zvyku litovat, anebo zpochybňovat jeho duševní schopnosti. Úplně stejná situace však může potkat i celý stát a je smutnou skutečností, že tato možnost není jen hypotetická, ale reálně k ní čas od času dochází. Nejhorším případem země, která nebyla schopna splácet své dluhy, se stala Argentina roku 2002.³¹ Pozoruhodné je, že se jednalo o její třetí bankrot od roku 1982. Soudobému českému čtenáři jistě bližším příkladem může být řecká dluhová krize, která naplno propukla roku 2009. Ačkoliv Řecko do této chvíle (2017) bankrot vyhlásit nemuselo (což se mu daří jen díky mimořádné vnější pomoci), jeho hrozba doposud nebyla zažehnána. Přitom platí, že řecká krize byla vyvolána do značné míry právě výrazným „žitím nad poměry“.³²

Ačkoliv je tento stav jednoznačně negativní a hrozí následky, které popisují dva předchozí příklady, přesto se nešvar vzniku deficitu veřejných rozpočtů, zaviněného „žitím nad poměry“, vyskytuje u většiny soudobých vyspělých států. Drtivá většina z nich se však nachází v situaci, ve které je schopna nejen své závazky splácet, ale do značné míry je i kontrolovat, takže riziko, že budou následovat řecký scénář, většině z nich akutně nehrozí. Přesto se jedná o nešvar, který v případě neočekávané změny ekonomické situace – kterou Nassim Nicholas Taleb ve své slavné knize označil jako „černou labuť“³³ – může mít dalekosáhlé následky, jak se ukázalo například na Islandu v roce 2008.³⁴ Konec konců, ještě v roce 2015 reálně balancovaly nad propastí krize i některé další jihoevropské státy

³¹ SLOMAN, J., WRIDE, A., *Economics*. 2009, s. 785.

³² Pro podrobnou analýzu příčin řeckých hospodářských potíží viz SIANI-DAVIES, P., *Crisis in Greece*. 2017.

³³ Srov. TALEB, N. N., *Černá labuť: Následky vysoce nepravděpodobných událostí*. 2011.

³⁴ Pro popis islandské finanční krize viz INGIMUNDARSON, V., URFALINO, P., ERLINGSDÓTTIR, I., *Iceland's Financial Crisis: The Politics of Blame, Protest, and Reconstruction*. 2016.

(například Itálie či Španělsko), které se i přes velkou snahu řady mezinárodních finančních institucí hrozby krize stále ještě definitivně nezbavily.

Komplikovanější situace nastává, když vznik deficitu veřejných rozpočtů zavíní financování projektu, z něhož bude stát v budoucnosti těžit a který bude mít pozitivní dopad i na budoucí generace. I k tomuto případu existuje analogie v běžném životě, ve kterém si můžeme vzít hypotéku na koupi či výstavbu domu. Rozhodování o podobných investicích na úrovni veřejného sektoru je ze společenského hlediska nejednoznačné. Pokud se stát rozhodne pomocí deficitního rozpočtu přistoupit například k výstavbě dálnice, rozhodně nelze tento krok jednoduše odsoudit jako „žít nad poměry“. Vždyť smysluplné rozšiřování dopravní infrastruktury má nesporně řadu pozitivních efektů, takže by v podobném případě měla být brána v úvahu nejen ekonomická a politická hlediska, ale rovněž aspekty z ostatních oblastí: vyhodnocovat by se měly například aspekty psychologické, ekologické, biologické a podobně.³⁵

Pokud se přidržíme zvoleného příkladu, tak výstavba dálnice je záležitostí velice nákladnou. Každý nově postavený kilometr vyšel v roce 2013 v podmínkách České republiky na 416 milionů Kč.³⁶ Jestliže tuto investici hodnotíme z ekonomického hlediska, tak z krátkodobého pohledu nikdy nemůže být označena za výhodnou. V horizontu desítek let se však situace začne měnit, byť je pravdou, že náklady na stavbu dálnic jsou v českých podmínkách enormně vysoké, a to i ve srovnání se západní Evropou (například v Německu jsou průměrné náklady na kilometr dálnice o 27 % nižší než v ČR).³⁷ Na jedné straně jsou s provozem a údržbou dálnice spojeny určité náklady, na straně druhé se za její využití platí mýtné, ale hlavně její smysluplné zařazení do infrastruktury má jednoznačně pozitivní vliv pro všechny firmy a instituce, které pro svou činnost potřebují využívat přepravu, nemluvě o benefitech, které dálnice přináší veřejnosti. Z tohoto pohledu je ekonomické hledisko nejednoznačné a výsledek záleží především na smysluplnosti nového úseku dálnice v rámci infrastrukturní sítě. Z pohledu politického platí, že takřka každá nová výstavba dálnice přináší staviteli výrazné politické body, byť se může setkat s kritikou související převážně právě s ekonomickými aspekty.

³⁵ JUREČKA, V. a kol., *Makroekonomie*. 2010, s. 211.

³⁶ HOSPODÁŘSKÉ NOVINY, NKÚ: *České dálnice jsou předražené. Kilometr stojí 416 milionů, mohl by být o pětinu levnější*, 2013 [online]. [cit. 20. 9. 2017].

³⁷ *Ibidem*.

Tímto se dostáváme k otázce mezigeneračního financování jednotlivých projektů, které realizuje veřejný sektor. Pokud jsou tyto projekty financovány prostřednictvím deficitů veřejných rozpočtů, lze na tento krok pohlížet (pokud se budeme držet ekonomického hlediska) ze dvou různých úhlů pohledu. Ekonomové vycházející z oblasti neoklasické školy s tímto přístupem ve většině případů nebudou souhlasit, jelikož takovéto deficity jsou závazkem, který budou muset ze svých daní splácet budoucí generace. Ty jsou tak ochuzeny o možnost volby. Na druhou stranu neokeynesiánci se budou více zaměřovat na posouzení výhod, které z projektů budoucím generacím vyllynou (ať již se jedná o výhody přímé či nepřímé).³⁸

Každopádně je zapotřebí si uvědomit, že deficit veřejných rozpočtů ve většině případů bude mít za následek nárůst veřejného dluhu země, čímž nejenže spotřebováváme peníze budoucích generací, ale podle slavného „Steinova zákona“ (pojmenovaného po brilantním americkém ekonomovi Herbertu Steinovi) platí, že pokud něco nemůže pokračovat navždy, zastaví se to. Stejně tak tomu bude i s nárůstem veřejného dluhu v poměru k HDP státu. Pokud bude tento poměr neustále narůstat, dosáhne vrcholu, ve kterém bude tento růst ukončen.³⁹ Problém je, že toto ukončení bývá obvykle neočekávané a velmi bolestivé a nic na tom nezmění ani skutečnost, pokud přílišný dluh vznikl vinou společensky reálně prospěšných investic. Jak se říká, „cesta do pekel je dlážděna dobrými úmysly“.

Poslední z možností vzniku deficitu, která je společensky ospravedlnitelná téměř vždy, je krytí mimořádných výdajů spojených s nepředvídatelnou událostí či se situací, jíž nebylo možné nijak předejít. Pokud se budeme chtít i v tomto případě přidršet analogie v běžném životě, může to odpovídat situaci, kdy rodině vyhoří dům, přičemž peníze vyplacené z pojistky ani rodinné úspory nestačí na jeho rekonstrukci. V takovém případě se rodina pravděpodobně bude muset zadlužit, aby mohla nadále fungovat a žít v důstojných podmínkách.

Všechny výše uvedené případy mají jedno společné, a sice, že stát, který si půjčuje (ať už z jakéhokoliv důvodu), to nedělá zadarmo, ale za každou půjčku musí platit úroky. O tom, jak vysoké budou tyto úroky, rozhoduje mnoho faktorů, jejichž seskupení utváří

³⁸ ROMER, D., *Advanced Macroeconomics*. 2012, s. 630.

³⁹ *Ibidem*.

takzvaný *rating*, jehož příslušný stát dosáhne. Rating lze chápat ve dvou pojetích; buďto jako „úroveň rizika realizace ekonomických aktivit“ v daném státě (*country risk rating*),⁴⁰ nebo, což je pro naše potřeby důležitější, jako „schopnost zemí splácet své závazky“ (*sovereign credit rating*).⁴¹ Rating státům udělují specializované agentury, přičemž je pochopitelné, že různé agentury mají v očích věřitelů rozdílnou vážnost. Na pomyslné špici důvěryhodnosti stojí takzvaná *Velká trojka* (*Big Three*), která je tvořena agenturami Moody's, Standard & Poor's a Fitch Ratings.⁴²

Všechny agentury mají určité stupnice, jimiž vyjadřují bonitu zkoumaného subjektu. Při svých analýzách přitom vycházejí jak z hledisek kvantitativních (na státní úrovni se jedná v podstatě o analýzu makroekonomických ukazatelů státu, přičemž se agentury rovněž snaží predikovat jejich budoucí vývoj), tak z hledisek kvalitativních (v tomto ohledu se hodnotí například politická situace v zemi a podobně).⁴³

Stupnice agentury Moody's nabízí celkem 21 možných úrovní, přičemž nejlepší rating je vyjádřen hodnocením *Aaa*, zatímco hodnocení *C* značí země, u nichž případná investice takřka s jistotou skončí nezdarem. Zbylé dvě agentury z *Velké trojky* mají na své hodnotící škále celkem 24 úrovní, přičemž nejvyšší má u obou shodně označení *AAA*, zatímco pro vyjádření nejnižší úrovně obě používají písmeno *D*.⁴⁴

Nejvyššího ratingu dosahují státy, které se mohou chlubit zdravou a mimořádně výkonnou ekonomikou, vnitřní stabilitou a potenciálem pro prosperitu do budoucna. Všechny tři agentury tak ke konci června 2017 ohodnotily nejvyšším ratingem, tedy *Aaa*, respektive *AAA* státy jako Německo, Norsko, Kanadu či Švýcarsko. Rovněž tak agentury věřily i Singapuru či Austrálii, naopak shoda nepanovala okolo Spojených států amerických, které sice agentury Moody's a Fitch Ratings zařadily do elitní skupiny států s nejvyšším hodnocením, ale agentura Standard & Poor's je postavila o stupínek níž s hodnocením *AA+*.⁴⁵ Naopak nejhůře si z relativně vyspělých evropských zemí vedlo Řecko a Ukrajina. Agentura Standard & Poor's je shodně zařadila do skupiny *B-* (spolu

⁴⁰ KADEŘÁBKOVÁ, A., *Základy makroekonomické analýzy: růst, konkurenceschopnost, rovnováha*. 2003, s. 76.

⁴¹ *Ibidem*, s. 75.

⁴² *Ibidem*, s. 76.

⁴³ Srov. *ibidem*, s. 77–78.

⁴⁴ ČNB, *Rating agencies*, 2017 [online]. [cit. 18. 9. 2017].

⁴⁵ *Ibidem*.

s Běloruskem a Egyptem) a Moody's jim přiřkl jako jediným dvěma státům hodnocení *Caa*. Agentura Fitch Ratings neohodnotila situaci obou států stejnou úrovní, ale Ukrajině udělila nepříliš lichotivé hodnocení *B-*, zatímco Řecko hodnotila se známkou *CCC* ještě o dvě úrovně níže.⁴⁶

Je zjevné, že úroveň veřejného zadlužení má na přidělený rating, a tedy i na cenu, za kterou si státy půjčují, velký vliv (příčemž platí nepřímá úměra: čím nižšího hodnocení státy v rámci ratingu dosáhnou, tím jsou z hlediska věřitelů rizikovější, a půjčky jsou pro ně dražší). Jak je ale možné, že například Japonsko dosahuje v rámci ratingu zpravidla dobrých výsledků (koncem června 2017 stejných či jen o stupeň horších než například Česká republika), ačkoliv poměr jeho veřejný dluh k HDP dosahoval dle statistik OECD v roce 2015 závratných 234 %, zatímco Řecko, jehož dluh ve stejném období dosahoval výše „pouze“ 183 % HDP, je hodnoceno o tolik hůře?⁴⁷ Je sice nesporné, že japonská pracovitost dosahuje mezinárodního věhlasu, ale opravdu to stačí na to, aby agentury ignorovaly jeho enormní zadlužení? Situace je ve skutečnosti složitější, nicméně hlavní důvod, proč japonský dluh „tolik nevádí“, zatímco ten řecký je považován za neúnosný, spočívá ve struktuře veřejného dluhu obou států, což je problematika, kterou se snaží osvětlit následující kapitola.

3.2 Struktura veřejného dluhu

V předchozí kapitole bylo řečeno, že veřejný dluh je určitá stavová veličina, která vzniká součinností mnoha faktorů, z nichž nejvýznamnější je suma naakumulovaných deficitů veřejných financí. Při celkovém pohledu se tedy jedná o určitou hodnotu, vznikající agregací mnoha parciálních dluhů, které se navzájem liší nejen podle toho, jaká složka veřejného sektoru je vytvořila, ale také tím, jakým konkrétním způsobem k zadlužení došlo. To především znamená: kdo je věřitelem veřejného sektoru (respektive, zda se jedná o věřitele tuzemského či zahraničního), v jaké měně je dluh denominován a také jaká je doba splatnosti konkrétního parciálního dluhu.⁴⁸

⁴⁶ ČNB, *Rating agencies*, 2017 [online]. [cit. 18. 9. 2017].

⁴⁷ OECD, *General government debt*, 2017 [online]. [cit. 23. 9. 2017].

⁴⁸ DVOŘÁK, P., *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 2008, s. 104–105.

Nabízí se rovněž členění podle hlediska, které zohledňuje, pomocí jakého instrumentu došlo k faktickému přijetí půjčky a zřetel je možné brát i na úroveň obchodovatelnosti dluhu (tedy jak velký podíl veřejného dluhu je obchodovatelný na finančních trzích – hovoříme o takzvané sekuritizaci dluhu).⁴⁹

Jednotlivá hlediska budou nyní v teoretické rovině blíže představena. Struktura dluhu podle jeho činitele je odvislá od politického systému, který v tom daném státě funguje. Jestliže se jedná o stát se silnou centrální vládou (kterých je v rámci EU většina), ve kterém je hospodářská i politická moc jednotlivých lokálních samospráv do značné míry omezená, je zřejmé, že majoritní část veřejného dluhu bude tvořena právě dluhem státním. Dluh lokálních vlád a samosprávných celků je ve většině unijních států relativně velice nízký. Výjimku tvoří státy, v nichž mají lokální vlády rozsáhlejší hospodářsko-politické pravomoci, jako je tomu například ve Spolkové republice Německo, kde dluh centrální vlády tvořil v roce 2016 jen něco přes 63 % celkového veřejného dluhu.⁵⁰ Dluh jiných složek veřejného sektoru, než jsou centrální a lokální vlády či dluhy místních samosprávných celků, je ve většině států EU takřka zanedbatelný a pohybuje se v řádu jednotek procent.⁵¹

Pohled na o poznání pestřejší škálu různých stavů se pozorovateli naskytne, pokud se rozhodne hodnotit strukturu veřejného dluhu unijních států z hlediska jejich věřitelů. Skutečnost, zda je veřejný dluh držen domácími či zahraničními rezidenty, může mít pro stát dalekosáhlé následky a zapříčinit významné hospodářské potíže, nebo naopak způsobit, že ani vyšší míra zadlužení nepředstavuje ve skutečnosti závažnější problém.

Zpravidla platí, že k vnějšímu zadlužování (to znamená k využívání zahraničních věřitelů) dochází v těch státech, kde je nedostatek domácího kapitálu. Jedná se v drtivé většině případů o státy málo vyspělé a hospodářsky zaostalé, tedy typicky o rozvojové země. Na jednu stranu je pro tyto státy zahraniční věřitel jedinou cestou ke získání půjčky, protože domácí rezidenti nedisponují volnými prostředky v takovém rozsahu, aby byli schopni financovat chod veřejného sektoru a podílet se majoritní měrou na veřejném dluhu

⁴⁹ OCHRANA, F., PAVEL, J., VÍTEK, L., *Veřejný sektor a veřejné finance*. 200 s. 151. Sekuritizaci dluhu rozumíme převod veřejného dluhu z formy přímých úvěrů do formy vládních obligací. Srov. DVOŘÁK, P., *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 2008, s. 86.

⁵⁰ EUROSTAT, *Structure of government debt*, 2017 [online]. [cit. 19. 9. 2017].

⁵¹ EUROSTAT, *General government gross debt by subsector, percentage of total gross debt, non-consolidated between subsectors*, 2016, 2017 [online]. [cit. 19. 9. 2017].

státu. Skutečnost, že je velká část veřejného dluhu držena zahraničními rezidenty, s sebou ale na druhou stranu může přinést zásadní ekonomickou potíž. Jak poznamenávají autoři publikace *Veřejný sektor a veřejné finance*, dochází v případě narůstajícího vnějšího zadlužení (jedná se o takzvanou externalizaci dluhu) k takzvané „vynucené aktivaci obchodní bilance“, při které jsou „úroky spláceny v cizí měně, což vyvolává přebytek obchodní bilance“, přičemž v tomto případě se hovoří o takzvaném „procentu importu pohlceném úroky z veřejného dluhu.“⁵² Na tomto místě je třeba upozornit, že externalizace dluhu je doprovázena snížením importu jen ve většině, nikoliv ve všech případech.⁵³

Je tedy nasnadě, že se pro rozvojové státy jedná o dvojsečnou zbraň. Absence domácích investorů sice nenabízí inkriminovaným státům jinou možnost k půjčce než ji hledat v zahraničí, ale podobný podnik zároveň může být velmi riskantní, o čemž se v 80. letech 20. století přesvědčila řada rozvojových států, které upadaly do dluhových krizí.⁵⁴ Ostatně, když se podíváme stejnou optikou na strukturu veřejného dluhu krizí zmítaného Řecka (které sice nemůže být považováno za rozvojový stát, ale vzhledem ke své fiskální nedisciplinovanosti se dostalo do velmi tíživé hospodářské situace, kterou není schopné při zachování stávajících standardů samo bez zahraniční pomoci vyřešit), shledáme, že jeho problémy nejsou v určitých aspektech nepodobné těm, se kterými se potýkají spíše rozvojové státy.

Velkým řeckým problémem je relativní absence domácí produkce. Schválně si zkuste vzpomenout, jaký řecký produkt znáte. Kromě několika potravinářských, které se jen těžko mohou stát tahouny řecké ekonomiky, jich pravděpodobně příliš mnoho nebude. Ve spojitosti s Řeckem si jistě řada lidí vzpomene na krásné pláže a úžasné antické památky, přičemž turistický ruch se skutečně významně podílí na tvorbě řeckého HDP, ovšem ani on není schopen skrýt skutečnost, že tento stát na jihovýchodě Evropy hospodářsky značně zaostává za vyspělým západem.

Na tom není na první pohled nic špatného. Hospodářská disparita ve vyspělosti jednotlivých států, a to včetně členských států EU, je i vzhledem k jejich historickému vývoji, rozdílným přírodním podmínkám a v neposlední řadě rozdílné velikosti zcela

⁵² OCHRANA, F., PAVEL, J., VÍTEK, L., *Veřejný sektor a veřejné finance*. 2010, s. 146.

⁵³ DVOŘÁK, P., *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 2008, s. 89.

⁵⁴ OCHRANA, F., PAVEL, J., VÍTEK, L., *Veřejný sektor a veřejné finance*. 2010, s. 146.

pochopitelná, ovšem problém nastal ve chvíli, kdy se Řecko přidalo do „exkluzivního“ klubu států, které své národní měny nahradily eurem. V případě Řecka, jemuž se navíc podařilo euro zavést jen prostřednictvím podvodů a falšování zpráv o stavu své ekonomiky,⁵⁵ mělo zavedení eura velmi negativní dopad ve vztahu k jeho platební bilanci, která dlouhodobě vykazuje povážlivé deficity.⁵⁶ Státy s vlastní měnou mohou tento problém řešit pomocí nástrojů monetární politiky, prostřednictvím nichž oslabí kurz své měny, ovšem Řecko, které se své měny zbavilo, o tuto možnost přišlo.⁵⁷ Jednoduše řečeno, euro je měna, která slouží v první řadě potřebám bohatých a vyspělých západoevropských států, k nimž Řecko se svou úrovní hospodářské vyspělosti v žádném případě nepatří. Platí zde tedy určitá modifikace známého přísloví, podle něhož lze říct, že euro je pro někoho dobrý sluha (například pro Německo), ale pro jiné (Řecko, ale v určitých ohledech rovněž tak pro Itálii či Španělsko) je špatný pán. Netřeba dodávat, že pokud srovnáváme Řecko s Japonskem, tak Japonsko se kontroly nad svým jenem rozhodně vzdát nemíní. Ostatně, jak píše vlivný ekonom a žák Paula Krugmana Richard Baldwin, „*nesprávné nastavení kurzů vytváří značné problémy jak v postižené zemi, tak u jejích obchodních partnerů. Často vyvolává snahy po protekcionismu a nevyhnutelně vede k vážným krizím.*“⁵⁸

O tom, že problémy Řecka jsou do značné míry zaviněny právě eurem, je přesvědčen i známý euroskeptik Václav Klaus, podle něhož „*nový problém pro Řecko začal v okamžiku, kdy tato země spolu s eurem „přijala“ i – pro její ekonomiku zcela neadekvátní – ekonomické parametry, zejména příliš vysoký měnový kurs a příliš nízké úrokové sazby (a spolu s tím nijak nezasloužený statut perfektního dlužníka).*“⁵⁹ Václav Klaus se dále ve svém zamyšlení nad řeckou otázkou odkazuje na významného německého ekonoma Hanse-Wenera Sinna, podle něhož od jara roku 2010 do zimy 2015 dostalo Řecko hospodářskou pomoc přesahující svým objemem dvacetinásobek toho, co dostalo Německo po druhé světové válce v rámci známého Marshallova plánu. Podobná pomoc, která není doprovázena radikálními strukturálními změnami, se však ukazuje být zcela

⁵⁵ SIANI-DAVIES, P., *Crisis in Greece*. 2017, s. 53–79.

⁵⁶ OECD, *Trade in goods and services*, 2017 [online]. [cit. 23. 9. 2017].

⁵⁷ SLANÝ, M., *Dluhová krize: Proč Řecko a nikoliv Japonsko?*, 2015 [online]. [25. 9. 2017].

⁵⁸ BALDWIN, R., WYPLOSZ, Ch., *Ekonomie evropské integrace*. 2013, s. 327.

⁵⁹ KLAUS, V., *Je to už nebo teprve pět let od počátku řecké krize?*, 2015 [online]. [cit. 15. 9. 2017].

neúčinná. Proto Václav Klaus správně upozorňuje, že Řecko „by mělo znovu získat svou vlastní měnu a svůj vlastní, flexibilní (na euro nezařizovaný) měnový kurs“.⁶⁰

Nepřívětivou platební bilancí, zaviněnou příliš silným eurem, však řecké problémy nekončí. Zajímavý obrázek se skýtá při pohledu na ukazatel NIIP,⁶¹ který vyjadřuje čistou finanční pozici země vůči zahraničním věřitelům, přičemž započítán je jak veřejný, tak také soukromý sektor. Situace Řecka je v tomto ohledu velice tristní; záporná výše jeho investiční pozice v roce 2016 dosáhla -139,3 % HDP,⁶² naopak Japonsko vykázalo ve stejném roce investiční pozici výrazně kladnou.⁶³ Význam této skutečnosti je obrovský. Znamená totiž, že většinu japonského dluhu drží sami Japonci, takže je kompenzován domácími aktivy (jak vládního, tak soukromého sektoru). Jinými slovy, japonský veřejný dluh je závazkem Japonska, ale z větší části i jeho aktivem.⁶⁴ Zahraniční investoři vlastní jen minoritní část japonského veřejného dluhu, naopak jedním z nejvýznamnějších věřitelů Japonska je například japonská státní pošta.⁶⁵

Je nasnadě, že situace Řecka je diametrálně odlišná. Z jeho veřejného dluhu většinu drží zahraniční subjekty. Jak je ale možné, že si Japonsko může dovolit podobné samofinancování a Řecko ne? Odpověď na tuto otázku je jednoduchá: Japonská ekonomika dlouhodobě patří mezi nejvýkonnější na světě, což má mimo jiné za následek i skutečnost, že japonská společnost značně zbohatla, přiblížila se stavu ekonomické saturace a začala vytvářet úspory. Jinými slovy, když již máte dva automobily a tři televize, nepotřebujete utrácet za další automobil, ale peníze namísto toho spoříte či investujete. Zároveň platí, že japonská společnost je patriotická a konzervativní, takže si lze snadno představit, že Japonci do určité míry preferují nákup vlastních vládních dluhopisů před dluhopisy cizích států.

⁶⁰ KLAUS, V., *Je to už nebo teprve pět let od počátku řecké krize?*, 2015 [online]. [cit. 15. 9. 2017].

⁶¹ NIIP (Net International Investment Position) = čistá investiční pozice vůči zahraničí (udává hodnotu finančních aktiv rezidentů ve vztahu k nerezidentům a závazky rezidentů vůči nerezidentům). Srov. ROJÍČEK M., SPĚVÁČEK V., VEJMĚLEK J., ZAMRAZILOVÁ E., ŽDÁREK V., *Makroekonomická analýza – teorie a praxe*. 2016, s. 512–514.

⁶² EUROSTAT, *International investment position statistics*, 2017 [online]. [cit. 22. 9. 2017].

⁶³ MINISTRY OF FINANCE, JAPAN, *International Investment Position of Japan (End of 2016)*, 2017 [online]. [cit. 22. 9. 2017].

⁶⁴ SLANÝ, M., *Dluhová krize: Proč Řecko a nikoliv Japonsko?*, 2015 [online]. [25. 9. 2017].

⁶⁵ WARD, R., *Japan Post*, 2017 [online]. [cit. 7. 10. 2017].

Pokud si celou problematiku shrneme, tak lze jednoznačně konstatovat, že jestliže se má stát zadlužit, pak je nejlepší, když se jeho věřiteli stanou domácí subjekty. Vnitřní zadlužení sice může mít negativní dopad na změnu domácí úrokové míry, ovšem tento nedostatek je bohatě vyvážen zpravidla nižšími náklady na dluhovou službu, a pokud má stát vlastní měnu, pak i daleko větší možností kontrolovat a řídit veřejný dluh.

Ke struktuře veřejného dluhu z hlediska členění na vnitřní a vnější zadlužení je zapotřebí dodat, že vnější zadlužení veřejného sektoru je samo o sobě jen součástí většího celku, který nazýváme *zahraničním dluhem země*. V řadě případů má dokonce zahraniční dluh veřejného sektoru na zahraničním dluhu země pouze minoritní podíl. Majoritní část totiž většinou tvoří dluhy tuzemských firem či jiných samostatných ekonomických subjektů, jejichž věřiteli jsou zahraniční finanční instituce.⁶⁶

S problematikou vnitřních a vnějších věřitelů také do značné míry souvisí otázka měny, ve které je dluh denominován. Tento faktor je obzvláště významný u států, které disponují svou vlastní nezávislou měnou, a mohou tak k řízení svého veřejného dluhu využívat monetární nástroje v daleko vyšší míře, nežli je tomu u států, které vlastní nezávislou měnu nemají. Typickým příkladem je opět srovnání Řecka a Japonska, které bylo uvedeno výše.

Možnost emitovat státní dluhopisy ve vlastní měně však řada rozvojových států reálně nemá. Pokud totiž vůbec nějakou vlastní měnou disponují, je její stabilita v očích investorů mnohdy vysoce pochybná a investice do těchto obligací by se jevila jako značně riziková. Nízká kredibilita domácí měny tak nutí řadu chudých států emitovat své obligace v silné zahraniční měně, kterou budou investoři považovat za bezpečnou.⁶⁷ V takovém případě však na sebe stát, který tyto dluhopisy emitoval, přebírá kurzové riziko a pokud jeho domácí měna oslabí, může na podobné půjčky velmi výrazně prodělat. Příkladem může být Mexiko v roce 1994, jehož dluh se vlivem propadu kurzu domácí měny během měsíce takřka ztrojnásobil, jelikož byl ze dvou třetin emitován v cizí měně.⁶⁸

Pokud si vlády či veřejný sektor obecně půjčují peníze v zahraničí, realizují tyto půjčky nejčastěji následujícími způsoby: požádají o půjčku některou z mezinárodních

⁶⁶ JUREČKA, V. a kol., *Makroekonomie*. 2010, s. 210.

⁶⁷ DVOŘÁK, P., *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 2008, s. 89.

⁶⁸ *Ibidem*.

institucí (například Mezinárodní měnový fond), emitují vládní cenné papíry, které nakoupí zahraniční věřitelé či kontaktují s žádostí o půjčku jiný stát (případně přijmou nabídku půjčky, kterou jim vláda tohoto státu sama učiní).⁶⁹

Podmínky pro získání půjčky pomocí výše uvedených možností, bývají značně rozdílné. Při půjčce od mezinárodních institucí si tyto instituce často diktují požadavky, které musí dotyčný stát splnit. Tyto požadavky se zpravidla týkají fiskální disciplíny, takže, svým způsobem, takto mohou mezinárodní instituce omezovat suverenitu tohoto státu. Naproti tomu, pokud k poskytnutí půjčky dojde prostřednictvím nákupu vládních dluhopisů zahraničními investory, není suverenita státu v otázce jeho hospodaření nijak dotčena. Investoři se rozhodují o koupi na základě ratingu, přičemž musí přijmout podmínky, které při emisi dluhopisů stanoví jejich emitent. Poslední z významných možností, tedy mezivládní půjčka, je značně individuální prvek, který svým charakterem může připomínat půjčku od mezinárodních institucí, ale s daleko vyšší pravděpodobností nebude obsahovat onen „výchový prvek“ týkající se fiskální disciplíny.

Konečně veřejný dluh lze členit rovněž podle doby splatnosti jednotlivých parciálních dluhů. Pokud půjčka pochází od mezinárodní instituce či od vlády, pohybuje se doba její splatnosti v řádu let či celých dekád. Veřejný dluh je však zpravidla z největší části tvořen vládními obligacemi (dluhopisy), které nakupují domácí i zahraniční investoři na kapitálovém trhu. Jak již bylo uvedeno, emitent těchto obligací – stát – určuje podmínky, které se k nim vážou (tedy především úrok a dobu splatnosti). V zásadě se vládní obligace dělí do tří skupin: na dluhopisy krátkodobé (*bills*), střednědobé (*notes*) a dlouhodobé (*bonds*).⁷⁰

Krátkodobé vládní dluhopisy, známé též jako státní pokladniční poukázky, slouží k překonání časového nesouladu, který se může objevit mezi příjmy a výdaji veřejných rozpočtů v průběhu rozpočtového roku. Doba splatnosti těchto dluhopisů tedy nepřesahuje jeden rok. V rámci České republiky jsou emitovány s dobou splatnosti 13, 26, 39 nebo 52 týdnů.⁷¹ Častější formou vládních obligací jsou dluhopisy střednědobé, jejichž doba splatnosti se pohybuje v rozmezí od jednoho roku do deseti let. Konečně dluhopisy

⁶⁹ JUREČKA, V. a kol., *Makroekonomie*. 2010, s. 210.

⁷⁰ DVOŘÁK, P., *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 2008, s. 86.

⁷¹ *Ibidem*.

s dobou splatnosti delší než deset let považujeme za dlouhodobé vládní obligace, které zpravidla slouží jednak ke krytí výdajů za mimořádné události, ale také k financování výjimečně finančně náročných projektů, které většinou mívají mezigenerační charakter, jehož problematika byla řešena v závěru předcházející kapitoly.⁷² Je nasnadě, že pro dlužníka je nejvýhodnější emitovat právě tyto dlouhodobé dluhopisy, jejichž reálná hodnota bývá v čase snižována inflací – i proto je emitují zejména stabilní a z pohledu investorů důvěryhodné státy.⁷³

Ojedinělou, v České republice nepoužívanou, formu vládních obligací představují takzvané „věčné dluhopisy“ (*perpetual bonds*), které se vyskytují například ve Spojeném království či v Kanadě. Jejich zvláštnost spočívá v tom, že nemají stanovenou dobu splatnosti, takže je jejich držitelé vyplácen kupón po neomezenou dobu.⁷⁴ Je zjevné, že podobný typ obligací může existovat pouze v prostředí, ve kterém mají věřitelé dostatečně opodstatněnou důvěru v jeho dlouhodobou stabilitu.

Veřejný dluh představuje vždy určitý hospodářský problém, který na sebe váže povinnost splácet jak jistinu, tak úroky. O tom, jak je tento problém závažný, rozhoduje nejen výše dluhu, ale do značné míry rovněž jeho struktura, tedy to, z jakých parciálních dluhů celkový veřejný dluh sestává. V této kapitole bylo prezentováno, jakým způsobem může mít struktura veřejného dluhu dopad na hospodářské fungování státu. Nejzadluženější země světa, Japonsko, se se svým mimořádně vysokým veřejným dluhem vyrovnává daleko lépe než relativně podstatně méně zadlužené Řecko. To sice pochopitelně neznamená, že japonský veřejný dluh nepředstavuje závažnou hospodářskou potíž, jejíž tíživost bude do budoucna pravděpodobně výrazně narůstat kvůli nepříznivému demografickému vývoji, ve kterém se projevuje trend stárnutí japonské populace, ovšem na rozdíl od Řecka se Japonsku právě díky lépe konstruované struktuře veřejného dluhu daří udržet si vyšší rating, který mu zároveň poskytuje více času na řešení tohoto problému. Ruku v ruce s vyšším ratingem, a tedy i s lepší pozicí v očích věřitelů, jde i schopnost udržet si takřka absolutní hospodářskou suverenitu (omezenou více méně jen tržními podmínkami a fungováním globálního hospodářství). Protože je Japonsko nadále

⁷² OCHRANA, F., PAVEL, J., VÍTEK, L., *Veřejný sektor a veřejné finance*. 2010, s. 145.

⁷³ DVOŘÁK, P., *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 2008, s. 87

⁷⁴ OCHRANA, F., PAVEL, J., VÍTEK, L., *Veřejný sektor a veřejné finance*. 2010, s. 145.

schopné získávat půjčky prostřednictvím emise obligací, nemusí přistupovat na podmínky diktované jinými vládami či mezinárodními institucemi, jako je tomu v případě Řecka.

3.3 Vznik veřejného dluhu

Jak bylo konstatováno v první kapitole této práce, nelze bezezbytku souhlasit s tvrzením, které veřejný dluh ztotožňuje s pouhou kumulací minulých deficitů veřejných rozpočtů. Ve skutečnosti je problematika veřejného dluhu z hlediska jeho vzniku daleko komplikovanější, přičemž deficity veřejných rozpočtů nemusí nutně znamenat zvýšení veřejného zadlužení státu.

Přesto však platí, že hospodářské výsledky veřejného sektoru lze považovat za faktor, který největší měrou ovlivňuje úroveň veřejného zadlužení. Pokud stát hospodaří s přebytkem, využije získané prostředky zpravidla alespoň z části na umoření dluhu, deficity naopak ve většině případů dluh zvyšují.

Základně lze příčiny vzniku veřejného dluhu rozdělit do dvou skupin, přičemž dělícím kritériem je skutečnost, zda ke vzniku, respektive růstu zadlužení došlo kvůli činnosti veřejného sektoru, která byla zatížena jeho fiskální nedisciplinovaností (v takovém případě hovoříme o příčinách aktivních) anebo jestli dluh vznikl, respektive narostl z příčin, které vláda svým chováním a rozhodováním nemohla nijak významně ovlivnit (potom hovoříme o příčinách pasivních).⁷⁵

Aktivní příčiny souvisejí především s expanzivní fiskální politikou vlády.⁷⁶ Britský ekonom John Maynard Keynes přišel s názorem, že v době ekonomického úpadku a recese by vláda měla stimulovat svou ekonomiku právě pomocí expanzivní fiskální politiky, to znamená, nastartovat ekonomiku pomocí deficitního financování z veřejných rozpočtů. Nutno podotknout, že výše uvedené odpovídá jen polovině Keynesovi myšlenky, přičemž její zbytek dodává, že v době hospodářského růstu a prosperity by se měl stát svůj dluh opět snažit umořit.⁷⁷ V praxi však dluhy nevznikají jen během recese v důsledku růstu výdajů veřejného sektoru (tedy kvůli vládním stimulům) nebo poklesu příjmů (jelikož se během recese ekonomice daří hůře, vybere se méně prostředků na daních). Mnohdy

⁷⁵ ČERNOHORSKÝ, J., TEPLÝ, P., *Základy financí*. 2011, s. 291.

⁷⁶ Ibidem.

⁷⁷ CATE, T., *An Encyclopedia of Keynesian Economics*. 2013, s. 342–344.

vznikají i během období stagnace nebo dokonce hospodářské expanze. Důvodů pro to může být více. Jedním z nich je takzvaný „tax smoothing“ výdajového šoku, což je snaha rozložit výdajový šok (například prudké zvýšení cen surovin) do několika let a tím zabránit nutnosti skokového nárůstu daní. Do této skupiny „racionálních výdajů“ patří i snaha o rozložení daňové zátěže, vzniklé v důsledku mimořádně náročných projektů.⁷⁸ Je ovšem zřejmé, že zde narážíme na určité morální dilema, o němž již byla řeč, protože v tomto případě zpravidla dochází k zatížení budoucích generací.

Pokud se oprostíme od růstu veřejného dluhu v době recese, tak již zmíněný „tax smoothing“ může představovat poměrně dobré vysvětlení pro určité rozdíly v deficitech v průběhu času. Rozhodně však neobstojí, pokud by měl vysvětlit systematickou tendenci k vysokým deficitům.⁷⁹ S velmi zajímavou hypotézou v tomto ohledu přišli laureát takzvané Nobelovy ceny za ekonomii James M. Buchanan a jeho žák Richard E. Wagner, kteří platí za představitele konstituční ekonomie. Podle jejich názoru se za tendencí k vysokým deficitům mnohdy skrývá neznalost politiků i voličů.⁸⁰ Vycházejí přitom z předpokladu, že aktuální vysoké vládní výdaje a politika relativně nízkých daní jsou pro většinového voliče velmi dobře akceptovatelné (a pro politiky se tedy jeví být vhodnou strategií), zatímco skutečnost, že tato politika nutně musí zapříčinit omezené výdaje a vyšší daně v budoucnu volič současnosti příliš nevnímá a není tedy v zájmu politika snažit se tuto hrozbu odvrátit. Jinými slovy, podle této teorie většinu lidí zajímá současnost, ve které chtějí dosahovat co nejvyšší míry blahobytu i za cenu vyšších nákladů do budoucnosti, zatímco o budoucnost se příliš nestarají. A dokud bude přetrvávat tato mentalita, bude mít veřejný sektor nutně sklon k vysokým deficitům.⁸¹

Současný trend tak akcentuje především první část zmíněného Keynesova doporučení, takže není výjimkou, že veřejné zadlužení významně roste u mnoha států i v době jejich hospodářské konjunktury. Bohužel platí, že politické podmínky většiny vyspělých států hospodářské problematice příliš nepřejí. Zpravidla čtyřletý volební cyklus politických reprezentantů má za následek, že se politikům většinou příliš nechce přijímat nepopulární hospodářská opatření, která by měla dlouhodobější charakter, protože by se to

⁷⁸ DVOŘÁK, P., *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 2008, s. 56–57.

⁷⁹ ROMER, D., *Advanced Macroeconomics*. 2012, s. 604.

⁸⁰ *Ibidem*.

⁸¹ *Ibidem*.

pak nutně promítlo do volebních výsledků. Což je kámen úrazu, protože i když naleznou odvahu a tato opatření učiní, zpravidla skutečně v následujících volbách neuspějí a vítězná strana, která voličům slíbila odstranění těchto nově zavedených nepopulárních opatření, pak v lepším případě vrátí situaci do stavu před reformou. V horším případě se situace ještě horší, protože reformy jsou často samy o sobě spojeny s nezanedbatelnými náklady, které jsou v případě jejich anulace vynaloženy zbytečně. Právě reformy, a to nejen ty, které se bezprostředně týkají veřejných financí, ale také další, zasahující do nejrůznějších oborů, například reformy zdravotnictví, školství a tak dále, lze považovat za další významnou příčinu nárůstu veřejného dluhu.⁸²

S volebním cyklem pak souvisí i další nešvar, a to je takzvaný „volební populismus“, který se rovněž řadí mezi aktivní příčiny nárůstu veřejného dluhu.⁸³ O volebním populismu hovoříme ve chvíli, kdy se vláda rozhodne pro ekonomicky neodůvodnitelné výdaje, které jí mají sloužit pro získání přízně voličů. Netřeba dodávat, že k podobným krokům se vládní složky uchylují nejčastěji krátce před volbami. Tuto skutečnost ve své známé práci *An Economic Theory of Democracy* z roku 1957 popsal Anthony Downs.⁸⁴

Někteří ekonomové jdou však ještě dál a tvrdí, že k vytváření rozpočtových deficitů a zvyšování veřejného zadlužení mohou někteří političtí činitelé přistupovat zcela záměrně, aby tím omezili výdajové možnosti svých nástupců, a snížili tak i jejich politický kredit.⁸⁵ Podobná situace může ostatně nastat i ve chvíli, kdy žádná z politických sil nemá absolutní signifikantní kontrolu nad politickým děním, a tedy i nad veřejnými rozpočty. V takovém případě může docházet k situacím, ve kterých jednotlivé zájmové skupiny neustále oddalují řešení hospodářských problémů v naději, že se jim podaří vyřešit situaci tím způsobem, že tíhu řešení hospodářských problémů ponесou jejich konkurenti.⁸⁶

Konečně poslední významnou aktivní příčinou může být řešení hospodářský problémů jednotlivých ekonomických odvětví.⁸⁷ V době finanční krize po roce 2008 Spojené státy americké vydaly například miliardy dolarů, aby zachránily pro americkou

⁸² ČERNOHORSKÝ, J., TEPLÝ, P., *Základy financí*. 2011, s. 291.

⁸³ Ibidem.

⁸⁴ Srov. DOWNS, A., *An Economic Theory of Democracy*. 1957.

⁸⁵ ROMER, D., *Advanced Macroeconomics*. 2012, s. 607.

⁸⁶ Ibidem, s. 617.

⁸⁷ ČERNOHORSKÝ, J., TEPLÝ, P., *Základy financí*. 2011, s. 291.

ekonomiku nesmírně důležitou automobilku General Motors.⁸⁸ Typické jsou rovněž výdaje, kterými vlády jednotlivých států sanovali své banky během finanční krize v roce 2008.

Naopak mezi pasivní příčiny, jak již bylo řečeno, řadíme ty, které nemůže veřejný sektor žádným zásadním způsobem ovlivnit. Jedná se v první řadě o hospodářský pokles, kvůli němuž vybere stát méně peněz na daních.⁸⁹ Mimořádné, veřejným sektorem nezaviněné výdaje vzniknou i ve chvíli, kdy je území státu postiženo nějakou neočekávanou událostí. V tomto ohledu je lhostejné, zda se jedná o živelnou katastrofu (například povodně), nebo o událost zaviněnou lidským faktorem (přičemž k těm finančně nejnákladnějším patří teroristické útoky). Škody, které zapříčinily hurikány Harvey a Irma v roce 2017, dosáhly dle odhadů výše blížící se třem stům miliard dolarů.⁹⁰ Snad nejznámější teroristický útok, který se odehrál 11. září 2001, stál Spojené státy podle propočtů o mnoho více než sto miliard dolarů. V této části navíc nejsou započítány výdaje na následné vojenské protioperace a vliv takřka nevyčíslitelného propadu celosvětových trhů.⁹¹

Mezi pasivní příčiny vzniku a růstu veřejného dluhu se řadí rovněž úroky z veřejného dluhu, které veřejný sektor musí platit. Na úroky z dluhu lze potom pohlížet jako na mandatorní výdaje.⁹² Jak již bylo řečeno, tyto úroky mohou představovat pro veřejné rozpočty závažný problém, který může narůst dokonce do takových rozměrů, že si veřejný sektor na splácení svých závazků musí opět půjčovat, tedy umořovat jeden dluh dluhem novým. Taková situace se nazývá „rolováním dluhu“ a netřeba zdůrazňovat, že se jedná o velice negativní jev.⁹³ Rolování dluhu se totiž s vysokou pravděpodobností negativně promítne do ratingu země, pro kterou se pak budou stávat budoucí půjčky čím dál dražší, protože věřitelé budou požadovat větší kompenzaci za své riziko.⁹⁴

Stát, který se ocitne v podobné situaci, pak má na výběr v podstatě dvě možnosti. Buďto se smíří s růstem svého dluhu a jeho ceny (čímž však zatíží i budoucí generace),

⁸⁸ BEECH, E., *U.S. government says it lost \$11.2 billion on GM bailout*, 2014 [online]. [cit. 12. 10. 2017].

⁸⁹ ČERNOHORSKÝ, J., TEPLÝ, P., *Základy financí*. 2011, s. 291.

⁹⁰ IRFAN, U., *The stunning price tags for Hurricanes Harvey and Irma, explained*, 2017 [online]. [cit. 10. 10. 2017].

⁹¹ IAGS, *How much did the September 11 terrorist attack cost America?*, 2004 [online]. [cit. 11. 10. 2017].

⁹² OCHRANA, F., PAVEL, J., VÍTEK, L., *Veřejný sektor a veřejné finance*. 2010, s. 147.

⁹³ ČERNOHORSKÝ, J., TEPLÝ, P., *Základy financí*. 2011, s. 292.

⁹⁴ OCHRANA, F., PAVEL, J., VÍTEK, L., *Veřejný sektor a veřejné finance*. 2010, s. 147.

nebo se pokusí dluh aktivně řešit, přičemž v úvahu připadá mnohdy jen zvýšení daní (respektive daňové sazby).⁹⁵

V této otázce jsou zásadní dva faktory. Tím prvním je skutečnost, že zvýšení daní je vždy nepopulárním krokem, který se setkává s odporem veřejnosti a politici, kteří se pro něj rozhodnou, tím riskují ztrátu voličů. Druhým faktorem je pak cena, za kterou si může veřejný sektor půjčit. Pokud si například vláda ČR mohla v roce 2016 půjčovat na deset let s úrokem 0,6 %, pak je zcela samozřejmé, která cesta je politickým představitelům milejší. Jestliže ale cena za půjčky překročí hranici snesitelnosti, pak vlády většinou nemají na výběr a musí se rozhodnout k nepopulárním opatřením.

3.4 Možnosti řešení veřejného dluhu

Takřka všechny státy světa se téměř za všech okolností snaží dostát svým závazkům. Důvod pro to je vcelku prostý – v případě, že by se tak nedělo, tak by tyto státy ztratily důvěru věřitelů a tím i možnost dalších půjček, na nichž je řada států bytostně závislá. I z toho důvodu je v rámci investičních strategií pokládán nákup státních dluhopisů za relativně velmi bezpečný (ale většinou také velmi málo výnosný) způsob zhodnocení investovaných prostředků.⁹⁶ V zájmu všech států pak je, aby byl jejich veřejný dluh co nejnižší, a proto by se jej, alespoň teoreticky, měly snažit za příznivých hospodářských okolností umořovat.

Cesty, které mohou vést ke snížení veřejného dluhu, jsou v zásadě dvojího typu. Prvním typem je *pasivní snižování* veřejného zadlužení, které nastává při takové souhrě okolností, ve které je veřejný dluh umořován, aniž by to bylo primárním cílem veřejného sektoru. Jinými slovy, umořování veřejného dluhu je jen doprovodným jevem jiných ekonomických událostí. Příkladem takové ekonomické události může být hospodářský růst, jehož tempo převyšuje úrokovou sazbu z veřejného dluhu.⁹⁷ V takovém případě se totiž veřejný sektor dostane do situace, že i přes splácení svého dluhu stále bohatne, takže se pro něj dluh stává nejen snesitelnou zátěží, ale zároveň veřejný sektor může přistoupit k jeho umořování, aniž by přitom muselo docházet k vytváření nových dluhů.

⁹⁵ ČERNOHORSKÝ, J., TEPLÝ, P., *Základy financí*. 2011, s. 292.

⁹⁶ *Ibidem*.

⁹⁷ *Ibidem*.

Stejně tak může reálnou hodnotu veřejného dluhu snižovat exogenní inflace (inflace sama o sobě však může být použita také jako aktivní nástroj při umořování dluhu, jak bude ukázáno vzápětí), ovšem s ní spojené negativní vlivy na ekonomické subjekty ve státě mohou převážit nad benefity, které z ní získává vzhledem ke svému dluhu veřejný sektor.

Podobných hospodářských jevů, které mohou mít za určitých podmínek pozitivní vliv na zadlužení veřejného sektoru, lze nalézt celou řadu. V praxi však i vzhledem k cyklickému vývoji ekonomiky nikdy netrvají dostatečně dlouho, aby prostřednictvím nich mohlo dojít k úplnému umoření dluhů.

Daleko rychlejší a efektivnější variantu nabízí druhá skupina protidluhových opatření, kterou lze nazvat díky záměrné činnosti veřejného sektoru *aktivním snižováním* veřejného dluhu. Možností, jakými může veřejný sektor k umořování svého dluhu přistoupit, lze nalézt celou řadu.

Teoreticky může nastat situace, ve které bude stát schopen svůj dluh splatit, přičemž prostředky pro tento krok získá například ze svých rezerv nebo privatizací státního majetku. Vzhledem k rozsahu zadlužení států je však zjevné, že podobné opatření může většinou vést pouze k umoření části dluhu, nikoliv k úplnému oddlužení veřejného sektoru.

Další možností, která je ovšem morálně značně pochybná a do budoucna vysoce snižuje důvěru případných investorů, je úmyslné vyvolání inflace. Tímto krokem dojde ke snížení reálného zadlužení nejen veřejného sektoru, ale i všech ostatních dluhů, které jsou denominovány v příslušné měně. Měnová reforma se tedy do značné míry stane i reformou namířenou proti přirozené sociálně-hospodářské stratifikaci, protože ti, kdo drží peníze, jsou o své úspory jednoduše připraveni. Na druhou stranu toto opatření má pouze monetární charakter, takže vlastníci nemovitostí, komodit či cenných uměleckých předmětů jsou jím dotčeni jen okrajově, respektive zprostředkovaně (přes hospodářské otřesy, které podobná reforma nutně vyvolá). Tento způsob přinese však jen částečné řešení, jelikož, jak upozorňuje viceguvernér ČNB Vladimír Tomšík, „ozdravný“ účinek inflace na reálnou hodnotu dluhu má jen časově omezenou působnost. Ve skutečnosti totiž vyšší míra inflace poměrně rychle vyvolá i nárůst nominálních úrokových sazeb, které veřejný sektor ze svého dluhu platí.⁹⁸ Vladimír Tomšík tento teoretický předpoklad

⁹⁸ TOMŠÍK, V., *Veřejný dluh inflačním kouzlem nezmizí*, 2014 [online]. [cit. 6. 2. 2018].

empiricky ověřuje na příkladu Velké Británie v letech 1980–2009 a odmítá reálnou možnost řešit veřejné zadlužení záměrně udržovanou vysokou mírou inflace, když píše, že „obava, že vyspělé země budou řešit problematiku svého zadlužení tak, že nějakým způsobem na pár let záměrně zvýší inflaci např. na 7 či 10 % ročně, je založena na opomenutí ekonomickou teorií i praxí prověřené Fisherovy rovnice vztahu mezi úroky a inflací.“⁹⁹

Určitou modifikací výše popsaného postupu je úmyslná řízená devalvace domácí měny v případě, že je dluh denominován z větší části v měně zahraniční (v opačném případě by totiž došlo k reálnému navýšení dluhu). To by byl jeden z možných postupů pro Řecko v případě, že by opustilo euro a navrátilo se k drachnám. Netřeba dodávat, že také tento postup je z morálního hlediska jen těžko obhajitelný – pomocí monetárních operací totiž nedochází k reálnému splácení jistiny a úroků věřitelům, ale ke znehodnocování jejich investice.

Konečně poslední, nejradikálnější možností je i takzvaný „default“, tedy stav, ve kterém stát odmítne dostát svým závazkům a vyhlásí bankrot. Z relativně nedávné historie vzpomeňme například na srpen roku 1998, ve kterém bylo k tomuto kroku dotlačeno nečekaně Rusko, jež se nedokázalo vypořádat s asijskou finanční krizí a propadem ceny ropy.¹⁰⁰ Určitou zajímavostí je, že tento ruský krach v podstatě zapříčinil také pád hedgeového fondu LTCM, který byl do té doby pokládán za takřka bezchybný a za algoritmus investic, který pro svou práci využíval, dostali jeho spoluzakladatelé Myron Scholes a Robert C. Merton takzvanou Nobelovu cenu za ekonomii.¹⁰¹

Pokud hovoříme o vládním bankrotu, musíme mít na paměti, že z ekonomického pohledu sám o sobě není nákladem, ale že se jedná o transfer od věřitelů (nejčastěji držitelů dluhopisů) k daňovým poplatníkům bankrotujícího státu, respektive od nerezidentů k rezidentům v případě zahraničního dluhu.¹⁰² Oním nákladem jsou pak až ekonomické jevy s ním spojené, ať už se jedná o jevy zřejmé a měřitelné (míra nezaměstnanosti,

⁹⁹ TOMŠÍK, V., *Veřejný dluh inflačním kouzlem nezmizí*, 2014 [online]. [cit. 6. 2. 2018]. Pro Fisherovu rovnici viz MEJSTRÍK, M., PEČENÁ, M., TEPLÝ, P., *Bankovníctví v teorii a praxi / Banking in Theory and Practice*. 2015, s. 150.

¹⁰⁰ DVOŘÁK, P., *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 2008, s. 145.

¹⁰¹ FERGUSON, N., *The Ascent of Money: A Financial History of the World*. 2008, s. 325.

¹⁰² ROMER, D., *Advanced Macroeconomics*. 2012, s. 631.

hospodářský růst a podobně), nebo o jevy spíše psychologické (dlouhodobá nedůvěra investorů k danému státu v budoucnosti).

Kromě aktivních a pasivních řešení problému zadluženosti veřejného sektoru existují ještě další, které dost dobře nezapadají ani do jedné z obou skupin. Jedná se například o situaci politického charakteru, při níž dojde v určitém státě k zásadním politickým změnám, které zapříčiní, že v podstatě jeden stát zanikne a na jeho místě se zrodí nový stát. Tento nový stát pak teoreticky nemusí přijmout závazky svého předchůdce. Každá mince má však dvě strany, a tak podobným způsobem země, kterým byl zaniklý stát naopak věřitelem, mohou odmítnout nástupnickému státu splácet své závazky s odůvodněním, že je nemají vůči němu, ale vůči jeho již neexistujícímu předchůdci. Podobně argumentovala například Kuba při vzniku ČR (ačkoliv později svůj dluh vůči ČR Kuba uznala, doposud k jeho splacení nedošlo).¹⁰³ Ostatně Česká republika má relativně mnoho pohledávek z předtransformačního období, ovšem tyto pohledávky jsou v současnosti prakticky nedobytné.¹⁰⁴

V případě zaostalých států, jimž půjčují často vyspělejší země (pochopitelně s vysokým úrokem), zase může dojít (a skutečně občas dochází) k situaci, že mu věřitelský stát (nebo jiná instituce) po určité době splacení úroků část dluhu promine, a navrch mu poskytne novou půjčku. V tomto postupu lze však jen stěží hledat nějaký „charitativní“ prvek. Ve skutečnosti se jedná o krok ryze pragmatický. Věřitelské státy, jimž se poskytnutá půjčka již beztak dávno vrátila na placených úrocích, vědí, že v případě poskytnutí nové půjčky povzbudí ekonomiku rozvojového státu, a realizují tak v podstatě další investici, neboť budou nadále vydělávat na splácených úrocích. Za příklad podobného scénáře může posloužit odpuštění části dluhu Iráku takzvaným *Pařížským klubem* (sdružení devatenácti nejbohatších států světa) v roce 2008.¹⁰⁵

¹⁰³ BÍBA, Lukáš. *Státy dluží Česku více než 37 miliard korun, tvrdí ministerstvo financí. Nejvyšší dluh má Kuba*, 2016 [online]. [cit. 12. 10. 2017].

¹⁰⁴ DVOŘÁK, P., *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 2008, s. 85.

¹⁰⁵ PARIS CLUB, *LAST PHASE OF DEBT REDUCTION FOR IRAQ*, 2008 [online]. [cit. 12. 11. 2017].

3.5 Predikce vývoje veřejného zadlužení

Vzhledem k politickému charakteru veřejného dluhu je predikce jeho vývoje značně obtížná, jelikož nezávisí jen na ekonomických aspektech, ale rovněž na rozhodnutí centrální vlády, lokálních samospráv a dalších institucí, které mají vliv na soustavu veřejných financí. Jak bylo popsáno v kapitole věnující se vzniku veřejného dluhu (či jeho růstu), okolnosti, které dokáží zapříčinit zásadní změny ve vývoji časové řady tohoto stavového ukazatele, mohou být zcela neekonomické, ale zároveň velmi signifikantní. Jedná se na příklad o možnost záměrného zadlužování, což může být součástí strategie některých politiků, pomocí nichž má dojít k oslabení pozice konkurentů.

Vedle aspektů ekonomických (hospodářský růst, inflace apod.) a politických (politický populismus, nekalé politické praktiky a strategie apod.) existuje ještě třetí skupina jevů, které mohou zásadním způsobem ovlivňovat veřejné rozpočty, a tou jsou jevy, které bychom mohli se značnou dávkou opatrnosti označit za společensko-přírodní.

Z oblasti související se společností je nejdůležitější její demografický vývoj. Ten v současnosti ve vyspělých západních státech tenduje k prodlužování délky lidského života a stárnutí obyvatelstva, což bude mít přinejmenším na západní civilizaci, pokud nepřistoupí k zásadním změnám v oblasti veřejných rozpočtů, velmi negativní dopady.¹⁰⁶ Z nepříznivých jevů, které za současné konstelace a při zachování stávajícího demografického vývoje v brzké budoucnosti těmto státům reálně hrozí, lze namátkou zmínit neúnosný růst výdajů na zdravotnictví nebo na sociální zabezpečení. Z toho důvodu je možné v dohledné budoucnosti očekávat zásadní změny ve struktuře veřejných rozpočtů, přičemž v úvahu připadají dvě možnosti; buďto významné snížení veřejných výdajů (což by nutně znamenalo zásahy do mandatorních výdajů), nebo zvýšení příjmů veřejných rozpočtů (čehož by bylo prakticky dosaženo zvýšením daní).¹⁰⁷

Možnosti zvyšování příjmů veřejných rozpočtů jsou však značně omezené, protože není možné daňovou zátěž zvyšovat do nekonečna. Jak naznačují některé projekce týkající se hospodářského vývoje Spojených států (s ohledem na jejich demografický vývoj a

¹⁰⁶ POPULATION DIVISION, DESA, UN. *World Population Ageing: 1950-2050*, 2001 [online]. (PDF). [cit. 12. 11. 2017].

¹⁰⁷ ROMER, D., *Advanced Macroeconomics*. 2012, s. 591.

realizovanou fiskální politikou), tak jen za několik málo desetiletí by pro uspokojení státních výdajů bylo zapotřebí, aby průměrné daňové sazby překračovaly výši 50 %.¹⁰⁸

Pokud se zaměříme na blízkou budoucnost, lze se značnou mírou opatrnosti pro prognózu vývoje veřejného dluhu na několik příštích období využít standardní prognostické metody. Jelikož veřejný dluh České republiky je tvořen z největší části dluhem státním a jeho změny jsou do značné míry ovlivněny mandatorními výdaji, jako vhodná vysvětlující proměnná v těchto modelech se jeví být vývoj hrubého domácího produktu, na který jsou mandatorní výdaje mnohdy přímo či nepřímo navázány.

Pochopitelně je zapotřebí mít na paměti, že tato prognóza bude zatížena jistou nezanedbatelnou chybou, protože na tvorbě a změnách veřejného zadlužení se podílí celá řada dopředu neodhadnutelných faktorů, jako je vládní populismus, přírodní katastrofy a podobně.

Pro potřeby prognózování veřejného zadlužení lze využít celou řadu prognostických modelů. V rámci této práce budou využity ADL model a VAR model, přičemž prognózován bude vývoj veřejného dluhu v kvartálním vyjádření na šest období dopředu (od poloviny roku 2017 do konce roku 2018). V úvahu připadal například ještě ARIMA model, který však vychází jen ze zpožděných hodnot prognózované časové řady, a to se vzhledem k determinantům vzniku a charakteru veřejného dluhu nejeví být vhodnou metodou prognózování.

Základní podoba ADL (1,1) modelu má následující zápis:

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 y_{t-1} + \gamma_{10} x_{1t} + \gamma_{11} x_{1t-1} + u_t,^{109}$$

ve kterém je β_0 konstanta, β_1 parametr pro zpožděnou endogenní proměnnou y_{t-1} , γ_{10} a γ_{11} jsou parametry pro exogenní proměnnou a u_t je náhodná složka, která má nulový podmíněný průměr $E(u_t | y_{t-1}, x_t, x_{t-1}) = 0$.¹¹⁰ Pro volbu délky zpoždění (n,p) bude využita hodnota korigovaného R^2 (maximalizace), ale především Akaikeho (AIC) a

¹⁰⁸ ROMER, D., *Advanced Macroeconomics*. 2012, s. 629.

¹⁰⁹ BALTAGI, B. H., *Econometrics*. 2007, s. 141. Upraveno dle standardů používaných prof. Lukášem Čechurou na ČZU.

¹¹⁰ CIPRA, T., *Finanční ekonometrie*. 2008, s. 371–372. Upraveno dle standardů používaných prof. Lukášem Čechurou na ČZU.

Bayesovo (BIC) informační kritérium. Vzhledem ke větší síle BIC mu bude v případě nestejných výsledků dána přednost. Jeho formální zápis má následující podobu:

$$\text{BIC} = \ln\left(\frac{\text{SSR}}{n}\right) + \frac{q}{n} \ln(n).^{111}$$

Sestavení modelu bude provedeno v software *Gretl*, samotný výpočet prognózy pak bude proveden ručně na základě odpovídající podoby (dle počtu zpoždění endogenní a exogenní proměnné) výše uvedeného vzorce pro výpočet modelu ADL.

Pokud se týká vektorového autoregresního modelu (VAR model), tak ten v jednoduché podobě může mít například následující podobu:

$$\begin{aligned}y_t &= \mu_1 + a_1 y_{t-1} + b_1 x_{t-1} + a_2 y_{t-2} + b_2 x_{t-2} + u_{1t} \\x_t &= \mu_2 + c_1 y_{t-1} + d_1 x_{t-1} + c_2 y_{t-2} + d_2 x_{t-2} + u_{2t}.^{112}\end{aligned}$$

Výhodou tohoto modelu je, jak ostatně vyplývá i z výše uvedeného příkladu jeho zápisu, že respektuje simultánnost vztahů, tedy že veřejný dluh může ovlivňovat tempo růstu HDP. Volba délky zpoždění může být opět stanovena na základě AIC nebo BIC.

Skupinu výše uvedených matematicko-statistických metod prognózy lze rozšířit rovněž o prostou predikci na základě dosavadního průměru, který vyjadřuje tempo hodnoty růstu veřejného dluhu (respektive průměrnou změnu jeho hodnoty ve vztahu k HDP).

Jak již bylo konstatováno, možnosti podobných prognóz jsou značně omezené, protože skutečný vývoj závisí na mnoha faktorech, které dopředu nelze odhadnout, a to ani důkladnou fundamentální analýzou. Zároveň však mohou tyto prognózy poskytnout výsledky, díky nimž bude možné vytvořit si alespoň rámcovou představu o možném budoucím vývoji zadlužení a na základě toho odhadnout, jak velký problém veřejný dluh pro Českou republiku v současné době představuje, respektive zda je tempo zadlužování České republiky dlouhodobě únosné či nikoliv.

¹¹¹ CIPRA, T., *Finanční ekonometrie*. 2008, s. 343. Upraveno dle standardů používaných prof. Lukášem Čechurou na ČZU.

¹¹² Ibidem, s. 427.

3.6 Veřejný dluh pohledem nejvýznamnějších ekonomických teorií

Názory jednotlivých ekonomických škol na problematiku veřejného zadlužování jsou do značné míry determinovány jejich vírou (či nevírou) v účinnost fiskální politiky. Klasická škola a její ideoví následovníci do značné míry odmítají vládní zásahy do ekonomiky, a tudíž i veřejné zadlužování. Již Adam Smith k otázce veřejného dluhu napsal, že „pravá ruka platí levé“.¹¹³ Jinými slovy chápal dluh tak, že je to jen dočasné řešení, protože v brzké budoucnosti vyvolá nutnost zvýšení daní, čímž dojde zároveň k úbytku kapitálu a devalvaci měny, což bude mít negativní dopad na produkci. Ba co více, situaci, ve které si veřejný sektor půjčuje, považoval za stav, ve kterém probíhá transfer kapitálu od produktivní části ekonomiky k té neproduktivní, protože vládní výdaje vytlačují soukromé investice, ale zároveň jejich příspěvek k ekonomickému růstu zdaleka není takový, jaký by byl příspěvek soukromých investic.¹¹⁴

O prospěšnosti fiskálních stimulů pochyboval i David Ricardo, autor slavné *ricardiánské ekvivalence*. Ta sice brzy v rámci ekonomické teorie na dlouhou dobu poněkud zapadla, ovšem pro moderní ekonomii ji oprášil brilantní ekonom a harvardský profesor Robert Barro. Podle ricardiánské ekvivalence lidé uvažují tak, že když se zvýší vládní výdaje, zvýší se současně sklon domácností k úsporám. To pak vede ve svém důsledku k tomu, že agregátní poptávka (tento keynesiánský pojem přirozeně David Ricardo ještě neznal) zůstane stejná.¹¹⁵

V předchozím textu již byla zmíněna Buchananovou a Wagnerovou hypotéza, podle níž lidé příliš nehledí na budoucnost a zajímají se převážně o svou aktuální spotřebu. To do značné míry odpovídá tradičnímu keynesiánskému pojetí teorie spotřeby, která je vyjádřena pomocí vzorce $C=C_A+cY$.¹¹⁶ V něm je celková spotřeba C složena z autonomní spotřeby C_A a variabilní spotřeby, která je dána sklonem ke spotřebě c a důchodem Y . Na počátku 50. let 20. století však Franco Modigliani a Richard Brumberg přišli s takzvanou *hypotézou životního cyklu* (která tvrdí, že lidé se snaží udržovat si během celého života

¹¹³ EVENSKY, J., *Adam Smith's Moral Philosophy: A Historical and Contemporary Perspective on Markets, Law, Ethics, and Culture*. 2005, s. 237.

¹¹⁴ HANLEY, R. P., *Adam Smith: His Life, Thought, and Legacy*. 2016, s. 85–86.

¹¹⁵ HOLMAN, R., *Makroekonomie*. 2010, s. 388.

¹¹⁶ VLČEK, J. a kol. *Ekonomie a ekonomika*. 2005, s. 306.

stejnou úroveň spotřeby).¹¹⁷ Podle této teorie spotřebitel odchází do důchodu (a tedy končí jeho pravidelné příjmy) ve věku R a zemře ve věku T. Jeho celoživotní důchod tedy odpovídá vztahu YR, zatímco jeho celoživotní spotřeba vztahy CT, přičemž přirozeně platí, že $R \leq T$.¹¹⁸

Jelikož tedy (za předpokladu, že nemá na počátku produktivního věku žádné bohatství například v podobě dědictví) doba života ve většině případů převyšuje dobu, ve které pobírá důchod, musí spotřebitel svou spotřebu optimalizovat tak, aby ji mohl realizovat po celý život, tedy i v časovém úseku, který dělí období R od období T. Rozhodování spotřebitele tak vychází ze vztahu $CT=RY$, případně, pokud spotřebitel nějakým bohatstvím disponuje, lze tento vztah vyjádřit následovně: $C = \frac{W}{T-t} + \frac{R-t}{T-t} \times Y$,

kde W je počáteční bohatství, T-t doba do konce života a R-t doba do dosažení důchodového věku.¹¹⁹ O několik let později pak přišel Morgan Friedman se svou teorií permanentního důchodu, podle níž platí, že $C=cY_P$,¹²⁰ tedy, že výše spotřeby závisí na permanentním důchodu Y_P a nikoliv na tranzitorním (náhodném) důchodu Y_T .

Několik let na to začala vznikat i *teorie racionálního očekávání* (podle níž dokáží lidé v zásadě správně odhadnout důsledky zvýšení výdajů veřejného sektoru v podobě budoucího zvýšení daní).¹²¹ Ze všech těchto teorií mohl vyjít neoklasik Robert Barro a vznést svou teorii (respektive určitou modifikaci polozapomenuté teorie Davida Ricarda, kterou i empiricky dokázal na datech z USA po první světové válce), že pokles úspor veřejného sektoru (v důsledku deficitů veřejných rozpočtů) je kompenzován nárůstem soukromých úspor.¹²² To ve svém důsledku znamená, že nedojde k poklesu národních úspor, a proto ani k vyvolání tlaku na růst úrokové míry, apreciaci domácí měny a snížení čistého vývozu.¹²³ Jinými slovy, díky tomu, že lidé myslí na budoucnost a na své potomky, tak zvýšení vládních výdajů nezvýší agregátní poptávku, protože bude doprovázené snížením úrovně soukromých výdajů. V zásadě to však také zároveň znamená, že je pro

¹¹⁷ Více k této teorii viz DWIVEDI, D. N., *Macroeconomics: Theory and Policy*. 2010, s. 158–159.

¹¹⁸ Ibidem.

¹¹⁹ GAPINSKI, James H. *The Economics of Saving*. 1993, s. 71.

¹²⁰ CORD, Robert A., HAMMOND J. Daniel. *Milton Friedman: Contributions to Economics and Public Policy*. 2016, s. 34.

¹²¹ JUREČKA, V. a kol., *Makroekonomie*. 2017, s. 178.

¹²² HOLMAN, R., *Makroekonomie*. 2010, s. 389.

¹²³ Ibidem.

vládu lhostejné, zda se rozhodne vládní deficit odstranit zvýšením daní nebo převedením do veřejného dluhu, protože to v každém případě bude mít stejný účinek na agregátní spotřebu.¹²⁴

Keynesiánské pojetí deficitu veřejných rozpočtů, respektive veřejného dluhu, je o něco smířlivější. Pro Keynese, který přišel s *teorií efektivní poptávky*, byla agregátní poptávka základem úspěšného fungování ekonomiky, a proto pokud soukromá spotřeba stagnuje, by se vláda v jeho pojetí neměla příliš zdráhat podpořit poptávku pomocí aktivní fiskální politiky i za cenu rozpočtových deficitů. A to především díky takzvanému *keynesiánskému multiplikátoru*, díky němuž by prostředky takto vložené do ekonomiky měly přinést větší užitek, než byla jejich původní hodnota.¹²⁵

Z toho důvodu lze říci, že zatímco neoklasici veřejný dluh z větší části odmítají, neokeynesiánci se k němu staví neutrálně. Nepovažují jej v zásadě ani za špatný, ani za dobrý, nýbrž se v jejich očích jedná o neutrální nástroj, pomocí kterého lze stimulovat poptávkovou stranu. Tento nástroj si však mohou dovolit použít jen státy, které jsou schopné ho ovládat, protože přípustná je jen udržitelná míra veřejného dluhu. Jakmile je tato míra překročena, tak i neokeynesiánci uznávají, že hrozí riziko inflace (či v krajním případě dokonce hyperinflace), vysoké reálné úrokové sazby a podobně.¹²⁶

Pokud však hovoříme o problematice veřejného dluhu, je zapotřebí se vedle klasického rozdělení ekonomického myšlení na „pravicové“ neoklasiky a „levicové“ neokeynesiánce (a k oběma proudům příbuzné směry), zaměřit i na další směry, protože v této oblasti se o slovo mohutně hlásí i takzvaná *Nová politická ekonomie* (New political economy), která se snaží aplikovat poznatky získané napříč spektrem ekonomických teorií do politické reality. Jinými slovy se zabývá aplikací ekonomických nástrojů na politiku.¹²⁷

Paradigmatem nové politické ekonomie je, že politici i voliči jsou racionální ekonomičtí činitelé, kteří se na základě jim dostupných informací snaží maximalizovat svůj užitek.¹²⁸ To s sebou přináší hned dvě úskalí: Za prvé političtí činitelé i voliči nemají vždy

¹²⁴ Srov. BARRO, R. J., *On the Determination of the Public Debt*, 1979/2017 [online]. (PDF) [cit. 21.11. 2017].

¹²⁵ HOLMAN, R., *Makroekonomie*. 2010, s. 259.

¹²⁶ FISCHER, Stanley, EASTERLY, William. *The Economics of the Government Budget Constraint*, 2002 [online]. (PDF). [cit. 22. 11. 2017].

¹²⁷ ROMER, D., *Advanced Macroeconomics*. 2012, s. 605.

¹²⁸ *Ibidem*.

úplné a zcela přesné informace, a i když je mají, mnohdy nedisponují potřebnými vědomostmi, aby je mohli správně vyhodnotit a využít. Za druhé, i když zrovna disponují správnými informacemi i schopností jejich optimálního využití, mohou být zároveň osobně motivováni možnostmi osobního prospěchu, ke kterému vede mnohdy jiná cesta, nežli je nastolení objektivně optimálního ekonomického stavu.¹²⁹

Ve skutečnosti jsme tak svědky toho, že vlády jsou zdrojem obrovských neefektivností – ať už se jedná o přebujelou byrokracii, regulace, špatně nastavený systém daní a dotací, inflaci či rozpočtové deficity. Příčinou toho mnohdy skutečně jsou výše zmíněné důvody (ať už jednotlivě či jejich kombinace). To znamená, že některé rysy politiky jsou jen těžko pochopitelné, pokud si zároveň neuvědomíme, že znalosti jejich tvůrců (politiků, kteří je realizovali i voličů, kteří politiky do jejich funkcí svými hlasy dosadili) byly omezené a jejich motivy mohou být z objektivního hlediska pokřivené. Neokeynesiánec David Romer v tomto uvádí jako příklad, že řada lidí stále vehementně podporuje politiku protekcionismu, a to jednoduše z toho důvodu, že nechápe benefity vyplývající z ricardiánské komparativní výhody.¹³⁰

Výčet ekonomických teorií vztahujících se k veřejnému dluhu, by pochopitelně mohl být daleko delší. Výše uvedené příklady slouží pro ilustraci různých pohledů na jednu problematiku, přičemž tyto pohledy je zapotřebí vždy zasazovat do celkového kontextu dané ekonomické školy. Zatímco některé z těchto teorií nikdy neopustí akademickou půdu, jiné jsou s větším či menším úspěchem aplikovány v praxi.

Příkladem uskutečněných teorií, vztahujících se rovněž k veřejnému dluhu, může být zajímavý model sociálního státu (vycházející do značné míry z keynesiánského myšlení), který realizují mimo jiné skandinávské státy. Ty se při jeho realizaci inspirovaly úvahami Williama Beveridge o welfare státu, ve kterém dochází k výraznému přerozdělování příjmů za účelem zvýšení celkové životní úrovně společnosti.¹³¹ Například Švédsko tak má jedny z nejvyšších daňových sazeb v rámci celé EU. Aby si to mohlo dovolit, musí pochopitelně nabídnout svým občanům něco na oplátku, což Švédsko řeší mimořádně

¹²⁹ ROMER, D., *Advanced Macroeconomics*. 2012, s. 605.

¹³⁰ *Ibidem*.

¹³¹ WALSH, M., STEPHENS, P., MOORE, S., *Social Policy and Welfare*. 2000, s. 45.

rozvinutou úrovní služeb, které stát svým občanům poskytuje.¹³² Je přitom zajímavé, že mimořádně vysokou úroveň *welfare státu* se Švédsku daří zajišťovat, aniž by přitom docházelo k růstu jeho veřejného zadlužení. Jak bude ukázáno níže, Švédský veřejný dluh je výrazně nižší, nežli je průměr EU.

Koncept sociálního státu však nalezne i řadu kritiků, kteří poukazují například na jeho negativní dopad na hospodářský růst, problémy s redistribucí veřejných financí a nákladností redistribučních mechanismů, přílišné omezení svobody podnikání a celková demotivace podnikatelů, která je způsobena vysokou mírou zdanění a podobně.¹³³ K těmto výtkám, které se objevily již krátce po vzniku samotného Beveridgova konceptu, lze v současné době přidat i problémy demografického charakteru. Evropská populace stárne a podíl osob v produktivním věku neustále klesá.¹³⁴ Na jejich bedrech tak bude ležet čím dál větší zátěž, která se záhy může stát neúnosnou. V takovém případě bude muset klesnout vysoká úroveň sociálního státu, což pochopitelně veřejnost ponese se značnou nelibostí. Je tak takřka jisté, že demografický vývoj celkový koncept sociálního státu v dohledné době výrazně ovlivní, a to i v těch zemích, kde je tento přístup prozatím relativně úspěšně realizován.

¹³² STEINMO, S., *The Evolution of Modern States: Sweden, Japan, and the United States*. 2010, s. 34.

¹³³ Srov. STOESZ, D., *The Dynamic Welfare State*, s. 239 a WILENSKY, Harold L. *The Welfare State and Equality: Structural and Ideological Roots of Public Expenditures*. 2016, s. xvi.

¹³⁴ POPULATION DIVISION, DESA, UN. *World Population Ageing: 1950-2050*, 2001 [online]. (PDF). [cit. 12. 11. 2017].

4 Vlastní práce

4.1 Veřejný dluh České republiky

Česká republika jako svrchovaný subjekt mezinárodního práva vznikla 1. ledna 1993 rozdělením tehdejší České a Slovenské Federativní Republiky. Tento stát měl za sebou poměrně bouřlivé období, které začalo na sklonku roku 1989 takzvanou Sametovou revolucí. Ta se v ekonomické oblasti projevila přechodem od centrálního plánování k tržnímu hospodářství. Stát, který se v této době snažil opět začlenit do západního světa, byl od svého historického předchůdce, první Československé republiky, na jejíž úspěchy chtěla tehdejší ČSFR a později i Česká republika navázat, hospodářsky velmi vzdálen. Jestliže v roce 1937 patřilo Československo k nejvyspělejším státům světa s ročním příjmem 170 dolarů *per capita*, o více než půl století později, v roce 1990, stačil roční příjem 3 190 dolarů *per capita* na přibližně padesáté místo na světě.¹³⁵ Československá ekonomika se nacházela v neutěšeném stavu, takřka úplně například chybělo soukromé podnikání a podobně.¹³⁶ Z toho důvodu byl zahájen rozsáhlý proces transformace ekonomiky, jehož hlavní část skončila až okolo roku 1995, jak dokládá zvýšené tempo růstu v této době.¹³⁷

Proces ekonomické transformace v Československu (a od roku 1993 v samostatné České republice) vyvolával již ve své době značné kontroverze. Ovšem při zpětném pohledu jej lze ve srovnání s ostatními postkomunistickými státy hodnotit pozitivně s vědomím, že žádná ekonomická transformace nemůže probíhat hladce a vést ke spokojenosti všech, jak na to v roce 2014 během konference na téma *25 let kapitalismu v České republice* upozornil viceguvernér ČNB Vladimír Tomšík.¹³⁸

Výsledkem relativně dobře zvládnuté transformace byl i poměrně malý státní dluh, který Česká republika v době svého vzniku vykazovala. Navíc jej fiskálně odpovědná vláda Václava Klause (1993–1997) dokázala udržet v poměru k hrubému domácímu

¹³⁵ MLSNA, P., Hospodářský vývoj v Československu a v České republice po roce 1989. In: *Česko a Rakousko po konci Studené války. Různými cestami do nové Evropy*. 2009, s. 119.

¹³⁶ TŮMA, O., Pád komunistického režimu v Československu. In: *Česko a Rakousko po konci Studené války. Různými cestami do nové Evropy*. 2009, s. 21.

¹³⁷ ČNB, *Výroční zpráva 1995, 2017* [online]. [cit. 24. 1. 2018], s. 3.

¹³⁸ TOMŠÍK, V., *Ekonomická transformace a její lekce pro dnešek*, 2014 [online]. [cit. 8. 8. 2017].

produktu na průměrné výši 10,42 % HDP. Pokud bychom uvažovali nejen státní, ale celkový dluh veřejného sektoru, tak ten v této době dosáhl v průměru 13,95 % HDP, což lze považovat za velmi solidní hodnotu, obzvláště pokud uvážíme, že již v této době platná maastrichtská kritéria umožňovala 60procentní zadlužení veřejného sektoru v poměru k HDP a celá řada evropských států tuto hranici již v první polovině 90. let překračovala.¹³⁹

V pozdějších letech samozřejmě došlo k relativně prudkému nárůstu výše závazků veřejného sektoru České republiky (nejvíce meziročně tento dluh vzrostl v poměru k HDP v roce 2001), ovšem doposud nikdy nebyla překročena ani hranice 45 % HDP. Pokud se týká České republiky, tak lze jednoznačně konstatovat, že maastrichtské kritérium týkající se veřejného dluhu doposud vždy splňovala a zcela jistě jej bude splňovat i nadále, jak bude nastíněno v kapitole zabývající se prognózou vývoje zadlužení veřejného sektoru České republiky. Navíc, jak bude nastíněno v kapitole zabývající se komparací veřejného dluhu České republiky s vybranými státy, český veřejný dluh patří k nejnižším v rámci celé Evropské unie.

Vzhledem k tomu, že takzvaný *konsolidovaný hrubý dluh sektoru vládních institucí* (dle definice ESA 2010, kód S. 13) je určující pro posuzování plnění maastrichtských kritérií a zároveň vyjma státního dluhu obsahuje i další parciální dluhy veřejného sektoru (v České republice je to dluh místních vlád a fondů sociálního zabezpečení), lze tento dluh považovat nejen za směrodatný pro potřeby této práce, ale je možné jej také ztotožnit s dluhem veřejným, jak byl definován v úvodu teoretické části této práce.

Obecně platí, že zadlužení ČR tvoří především státní dluh – tedy dluh ústředních vládních institucí (podle ESA 2010 kód S. 1311). Vzhledem ke správnému uspořádání státu naopak Česká republika nevykazuje žádný dluh národních (respektive zemských) vládních institucí (S. 1312) a jen relativně velmi malý dluh místních vládních institucí (S. 1313). Podíl fondů sociálního zabezpečení (S. 1314) je pak zcela okrajový a v roce 2016 tyto fondy ve skutečnosti přispěly ke snížení veřejného dluhu, když do svého portfolia převzaly část dluhu ostatních vládních sektorů.

¹³⁹ EUROSTAT, *General government gross debt – annual data, 2017* [online]. [cit. 19. 11. 2017].

Své vysvětlení si v souvislosti s *veřejným dluhem* ztotožněným s *konsolidovaným dluhem sektoru vládních institucí* dle ESA 2010 zaslouží rovněž pojem „konsolidovaný“, který není myšleno nic jiného, než že dluh veřejného sektoru v tomto vyjádření se vztahuje výhradně vůči subjektům, které do sektoru vládních institucí v České republice nepatří.¹⁴⁰ To znamená, že se do tohoto dluhu nezapočítávají závazky, které vykazuje jeden subsektor vůči druhému, například když dluhopisy emitované ústřední vládou zakoupí do svého portfolia fondy sociálního zabezpečení.

4.1.1 Vývoj veřejného a státního dluhu České republiky

Česká republika, jako jeden ze dvou nástupnických států bývalé federace, byla již od svého vzniku zatížena dvěma dluhy: jednak odpovídajícím podílem dluhu federálního, přičemž tento podíl dosahoval nominální výše 98 miliard Kč a poté také vlastním dluhem České republiky, která k 1. lednu 1993 dlužila celkem 65,6 miliard Kč. Dohromady tedy počáteční dluh nově vzniklé České republiky dosahoval výše 163,6 miliard Kč.¹⁴¹ Celkem 91,2 miliard Kč z tohoto zděděného dluhu bylo drženo domácími věřiteli, zatímco zbylých 72,4 miliard Kč připadalo na zahraniční investory, přičemž podstatná část zahraničního dluhu – ve výši 50 miliard Kč – byla tvořena převzatým podílem závazků ČSOB, tedy banky, založené roku 1964 mimo jiné za účelem zajišťování státních půjček denominovaných v zahraničních měnách. Podíl státního dluhu (v hrubé výši) na hrubém domácím produktu byl přibližně 17 % HDP, což je hodnota, díky níž Česká republika patřila mezi nejméně zadlužené státy světa.¹⁴²

Vývoj dluhu České republiky od jejího vzniku až do současnosti (respektive do roku 2016) znázorňuje graf 1. Hodnoty, které uvádí, odpovídají metodice ESA 2010. Jedná se tedy o takzvaný *konsolidovaný vládní dluh*, nazývaný též neformálně „maastrichtským dluhem“, který je tvořen sumou závazků „všech vládních institucí (zatříděných v sektoru vlády – S. 13) z nesplacených dluhových finančních nástrojů v nominální hodnotě ke konci roku, konsolidovaný mezi subsektory a v rámci subsektorů vládních institucí.“¹⁴³ Vládní

¹⁴⁰ KOŠŤÁKOVÁ, T., *Konsolidovaný a nekonsolidovaný dluh*, 2015 [online]. [cit. 6. 8. 2017].

¹⁴¹ DVOŘÁK, P., *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 2008, s. 97.

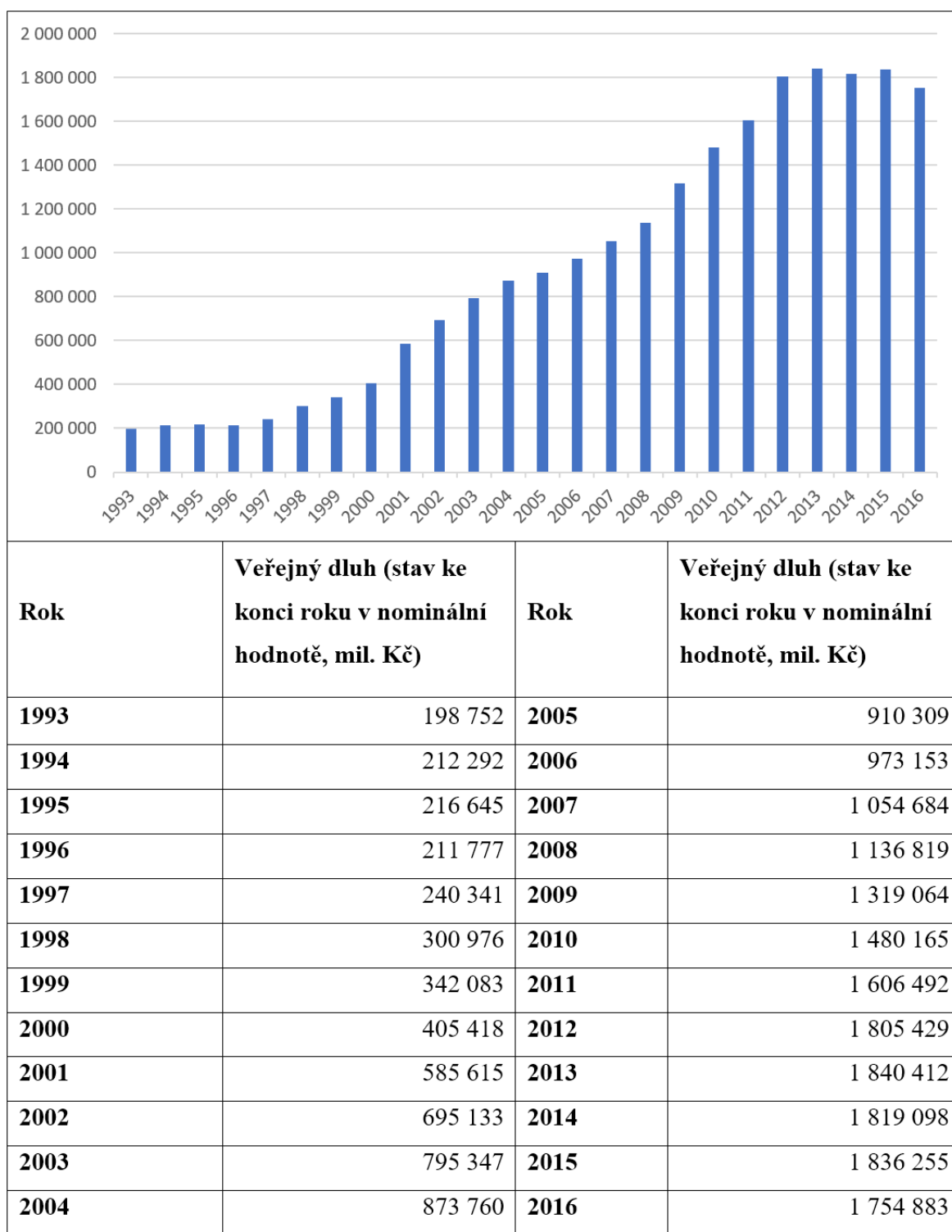
¹⁴² *Ibidem*, vlastní výpočty.

¹⁴³ ČSÚ, *Historická ročenka 1990 až 2010 - Konsolidovaný vládní dluh podle finančních nástrojů (stav k 31. 12.)*, 2011 [online]. [cit. 26. 1. 2018].

instituce se dle metodiky ESO 2010 v podmínkách České republiky základně dělí na ústřední a místní a dále jsou k nim počítány rovněž fondy sociálního zabezpečení. Tato metodika vykazování dluhu odpovídá požadavkům Eurostatu, a je proto srovnatelná na mezinárodní úrovni (například při posuzování úrovně plnění maastrichtských kritérií). Z toho důvodu je s ní pracováno i v rámci této práce. Nutno ještě podotknout, že hodnoty uvedené v tabulce pro roky 1993 a 1994 nejsou konsolidované, ovšem nepřesnost nepřesahuje hodnotu 0,5 p.b. podílu na HDP.¹⁴⁴

¹⁴⁴ ČSÚ, *Historická ročenka 1990 až 2010 - Konsolidovaný vládní dluh podle finančních nástrojů (stav k 31. 12.)*, 2011 [online]. [cit. 26. 1. 2018].

Graf 1: Vývoj veřejného dluhu České republiky v absolutním vyjádření.



Zdroj: ČSÚ, 2017.

Tabulka 1 pak znázorňuje podíl nominální výše konsolidovaného veřejného dluhu na hrubém domácím produktu vyjádřeném v běžných cenách, přičemž postihuje rovněž meziroční změny.

Tabulka 1: Vývoj veřejného dluhu České republiky v relativním vyjádření v poměru k HDP.

Rok	HDP (běžné ceny, mil. Kč)	Podíl veřejného dluhu na HDP (%)	Meziroční změna	Rok	HDP (běžné ceny, mil. Kč)	Podíl veřejného dluhu na HDP (%)	Meziroční změna (p. b.)
1993	1 195 811	16,62	-	2005	3 264 931	27,88	-0,65
1994	1 364 823	15,55	-1,07	2006	3 512 798	27,70	-0,18
1995	1 586 447	13,66	-1,90	2007	3 840 117	27,46	-0,24
1996	1 818 342	11,65	-2,01	2008	4 024 117	28,25	0,79
1997	1 958 725	12,27	0,62	2009	3 930 409	33,56	5,31
1998	2 146 389	14,02	1,75	2010	3 962 464	37,35	3,79
1999	2 242 417	15,26	1,23	2011	4 033 755	39,83	2,47
2000	2 379 393	17,04	1,78	2012	4 059 912	44,47	4,64
2001	2 568 309	22,80	5,76	2013	4 098 128	44,91	0,44
2002	2 681 644	25,92	3,12	2014	4 313 789	42,17	-2,74
2003	2 810 382	28,30	2,38	2015	4 595 783	39,96	-2,21
2004	3 062 444	28,53	0,23	2016	4 773 240	36,77	-3,19

Zdroj: ČSÚ, vlastní výpočet, 2017.

Vývoj výše veřejného dluhu přirozeně částečně závisí na exogenních determinantech, které jsou zpravidla neovlivnitelné, avšak z větší části je ovlivňována faktory endogenními, které jsou pod kontrolou politických představitelů. Proto lze na vývoj dluhu nahlížet v kontextu jednotlivých vlád, které byly zodpovědné za vývoj dluhu ústřední vlády, jenž vždy tvořil naprosto zásadní část celkové výše dluhu.

První časový interval lze vymezit roky 1993 a 1997, tedy dobou, kdy byl premiérem České republiky Václav Klaus a ministry financí postupně Ivan Kočárník a Ivan Pilip. Toto období se vyznačovalo relativně konzervativní hospodářskou politikou s vysokým stupněm finanční disciplíny, takže veřejný dluh vlády byl víceméně stabilní (v roce 1996 došlo dokonce k meziročnímu snížení závazků vládních institucí). Za celé období se tento dluh

zvýšil pouze o 17,3 %, přičemž dluh ústřední vlády narostl jen o 12,2 % a o zbytek růstu se postaral především dluh místních vlád, který narostl takřka o 67,5 %. Na tento nárůst závazků místních samospráv, který v nominálním vyjádření dosáhl hodnoty přibližně 21,6 miliard Kč, však měla centrální vláda jen minimální vliv. Zcela okrajový dopad na změnu zadlužení pak měly fondy sociálního zabezpečení (v roce 1997 byl jejich dluh o 200 milionů Kč nižší nežli v roce 1993).¹⁴⁵ Dlužno dodat, že výše uvedený nárůst se týká jen absolutní hodnoty veřejného dluhu.

Z celkového makroekonomického pohledu se toto období vyznačovalo překonáním relativně vysoké míry inflace z let 1989–1993, velmi nízkou mírou registrované nezaměstnanosti (až do roku 1996 okolo 3 %) a v letech 1993–1996 rovněž vysokým tempem růstu HDP (průměrně o více než 4,2 p.b. ročně).¹⁴⁶ Jelikož hrubý domácí produkt rostl rychleji než veřejný dluh, znamenalo to, že se podíl zadlužení veřejného sektoru k HDP v letech 1993–1996 trvale snižoval, a to z 16,62 % v roce 1993 na 11,65 % v roce 1996. Relativně problematickou položkou však byl zahraniční obchod, a to přesto, že od roku 1991 do roku 1994 se jeho obrat takřka zdvojnásobil.¹⁴⁷ Tento nárůst byl však zapříčiněn ve větší míře zvýšením dovozu, který například v roce 1996 převyšoval vývoz přibližně o 153 miliard Kč.¹⁴⁸

Poslední rok prvního období se nesl ve znamení všeobecného úpadku nejen české, ale i světové ekonomiky. Její nejdůležitější partneři v důsledku toho oslabili oproti koruně své měny a to znamenalo, že zahraniční poptávka po české produkci znatelně poklesla. Tento jev se projevil i na tempu růstu HDP, který v roce 1997 meziročně poklesl v reálném vyjádření o 0,7 p.b., zatímco veřejný dluh vykázal celkem intenzivní nárůst, takže v tomto roce tvořil 12,27 % HDP.

Druhý úsek je podstatně kratší a souvisí s polouřednickou vládou Josefa Tošovského v roce 1998, v jehož kabinetu zůstal ve funkci ministra financí Ivan Pilip. Za rok 1998 narostl veřejný dluh České republiky o více než 60,6 miliard Kč, což představuje změnu o

¹⁴⁵ ČSÚ, *Historická ročenka 1990 až 2010 - Konsolidovaný vládní dluh podle finančních nástrojů (stav k 31. 12.)*, 2011 [online]. [cit. 26. 1. 2018].

¹⁴⁶ ČSÚ, *Hlavní makroekonomické ukazatele*, 2017 [online]. Český statistický úřad. [cit. 20. 12. 2017].

¹⁴⁷ ČSÚ, *Zahraniční obchod České republiky*, 2017 [online]. [cit. 8. 12. 2017], vlastní výpočet.

¹⁴⁸ *Ibidem*.

více než 25 % oproti předcházejícímu roku. Za jeden rok se tak veřejný dluh meziročně zvýšil více než za předchozích pět let dohromady.

Tento trend byl zaviněn mimo jiné pokračující celosvětovou ekonomickou recesí, která do značné míry souvisela s Asijskou finanční krizí (jež propukla v létě roku 1997), s Ruskou měnovou krizí (která nastoupila o rok později) a s brazilskou finanční krizí, jejíž počátky se vážou ke stejnému roku.¹⁴⁹

Třetí sledovaný časový interval je spojen s první levicovou vládou v České republice, kterou v letech 1999–2002 vedl jako premiér Miloš Zeman. Ve funkci ministra financí se postupně vystřídali Ivo Svoboda, Pavel Mertlík a Jiří Rusnok. Jelikož se jednalo o levicovou vládu, nepřekvapí její větší inklinace ke Keynesovým myšlenkám podporujícím větší angažovanost fiskální politiky. S tím souvisel i relativně vysoký nárůst veřejného dluhu, který se v nominální hodnotě zvýšil o více než 394 miliard Kč, stoupl tedy na téměř 231 % hodnoty z roku 1998. Tento růst zadlužení byl způsoben především sektorem ústřední vlády (nárůst zadlužení o téměř 142 % v roce 2002 oproti hodnotě z roku 1998). Na dluh místních vlád neměla změna politické orientace centrální vlády příliš velký vliv: zatímco v letech 1993–1998 narůstalo zadlužení místních samospráv průměrně o 5,1 miliardy Kč ročně, v letech 1999–2002 se toto tempo snížilo na necelých 3,5 miliard Kč ročně, přičemž je zapotřebí vzít v úvahu mimořádné náklady, které místním vládám vznikly v důsledku povodní roku 2002. Tyto události se podepsaly pod mimořádně vysoký nárůst lokálního zadlužení v roce 2002 (meziročně téměř 9,5 miliardy Kč), který výslednou hodnotu poněkud zkresluje.¹⁵⁰

Povodněmi ovlivněné roky 2002 a 2003 byly pro českou ekonomiku celkově nepříznivé. V roce 2002 hospodařila vláda s deficitem téměř 168 miliard Kč, a ještě výraznější deficit byl vykázán v roce následujícím (více než 179 miliard Kč). Naopak jen podprůměrným tempem rostl hrubý národní produkt, což se negativně projevilo i na jeho srovnáním se závazky veřejného sektoru. Zatímco v roce 1999 tvořily tyto závazky jen 15,26 % HDP, v roce 2002 to bylo již 25,92 %.

¹⁴⁹ ČNB, *Výroční zpráva 1998, 2017* [online]. [cit. 24. 1. 2018], s. 16.

¹⁵⁰ ČSÚ, *Historická ročenka 1990 až 2010 - Konsolidovaný vládní dluh podle finančních nástrojů (stav k 31. 12.)*, 2011 [online]. [cit. 26. 1. 2018], vlastní výpočet.

Čtvrtý úsek je tvořen druhou vládou sociální demokracie (2003–2006), v jejímž čele se vystřídali Vladimír Špidla (2003–2004), Stanislav Gross (2005) a Jiří Paroubek (2006). Stabilita naopak panovala na postu ministra financí, kterým byl po celou dobu pozdější premiér Bohuslav Sobotka. Tato vláda zpočátku navázala z pohledu tempa zadlužování státu na předchozí tendence, ovšem později projevila o něco vyšší míru fiskální disciplinovanosti, takže během jejího působení stoupl veřejný dluh „jen“ o přibližně 278 miliard Kč, což odpovídá nárůstu dluhu od roku 2002 do roku 2006 o necelých 40 %. Tento nárůst je v relativním vyjádření podstatně nižší, nežli tomu bylo u vlády Miloše Zemana, ovšem je třeba mít na paměti, že výpočet v sobě zahrnuje již naakumulovaný dluh z předchozích období. Signifikantnější je srovnání nárůstu v nominálním vyjádření, podle kterého hodnota veřejného dluhu vzniklého v době druhé vlády sociální demokracie odpovídá přibližně 70,6 % dluhu vzniklému během první vlády této strany.

Z politicko-hospodářského pohledu byl v tomto období velmi významný vstup České republiky do Evropské unie roku 2004. Přímým dopadem na ekonomiku začala být nejen možnost čerpání finančních prostředků z fondů EU (ačkoliv Česká republika jako kandidátský stát mohla čerpat prostředky z některých fondů již před svým vstupem), ale důležitá byla také změna v zahraničním obchodu, ve kterém od roku 2005 poprvé od roku 1991 převážila obchodní bilance o 38,6 miliard Kč ve prospěch exportu. Nutno podotknout, že převaha exportu od tohoto roku získala stabilní charakter a Česká republika se stala typickou otevřenou ekonomikou.¹⁵¹ I tyto skutečnosti měly vliv na to, že České republice se hospodářsky dařilo mimořádně dobře a hrubý domácí produkt v letech 2003–2006 narůstal v reálném vyjádření průměrně o téměř 5,5 p.b. ročně, přičemž průměr od roku 1993 do roku 2002 dosahoval výše pouze 2,3 p.b. ročního nárůstu HDP.¹⁵² Z tohoto důvodu došlo během období druhé vlády sociální demokracie ke snížení hodnoty podílu zadlužení veřejného sektoru na HDP. V roce 2003 činil tento poměr 28,3 % a na konci roku 2006 klesl na hodnotu 27,7 %. Tento výsledek je však zapotřebí vnímat v kontextu mimořádného hospodářského růstu, který Česká republika v této době zažívala.

Následovalo období středopravicových vlád Mirka Topolánka (2007–2009), které bylo v roce 2010 zakončeno úřednickou vládou Jana Fischera. Ministry financí byli

¹⁵¹ ČSÚ, *Zahraniční obchod České republiky*, 2017 [online]. [cit. 8. 12. 2017], vlastní výpočet.

¹⁵² ČSÚ, *Hlavní makroekonomické ukazatele*, 2017 [online]. Český statistický úřad. [cit. 20. 12. 2017].

postupně Vlastimil Tlustý a Miroslav Kalousek, ve vládě Jana Fischera pak Eduard Janota. Ačkoliv by se dalo předpokládat, že spíše pravicová orientace centrální vlády bude mít za následek snížení deficitů veřejných rozpočtů, a nepřímou tak zamezí zvyšování veřejného dluhu, realita byla značně odlišná. Od konce roku 2006 do konce roku 2009 narostl veřejný dluh o 345,9 miliard Kč, v roce 2010 meziročně stoupl o dalších 161,1 miliard Kč. To představuje jedny z nejvyšších nárůstů veřejného zadlužení v historii České republiky. Hlavní podíl na této změně má přitom dluh centrální vlády, jelikož dluhy místních vlád stouply za stejné období jen o necelých 10,2 miliardy Kč a dluhy fondů sociálního zabezpečení dokonce poklesly o 167 milionů Kč na zcela zanedbatelných 24 milionů Kč.¹⁵³

Je zajímavé, že v počátcích této vlády bylo zadlužování veřejného sektoru jedním ze zásadních témat. V souvislosti s ním slíbil roku 2007 Mirek Topolánek reformu veřejných financí, která se stala nosným tématem po takřka celé období jeho vlády.¹⁵⁴ Hospodářská situace však tomuto kroku příliš nepřála: v roce 2008 propukla mezinárodní finanční krize a na Českou republiku jakožto na otevřenou ekonomiku měla relativně tvrdý dopad. V roce 2009 poklesl její reálný hrubý domácí produkt o 4,8 p.b. a výrazně stoupla i míra nezaměstnanosti.¹⁵⁵ V poměru k HDP tak veřejný dluh velmi rychle narůstal, takže zatímco v roce 2007 dosáhl výše „pouze“ necelých 27,5 % HDP, na konci roku 2009 to bylo již více než 33,5 % HDP.

Předposlední časový úsek je vymezen roky 2011 a 2014, v nichž úřadovaly vlády Petra Nečase (do roku 2014) a úřednická vláda Jiřího Rusnoka (2014). Ve funkci ministra financí se vystřídali Miroslav Kalousek a bývalý premiér Jan Fischer, který tento post zastával v úřednické vládě roku 2014. Tyto vlády převzaly neblahé dědictví v podobě nutností vypořádat se s následky finanční krize z roku 2008 a i proto veřejný dluh během tohoto období (konkrétně roku 2013) kulminoval na historický nejvyšší hodnotě 1 840,4 miliardy Kč. Celkově ovšem tempo jeho růstu oproti předcházejícímu úseku zřetelně pokleslo, takže rozdíl mezi stavem na konci roku 2010 a stavem na konci roku 2014 činil „pouze“ přibližně 339 miliard Kč. Hlavní podíl na růstu dluhu měly roky 2011 a 2012, zato

¹⁵³ ČSÚ, *Historická ročenka 1990 až 2010 - Konsolidovaný vládní dluh podle finančních nástrojů (stav k 31. 12.)*, 2011 [online]. [cit. 26. 1. 2018], vlastní výpočet.

¹⁵⁴ TOPOLÁNEK, M., *Projev premiéra Mirka Topolánka*, 2007 [online]. [cit. 8. 1. 2018].

¹⁵⁵ ČSÚ, *Hlavní makroekonomické ukazatele*, 2017 [online]. Český statistický úřad. [cit. 20. 12. 2017].

růst v roce 2013 byl relativně velmi malý a v roce 2014 došlo poprvé od roku 1996 k meziročnímu poklesu nominální hodnoty veřejného dluhu.¹⁵⁶

Rovněž tak hospodářská situace se počala pomalu zlepšovat a průměrný růst hrubého domácího produktu v tomto období dosáhl hodnoty téměř 1 p.b.¹⁵⁷ Veřejný dluh však rostl podstatně rychleji, takže v roce 2013, ve kterém dosáhl svého nominálního vrcholu, tvořil více než 44,9 % HDP. V následujícím roce, poté, co hrubý domácí produkt narostl v reálném vyjádření o 2 p.b., však tento podíl opět znatelně klesl na necelých 44,2 % HDP.

Doposud poslední vládou, jejíž počínání lze v souvislosti se zadlužením veřejného sektoru České republiky hodnotit, je část období koaliční vlády Bohuslava Sobotky, vymezená roky 2015 a 2016. V této době vykonával funkci ministra financí Andrej Babiš. Souhrnné údaje pro rok 2017 nejsou v době sepisování této práce k dispozici. Rok 2015 se projevil mírným meziročním nárůstem veřejného zadlužení, ovšem rok následující přinesl snížení veřejného dluhu celkově o téměř 81,4 miliardy Kč, což je doposud nejlepší výsledek v historii České republiky.¹⁵⁸

Nemalý podíl na těchto pozitivních výsledcích má poměrně vysoké tempo růstu české ekonomiky, jelikož v roce 2015 rostl její HDP o 4,3 p.b. a v roce 2016 o 2,3 p.b. Vzhledem k poklesu nominální hodnoty veřejného dluhu, který byl dán především realizovanými úsporami v sektoru centrální vlády (a snížením státního dluhu, o němž bude pojednávat jedna z následujících kapitol), výrazně klesl i podíl veřejného zadlužení České republiky na jejím HDP.

Rámcově lze uvést i hodnoty pro první polovinu roku 2017, které vykazují opětovný nárůst zadlužení veřejného sektoru. V polovině roku měl jeho dluh dosáhnout nominální výše 1 923 miliard Kč, což je o 168 miliard Kč více nežli na konci roku 2016.¹⁵⁹ Srovnávat tyto dílčí výsledky s předchozími hodnotami může být však zavádějící. V řadě případů totiž zadlužení veřejného sektoru v průběhu roku relativně výrazně kolísá, ovšem hodnota na konci roku může být značně odlišná. Je zapotřebí rovněž vzít v úvahu relativně rychlý růst hrubého domácího produktu České republiky, který může zapříčinit, že hodnota

¹⁵⁶ MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, *Hrubý dluh sektoru vládních institucí (GGD)*, 2018 [online]. [cit. 8. 1. 2018], vlastní výpočet.

¹⁵⁷ ČSÚ. *Hlavní makroekonomické ukazatele*, 2017 [online]. Český statistický úřad. [cit. 20. 12. 2017].

¹⁵⁸ MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, *Hrubý dluh sektoru vládních institucí (GGD)*, 2018 [online]. [cit. 8. 1. 2018], vlastní výpočet.

¹⁵⁹ *Ibidem*.

zadlužení jejího veřejného sektoru v poměru k HDP bude nižší, nežli tomu bylo v roce 2016.

4.1.2 Struktura dluhu

Velmi zajímavé je sledovat veřejný dluh z hlediska jeho složení, respektive podle instrumentů, kterými byl v daném okamžiku veřejný dluh tvořen. Tabulka 2 uvádí absolutní hodnoty jednotlivých sumarizovaných instrumentů, a sice 1) Oběživa a vkladů; 2) Dluhových cenných papírů a 3) Půjček.

Jednotlivé instrumenty si zaslouží krátké vysvětlení. Položka *Oběživo a vklady*, vyplývající z metodiky ES0 2010 (a jejích předchůdců), byla až do konce roku 2007 tvořena závazky Konsolidační banky (od roku 2001 Česká konsolidační agentura). Účelem této instituce bylo přebírat problematické závazky podniků, čímž je bránila proti příliš tvrdým úvěrovým podmínkám, kterými je zatěžovaly komerční banky. Počínání této instituce však bylo spojeno se značnými kontroverzemi (dokonce získala nepříliš lichotivé přezdívky „bankovní žumpa“ či „transformační stoka“), a tak byla ke konci roku 2007 její činnost ukončena a závazky převzal stát prostřednictvím ministerstva financí.¹⁶⁰ Pokud se týká samotného oběživa, tak to není v podmínkách České republiky počítáno mezi závazky vládních institucí, jelikož je závazkem na vládě zcela nezávislé ČNB.¹⁶¹

Položka *Dluhové cenné papíry* je tvořena emitovanými státními pokladničními poukázkami, státními dluhopisy, komunálními dluhopisy, ale rovněž dluhopisy emitovanými státními organizacemi, jako například Správou železničních dopravních cest (v roce 2003 převzala tato instituce dluh po Českých drahách, a.s.), Fakultní nemocnicí v Motole či již zmíněnou Českou konsolidační agenturou. V roce 2004 přibyla rovněž záruka za dluhopisy, které emitoval podnik Aero, a.s.¹⁶²

Konečně poslední položku tvoří *Půjčky*, a to především zahraniční půjčky, dále dluhy převzaté na základě vyvolaných garancí, případně ještě nesplacené dluhy vzniklé například v souvislosti s pronájmem stíhaček Saab JAS-39 Gripen v roce 2005 (přibližně 20 miliard

¹⁶⁰MAŠEK, J., *ČKA dnes zaniká, zbyl po ní účet za 236 miliard*, 2007 [online]. [cit. 7. 9. 2017].

¹⁶¹ČSÚ, *Historická ročenka 1990 až 2010 - Konsolidovaný vládní dluh podle finančních nástrojů (stav k 31. 12.)*, 2011 [online]. [cit. 26. 1. 2018].

¹⁶²Ibidem.

Kč) či s nákupem a instalací mytých bran (2008–2010), které jsou v rámci národních účtů klasifikované jako finanční leasing.¹⁶³

Tabulka 2: Struktura veřejného dluhu České republiky podle instrumentů, absolutní hodnoty.

Rok	Oběživo a vklady	Dluhové CP	Půjčky	Rok	Oběživo a vklady	Dluhové CP	Půjčky
1993	0	77 203	121 549	2005	10 119	710 353	189 837
1994	0	91 238	121 054	2006	7 871	799 292	165 990
1995	0	132 968	83 677	2007	8 752	888 900	157 032
1996	0	147 841	63 936	2008	9 650	967 082	160 087
1997	0	160 466	79 875	2009	9 639	1 125 054	184 371
1998	0	196 515	104 461	2010	8 515	1 280 259	191 391
1999	0	232 191	109 892	2011	3 312	1 408 153	195 027
2000	0	275 497	129 921	2012	8 406	1 603 476	193 547
2001	7 163	355 151	223 301	2013	6 835	1 639 111	194 466
2002	24 416	427 873	242 844	2014	9 958	1 622 964	186 176
2003	10 961	541 487	242 899	2015	5 353	1 648 330	182 572
2004	12 216	642 880	218 664	2016	7 840	1 593 074	153 969

Zdroj: ČSÚ, 2017.

Z tabulky je patrné, že položka *Oběživo a vklady* hraje v podmínkách České republiky ve vztahu k veřejnému dluhu jen zcela marginální roli. Význam položky *Půjčky* byl oproti tomu v historickém pohledu značně proměnlivý. Jestliže na počátku 90. let měly půjčky největší podíl na celkových závazcích veřejného sektoru České republiky, jejich význam po roce 1994 začal strmě upadat, což bude lépe patrné při rozboru tabulky 3. Důležité však je, že výše půjček je relativně konstantní – v roce 1993 byla 121 549 milionů Kč, zatímco o 23 let později, na konci námi sledované časové řady, byla hodnota těchto půjček 153 969 milionů Kč, což představuje relativní nárůst pouze o přibližně 21 %. Naopak rozdíl mezi nejnižší hodnotou (63 936 milionů Kč v roce 1996) a nejvyšší

¹⁶³ ČSÚ, *Historická ročenka 1990 až 2010 - Konsolidovaný vládní dluh podle finančních nástrojů (stav k 31. 12.)*, 2011 [online]. [cit. 26. 1. 2018].

hodnotou (242 899 milionů Kč v roce 2003) je již poměrně signifikantní (178 963 milionů Kč).

Bezesporně nejzajímavější položkou jsou *Dluhové cenné papíry*, které zpočátku měly relativně menší význam nežli půjčky, ovšem velmi rychle se prosadily jako hlavní instrument zadlužování České republiky. Pokud budeme sledovat vývoj nominálních hodnot zadlužení prostřednictvím dluhových cenných papírů, shledáme, že od roku 1993 až do roku 2013 lze pozorovat konstantní meziroční nárůst, který byl posléze vystřídán určitým kolísáním hodnot.

Tabulka 3 oproti předcházející tabulce operující s nominálními hodnotami ukazuje relativní podíl jednotlivých instrumentů na tvorbě celkového dluhu. Navíc rozlišuje u dluhových cenných papírů a půjček časové hledisko (respektive splatnost instrumentů), přičemž za krátkodobé cenné papíry, respektive půjčky jsou počítány závazky splatné do jednoho roku (zejména emitované státní pokladniční poukázky). Závazky s dobou splatnosti delší než jeden rok, jsou pak považovány za dlouhodobé. (Pro roky 1993 a 1994 se nepodařilo toto časové rozdělení dohledat a ověřit v důvěryhodných zdrojích, proto jsou uváděny pouze sumarizované údaje).

Tabulka 3: Struktura veřejného dluhu České republiky podle instrumentů se zohledněnou dobou splatnosti, podíly na celkovém dluhu.

Rok	Oběživo a vklady	Dluhové CP		Půjčky		Rok	Oběživo a vklady	Dluhové CP		Půjčky	
		SR	LR	SR	LR			SR	LR	SR	LR
1993	0,00		38,84		61,16	2005	1,11	9,07	68,97	1,32	19,54
1994	0,00		42,98		57,02	2006	0,81	7,88	74,25	1,03	16,03
1995	0,00	25,34	36,03	1,96	36,67	2007	0,83	6,77	77,51	0,52	14,37
1996	0,00	34,65	35,16	2,14	28,05	2008	0,85	5,14	79,93	0,28	13,80
1997	0,00	29,85	36,91	2,28	30,96	2009	0,73	5,58	79,71	0,69	13,28
1998	0,00	32,91	32,38	2,17	32,54	2010	0,58	6,50	79,99	0,54	12,39
1999	0,00	37,81	30,07	2,30	29,82	2011	0,21	8,55	79,11	0,56	11,58
2000	0,00	40,02	27,93	5,50	26,55	2012	0,47	9,91	78,90	0,20	10,52
2001	1,22	31,57	29,08	1,68	36,45	2013	0,37	6,57	82,49	0,26	10,31
2002	3,51	23,86	37,69	2,11	32,82	2014	0,55	5,88	83,34	0,52	9,72

2003	1,38	20,01	48,07	2,15	28,39	2015	0,29	4,59	85,18	0,51	9,44
2004	1,40	13,96	59,62	1,62	23,40	2016	0,45	0,27	90,51	0,20	8,57

Zdroj: ČSÚ, 2017.

Údaje obsažené v tabulce 4 vykazují poměrně dynamický vývoj v relativních hodnotách jednotlivých typů dluhových instrumentů. Jestliže v období bezprostředně po vzniku České republiky hrály nejvýznamnější roli půjčky (více než 61 % v roce 1993 a 57 % v roce následujícím), velmi záhy, již v roce 1995 ztratily postavení hlavního dluhového instrumentu, a to ve prospěch dluhových cenných papírů. Další signifikantní propad významnosti půjček se přibližně kryje s obdobím vstupu České republiky do Evropské unie v roce 2004: v následujícím roce půjčky doposud naposledy přesáhly 20% podíl na celkovém konsolidovaném dluhu (celkem 20,86 %).

Podobně jako půjčky, stejně tak i oběživo a vklady se na instrumentální skladbě dluhu podílejí jen minimálně. Částečně je to z důvodu, že se v podmínkách České republiky nepovažuje oběživo za státní závazek, jak již bylo poznamenáno výše. Nejvyšší hodnoty tak bylo dosaženo roku 2002, což je období, které se kryje s vrcholem aktivit České konsolidační agentury. Bilanční suma ČKA v tomto roce dosahovala výše 246,4 miliardy Kč.¹⁶⁴ Agentura se však v následujících letech dostala pod tvrdou kritiku a její činnost byla v roce 2007 ukončena (přičemž její roli převzalo ministerstvo financí). Počínaje rokem 2006 platí, že oběživo a vklady se na tvorbě veřejného dluhu podílely vždy méně než 1 %.

Zdaleka nejvýznamnějším instrumentem jsou tak dluhové cenné papíry, jejichž podíl na tvorbě veřejného dluhu se v roce 2016 blížil hodnotě 91 %. Výhody tohoto instrumentu jsou zřejmé: v první řadě se jedná o možnost obchodovat s veřejným dluhem na finančních (v případě státních pokladničních poukázek), respektive kapitálových trzích (v případě ostatních typů dluhopisů). Sekuritizace dluhu, tedy jeho převedení z formy přímých úvěrů do obchodovatelných obligací, je trendem, který ve vyspělých ekonomikách jednoznačně převládá. Nahrává tomu i skutečnost, že obligace veřejného sektoru (a především státní dluhopisy), které emitují státy s dostatečným ratingem, jsou z pohledu investorů hodnoceny jako vysoce bezpečné, takže jsou hojně nakupovány i za cenu toho, že generují

¹⁶⁴ ČKA, *Výroční zpráva 2002, 2003* [online]. (PDF). [cit. 7. 9. 2017].

většinou velmi nízký úrokový výnos. Jsou tak základem například konzervativních investičních fondů a podobně.

U půjček a dluhových cenných papírů tabulka rozlišuje časové hledisko. V současné době platí, že veřejný sektor jednoznačně preferuje instrumenty s dobou splatnosti delší než jeden rok. Z tabulky ale vyplývá, že se v případě dluhových cenných papírů jedná o trend, který se definitivně prosadil přibližně v době vstupu České republiky do Evropské unie. Do té doby byl podíl krátkodobých obligací poměrně vysoký – v letech 1998 až 2001 dokonce tvořily krátkodobé obligace větší část veřejného dluhu nežli dlouhodobé dluhopisy. Od roku 2005 však nikdy nepřesáhly 10% hranici a v roce 2016 jejich podíl dokonce klesl pod 1 %.

Zajímavý pohled skýtá rovněž rozdělení veřejného dluhu podle věřitele, měny a doby zbytkové splatnosti, které ukazují tabulky 4, 5, a 6. V rámci těchto tabulek je uveden aktuální stav (respektive stav ke konci roku 2016) a stav ke konci roku 2006, na základě kterého lze pozorovat změny ve struktuře složení veřejného dluhu podle jednotlivých kritérií v dostatečném časovém horizontu.

Tabulka 4: Struktura veřejného dluhu České republiky podle věřitelů, změna v letech 2006 a 2016.

Věřitel	2016	% podíl na celkovém dluhu	2006	% podíl na celkovém dluhu	Změna
Rezidenti					
Centrální banka	0	0	0	0	0
Ostatní měnové finanční instituce	438 563	24,99	417 121	42,86	-17,87
Ostatní finanční instituce	436 044	24,85	270 735	27,82	-2,97
Ostatní rezidenti členského státu	94 337	5,38	20 512	2,11	3,27
<i>Výše dluhu držená rezidenty členského státu</i>	<i>968 944</i>	<i>55,21</i>	<i>708 368</i>	<i>72,79</i>	<i>-17,58</i>

Nerezidenti					
Nerezidenti uvnitř eurozóny	512 589	29,21	256 155	26,32	2,89
Nerezidenti vně eurozóny	273 350	15,58	8 630	0,89	14,69
<i>Nerezidenti členského státu</i>	<i>785 939</i>	<i>44,79</i>	<i>264 785</i>	<i>27,21</i>	<i>17,58</i>
Celkem					
Celkový hrubý konsolidovaný dluh veřejného sektoru	1 754 883	100	973 153	100	-

Zdroj: ČSÚ, 2017.

Rozdělení veřejného dluhu podle věřitelů na rezidenty a nerezidenty představuje z důvodů popsaných v teoretické části práce pravděpodobně nejdůležitější kritérium. Obecně platí, že ve většině případů je pro stát výhodnější, když dluh jeho veřejného sektoru drží rezidenti, jako je tomu například u Japonska. Mezi rezidenty se řadí ČNB, ostatní měnové finanční instituce (tím jsou myšleny instituce přijímající vklady kromě centrální banky, fondy peněžního trhu a fondy kolektivního investování),¹⁶⁵ ostatní finanční instituce (ostatní finanční zprostředkovatelé, pomocné finanční instituce, kaptivní finanční instituce a půjčovatelé peněz)¹⁶⁶ a poslední kategorii tvoří všichni ostatní rezidenti členského státu. Naopak u nerezidentů se většinou sleduje, zda jsou či nejsou součástí eurozóny.

Při posuzování změny stavu nejsou důležité ani tak absolutní hodnoty podílů jednotlivých kategorií na zadlužení, jako jejich relativní vyjádření k celkové výši dluhu. Mezi lety 2006 a 2016 narostl podíl zahraničních věřitelů veřejného sektoru České republiky o téměř 17,6 p.b., takže v současné době drží nerezidenti téměř 44,8 % dluhu, zatímco v roce 2006 to bylo jen 27,2 %. Tento poměrně vysoký nárůst byl způsoben především výrazným vzestupem kategorie věřitelů, kteří pocházejí z oblastí mimo

¹⁶⁵ ČNB, *Metodický list: Statistika finančních účtů*, nedat. [online]. (PDF). [cit. 7. 10. 2017].

¹⁶⁶ Ibidem.

eurozónu. Na straně rezidentů lze naopak sledovat poměrně výrazný propad investorů z kategorie ostatních měnových finančních institucí.

Velmi významné je rovněž rozčlenění dluhu podle měny, ve které je denominován. Přirozeně platí, že pro stát je nejvýhodnější mít dluh denominovaný ve své vlastní měně, ovšem to je možné pouze ve chvíli, kdy je tato měna investory považována za dostatečně stabilní, kvalitní a důvěryhodnou. Vlastní měna totiž umožňuje efektivnější management veřejného dluhu i pomocí monetární politiky, na kterou stát v případě, že je jeho dluh denominován v cizí měně, nemá příliš vliv. Česká koruna tyto charakteristiky do značné míry splňuje, přesto podíl dluhu denominovaného v CZK mezi lety 2006 a 2016 poměrně výrazně poklesl ve prospěch dluhu denominovaného v eurech, jak to vyjadřuje tabulka 5:

Tabulka 5: Členění veřejného dluhu dle denominace měny, změna v letech 2006 a 2016.

Měna	2016	% podíl na celkovém dluhu	2006	% podíl na celkovém dluhu	Změna
Podíl denominovaný v CZK	1 418 771	80,85	870 498	89,45	-8,60
Podíl denominovaný v cizí měně zúčastněného členského státu (EUR).	325 073	18,52	96 188	9,88	8,64
Podíl denominovaný v ostatních měnách	11 039	0,63	6 467	0,66	-0,03
Celkový hrubý konsolidovaný dluh veřejného sektoru	1 754 883	100	973 153	100	-

Zdroj: ČSÚ, 2017.

Z tabulky je patrné, že CZK a EUR hrají ve vztahu k veřejnému dluhu České republiky zcela zásadní roli, zatímco podíl ostatních měn je dlouhodobě okrajový.

Konečně důležitou charakteristikou je také členění dluhu podle doby jeho splatnosti (lze sledovat počáteční splatnost instrumentů či jejich zbytkovou splatnost). Srovnání tohoto ukazatele v letech 2006 a 2016 uvádí tabulka 6:

Tabulka 6: Členění veřejného dluhu České republiky dle zbytkové splatnosti, změna v letech 2006 a 2016.

Zbytková splatnost (31. 12. 2016)	2016	% podíl na celkovém dluhu	2006	% podíl na celkovém dluhu	Změna
Zbytková splatnost do 1 roku	241 983	13,79	167 669	17,23	-3,44
Splatnost v rozmezí 1-5 let	814 919	46,44	339 217	34,86	11,58
Splatnost nad 5 let	697 981	39,77	466 267	47,91	-8,14
Celkový hrubý konsolidovaný dluh veřejného sektoru	1 754 883	100	973 153	100	-

Zdroj: ČSÚ, 2017.

Z tohoto srovnání vyplývá, že aktuální tendence směřuje k posilování významu střednědobých instrumentů (v rozmezí zbytkové splatnosti od 1 do 5 let), a to na úkor krátkodobých i dlouhodobých instrumentů.

Posledním významným členěním veřejného dluhu je jeho rozdělení podle vládní úrovně, která dílčí dluh vygenerovala. V České republice se veřejný dluh v tomto pohledu skládá z dluhu státního (dluh centrální vlády), místního (dluh místních samospráv) a dluhu fondů sociálního zabezpečení. Tyto úrovně se od sebe v některých ohledech odlišují, a proto bude o každé z nich pojednáno samostatně.

4.1.2.1 Státní dluh

Státní dluh tvoří v podmínkách České republiky nejvýznamnější část zadlužení veřejného sektoru. Na ministerstvu financí jej má od roku 2005 na starosti *Odbor Řízení státního dluhu a finančního majetku*.¹⁶⁷ Za státní dluh je odpovědná centrální vláda, ovšem obecně platí, že aktuální vlády přebírají naakumulovaný dluh vlád minulých a v otázce veřejných financí jim v mnoha případech svazují ruce mandatorní výdaje, které tyto vlády rovněž zdědily po svých předchůdcích. Pokud tak vláda chce dosáhnout vyrovnaného rozpočtu, či dokonce rozpočtu přebytkového, díky němuž by mohlo dojít ke snížení státního dluhu, musí najít oblast, ve které bude schopna vytvářet úspory, respektive snižovat výdaje. Zpravidla se tak snižují investice, jako tomu bylo například v roce 2016, kdy byl sice státní rozpočet v přebytku 62 miliard Kč, ale toho bylo dosaženo do značné míry meziročním snížením výdajů na investice o 77,5 miliard Kč. Dalším důvodem přebytku byly i větší příjmy z EU, než bylo původně předpokládáno. To bylo způsobeno mimo jiné tím, že EU nevyplatila České republice všechny prostředky určené pro rok předcházející, a proto jejich výplata spadla až do roku 2016.¹⁶⁸ V souladu se vztahem mezi hospodářským výsledkem veřejného sektoru a výší veřejného dluhu (tento vztah byl popsán v teoretické části této práce), nebyl rozpočtový přebytek v celé své výši využit na umoření státního dluhu, přesto však závazky státu meziročně znatelně poklesly. Vývoj nominální výše státního dluhu a jeho podíl na hrubém domácím produktu včetně meziroční změny znázorňuje tabulka 7.

Tabulka 7: Vývoj státního dluhu České republiky.

Rok	Výše státního dluhu	Podíl na HDP	Meziroční změna	Rok	Výše státního dluhu	Podíl na HDP	Meziroční změna
1993	158,8	13,3	-	2005	691,2	21,2	1,8
1994	157,3	11,5	-1,8	2006	802,5	22,9	1,7

¹⁶⁷ MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, *Odbor Řízení státního dluhu a finančního majetku*, 2005 [online]. [cit. 7. 12. 2017].

¹⁶⁸ ALIAPULIOS, J., ŤOPEK, M., *Česko má rekordní přebytek, důvodem jsou menší investice a peníze z EU. Babiš chce z přebytku snižovat dluh, lidovci podpořit venkov*, 2017 [online]. [cit. 29. 12. 2017].

1995	154,4	9,8	-1,7	2007	892,3	23,3	0,4
1996	155,2	8,6	-1,2	2008	999,8	24,9	1,6
1997	173,1	8,9	0,3	2009	1178,2	30,0	5,1
1998	194,7	9,1	0,2	2010	1344,1	34,0	4,0
1999	228,4	10,2	1,1	2011	1499,4	37,3	3,3
2000	289,3	12,2	2,0	2012	1667,6	41,3	4,0
2001	345,0	13,5	1,3	2013	1683,3	41,3	0
2002	395,9	14,8	1,3	2014	1663,7	39,0	-2,3
2003	493,2	17,6	2,8	2015	1673,0	36,7	-1,6
2004	592,9	19,4	1,8	2016	1613,4	34,2	-2,5

Zdroj: MINISTERSTVO FINANČÍ ČESKÉ REPUBLIKY, 2017.

Z tabulky 7 vyplývá, že státní dluh se za dobu existence České republiky v nominální hodnotě více než zdesetinásobil. Relevantnějším ukazatelem však je jeho relativní vyjádření v poměru k hrubému domácímu produktu, které bylo v roce 2016 asi jen dva a půl krát vyšší nežli v roce 1993. Nejvíce státní dluh rostl v letech 2009–2012, což je období, během něhož se Česká republika musela vypořádávat s obtížemi takzvané finanční krize. V těchto letech narůstal státní dluh v poměru k HDP meziročně průměrně o 4,10 p.b., zatímco v ostatních letech dosahoval jeho nárůst průměrné hodnoty jen 0,27 p.b. Při celkovém pohledu je tempo meziročního zvyšování se poměru státního dluhu k HDP 0,94 p.b.

Státní dluh se základně člení na domácí a zahraniční (v členění podle měny, v níž je dluh denominován), přičemž obě dvě úrovně se dále dělí podle instrumentů, kterými k zadlužení došlo. V případě domácího dluhu (tedy dluhu denominovaného v CZK) byly v od roku 1993 těmito instrumenty státní pokladniční poukázky, státní spořicí dluhopisy, střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy vydané na domácím trhu (vše dohromady je součástí položky *Dluhové cenné papíry* popsané výše) a ostatní zdroje. Zahraniční státní dluh (denominovaný v jiné měně nežli v domácí, v rámci ČR se jedná o dluh denominovaný v drtivé většině v EUR) byl tvořen střednědobými a dlouhodobými státními dluhopisy vydanými na zahraničních trzích, přijatými zápůjčkami a úvěry, směnkami, ale

historicky též půjčkami na podporu platební bilance, úvěry od Evropské investiční banky a závazky převzatými od ČSOB (v konvertibilních i nekonvertibilních měnách).¹⁶⁹

Z grafu vyjadřujícího podíl domácího a zahraničního zadlužení na celkovém státním dluhu je zřejmé, že český státní dluh je dlouhodobě denominován převážně v CZK a z toho důvodu může být pod přímým vlivem monetární politiky ČNB. Výhody této skutečnosti jsou totožné s výhodami popsány u veřejného dluhu. Denominace většinové části dluhu v CZK je možná z toho důvodu, že česká měna je v očích většiny investorů považována za důvěryhodnou a stabilní. Naopak euro v minulých letech prožívalo v souvislosti s řeckou krizí velmi rozporuplné období.

Aktuální situace státního dluhu je následující: K 1. lednu 2016 činila celková výše státního dluhu 1 672 977 milionů Kč. Do 31. prosince téhož roku poklesl státní dluh na 1 613 374 milionů Kč. Na tuto změnu měly vliv následující faktory – nové půjčky, které stát v období přijal (celkem 319 627 milionů Kč), závazky, které se podařilo splatit (379 051 milionů Kč) a konečně kurzové rozdíly a další vlivy (které dosáhly souhrnné výše -178 milionů Kč).¹⁷⁰

Jednotlivé faktory této změny si zaslouží alespoň stručný komentář. *Výpůjční operace státu*, jak se oficiálně nazývá proces vytváření nových závazků, se rozpadá na půjčování pomocí státních pokladničních poukázek (celkem půjčeno 30 775 milionů Kč), reinvestice výnosu emisí spořicíh státních dluhopisů (celkem 990 milionů Kč), emise a prodej střednědobých a dlouhodobých obligací vydaných na domácím trhu (211 650 milionů Kč) a konečně přijímání krátkodobých zápůjček na domácím trhu (celkem 76 212 milionů Kč).¹⁷¹

Naopak *Splátky jistiny* vedou k umořování dluhu (proto je třeba je započítat se záporným znaménkem) a pokud se týká splátek domácího dluhu, které dosáhly výše 364 778 milionů Kč, tak ty lze dále rozčlenit na splátky emisí státních pokladničních poukázek (110 987 milionů Kč), splátky spořicíh státních dluhopisů (145 230 milionů Kč), splátky střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splacených před

¹⁶⁹ MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, *Struktura a vývoj státního dluhu*, 2018 [online]. [cit. 7. 1. 2018].

¹⁷⁰ MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, *Závěrečný účet kapitoly 396 - Státní dluh za rok 2016*, 2017 [online]. (PDF). [cit. 17. 10. 2017], s. 2.

¹⁷¹ *Ibidem*, s. 3.

datem splatnosti (30 155 milionů Kč) a konečně na splátky krátkodobých zápůjček (78 406 milionů Kč). Splátky zahraničního dluhu byly o poznání nižší a souhrnně dosáhly výše 14 273 milionů Kč. To bylo dáno jednak splátkami spořicíh státních dluhopisů vydaných na zahraničních trzích (12 593 milionů Kč) a také splátkami úvěrů, které České republice poskytla Evropská investiční banka (1 681 milionů Kč).¹⁷²

Splátky státního dluhu, podobně jako je tomu u jakýchkoliv závazků, se dělí na splátky jistiny a splátky úroků. K tomu lze přičíst rovněž připojené poplatky, které například v roce 2016 dosáhly výše 271 milionů Kč.¹⁷³ Vývoj výše čistých placených úroků ze státního dluhu v letech 1993–2016 zobrazuje tabulka 8. Uvádí jak celkovou hodnotu, tak její rozdělení na platby úroků za domácí a zahraniční dluh. Tam, kde součet placených úroků z domácího a zahraničního dluhu neodpovídá celkové výši placených úroků, jsou difference dány realizovanými kurzovými rozdíly (tato hodnota je označena symbolem *).

Tabulka 8: Čisté úrokové náklady na státní dluh České republiky.

Rok	Celkem čisté placené úroky (mld. Kč)	Čisté úroky placené za domácí dluh	Čisté úroky placené za zahraniční dluh	Rok	Celkem čisté placené úroky (mld. Kč)	Čisté úroky placené za domácí dluh	Čisté úroky placené za zahraniční dluh
1993	15,07	10,74	4,32	2005	25,33	22,95	2,38
1994	13,68	9,74	3,94	2006	31,51	28,17	3,34
1995	13,27	9,41	3,85	2007	33,98	29,50	4,48
1996	14,04	11,69	2,35	2008	37,51*	31,68	5,89
1997	17,59	15,64	1,95	2009	44,12*	35,34	9,02
1998	18,54	17,28	1,27	2010	35,62*	25,34	10,36
1999	16,10	15,21	0,90	2011	44,97	34,25	10,73
2000	17,38	16,81	0,57	2012	41,06	30,74	10,33

¹⁷² MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, *Závěrečný účet kapitoly 396 - Státní dluh za rok 2016, 2017* [online]. (PDF). [cit. 17. 10. 2017], s. 3.

¹⁷³ Ibidem, s. 6.

2001	16,99	16,54	0,45	2013	50,56	37,04	13,53
2002	18,63	18,30	0,33	2014	48,29	35,33	12,96
2003	21,33	20,92	0,41	2015	45,08	34,88	10,20
2004	26,76	26,07	0,69	2016	40,38	31,51	9,87

Zdroj: MINISTERSTVO FINANČÍ ČESKÉ REPUBLIKY, 2017.

Největší podíl na platbě úroků z domácího dluhu měly téměř ve všech případech náklady na státní střednědobé a dlouhodobé dluhopisy emitované na domácím trhu. Relativně významné byly rovněž emitované státní spořicí dluhopisy, podíl ostatních instrumentů byl spíše okrajový.

Z hlediska následujícího vývoje předběžné výsledky pro rok 2017 naznačují další pokles placených úroků (za domácí dluh dosahují výše 30,07 mld. Kč, za zahraniční dluh 9,36 mld. Kč, a dohromady 39,43 mld. Kč), což odpovídá trendu snižování výdajů na obsluhu státního dluhu, pozorovanému od roku 2013.

Úrokové náklady státního dluhu přímo korespondují s ratingovým hodnocením, které České republice udělují nejvýznamnější ratingové agentury *Moody's*, *Standard & Poor's* a *Fitch*. Přirozeně platí nepřímá úměra, podle které vyšší hodnocení snižuje úrokové náklady. Vývoj ratingu České republiky podle těchto agentur od vstupu do EU znázorňuje tabulka 9.

Tabulka 9: Ratingové hodnocení České republiky.

Rok	Moody's	Standard & Poor's	Fitch
2004	A1	A-	A-
2005	A1	A-	A-
2006	A1	A-	A
2007	A1	A	A
2008	A1	A	A
2009	A1	A	A+
2010	A1	A	A+
2011	A1	AA-	A+
2012	A1	AA-	A+
2013	A1	AA-	A+
2014	A1	AA-	A+

2015	A1	AA-	A+
2016	A1	AA-	A+
2017	A1	AA-	A+

Zdroj: ČNB, 2018.

Z tabulky vyplývá, že pozice České republiky je v rámci ratingového hodnocení relativně značně stabilní: od roku 2011 nedošlo k žádné změně. Agentury *Moody's* a *Fitch* považují Českou republiku za průměrně kvalitní zemi v rámci takzvaných investičních stupňů, ve kterých jí dlouhodobě udílejí páté nejvyšší hodnocení (investiční stupně obsahují celkem deset kategorií zemí, u nichž se předpokládá vysoká míra spolehlivosti. Vedle toho existují ještě spekulativní stupně, kam jsou řazeny rizikové státy, jejichž dluhopisy však zpravidla nesou vyšší úrokové zisky). Agentura *Standard & Poor's* řadí Českou republiku na ještě o jeden stupeň lepší pozici. Z tohoto pohledu je zajímavé, že při přechodu z hodnocení A (6. pozice) přešla tato agentura přímo na hodnocení AA- (4. pozice), takže přeskočila stupeň A+ (5. pozice).

Díky tomuto relativně příznivému hodnocení, které je lepší nežli u řady dalších evropských států (mezi státy s horším hodnocením u všech agentur patří např. Irsko, Island, Itálie, Malta, Polsko, Portugalsko apod.),¹⁷⁴ může Česká republika emitovat dluhopisy s relativně velmi nízkým úrokem. Vývoj hodnot výnosů koše státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou dobou splatnosti 2, 5 a 10 let od roku 2004 zobrazuje tabulka 10.

Tabulka 10: Výnos koše státních dluhopisů České republiky dle průměrné zbytkové doby splatnosti.

Rok	Výnos koše státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou splatností 2 roky	Výnos koše státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou splatností 5 let	Výnos koše státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou splatností 10 let
2004	2,94	3,42	4,14
2005	2,68	3,15	3,61
2006	3,07	3,32	3,77

¹⁷⁴ ČNB, *Srovnávací tabulka ratingového ohodnocení vybraných zemí, 2017* [online]. [cit. 19. 12. 2017].

2007	4,13	4,03	4,68
2008	3,58	3,83	4,30
2009	1,95	3,14	3,98
2010	1,59	2,52	3,89
2011	1,78	2,62	3,70
2012	0,26	0,94	1,92
2013	0,19	0,97	2,20
2014	0,13	0,22	0,67
2015	-0,38	-0,11	0,49
2016	-0,81	-0,21	0,53
2017	0,19	0,68	1,50

Zdroj: ČNB, 2018.

Vzhledem k minimálním úrokovým sazbám, které panovaly na vyspělých finančních trzích v uplynulých letech, si mohla česká vláda dovolit emitovat v roce 2015 a stejně tak i v roce 2016 krátkodobé a střednědobé státní dluhopisy se záporným výnosem.

Při celkovém pohledu lze konstatovat, že od roku 2013 pozorujeme trend snižování se relativní (a s výjimkou roku 2015 i absolutní) výše státního dluhu a výrazný pokles nákladů na jeho obsluhu. Těchto výsledků však ne vždy bylo dosaženo způsobem, který by vzbuzoval naděje do budoucna. Snad jen u relativní výše dluhu lze počítat s tím, že i v následujících letech bude tempo růstu ekonomiky vyšší nežli rychlost zadlužování. Pokud se však zaměříme na absolutní výši státního dluhu, tak zjistíme, že k jejímu snížení došlo především díky přebytkům státního rozpočtu, které byly způsobeny omezením investic a nadstandardním čerpáním prostředků z fondů EU. Dlouhodobé omezování investic však rozhodně nelze předpokládat (ani považovat za prospěšné) a vzhledem k vývoji EU také hrozí, že v brzké budoucnosti bude možnost České republiky čerpat z jejích fondů finanční prostředky, značně omezená. Konečně i vývoj úrokových sazeb naznačuje, že období emisí krátkodobých a střednědobých dluhopisů se záporným výnosem minimálně pro nejbližší léta pravděpodobně skončilo, což lze pozorovat již na hodnotách vykázaných pro rok 2017.

4.1.2.2 Ostatní složky veřejného dluhu

Kromě dluhu centrální vlády a jí podřízených institucí se na tvorbě celkového dluhu sektoru vládních institucí podílejí ještě dluhy místních vládních institucí a fondů sociálního zabezpečení. Dluhy národních (zemských) vládních institucí v podmínkách České republiky neexistují.

4.1.2.2.1 Místní vládní instituce

Místní vládní instituce jsou podle metodiky ESA 2010 vymezeny svou lokální působností, to znamená, že působí jen na nějaké regionální části celkového hospodářského území a vedou své vlastní územní rozpočty.¹⁷⁵ Z pohledu České republiky sem patří především kraje a obce, dále dobrovolné svazky obcí, regionální rady soudržnosti a příspěvkové organizace,¹⁷⁶ ovšem jen ty, které jsou zřízeny místními vládami a mají lokálně omezenou působnost totožnou s rozsahem pravomoci místní vlády. Navíc jsou z nich vyjmuty lokální agentury fondů sociálního zabezpečení, které jsou sledovány separovaně.¹⁷⁷

Česká republika je územně rozčleněna na 14 krajů. Informace o jejich zadluženosti v mld. Kč v letech 2005–2016 obsahuje tabulka 11. Do dluhů krajů jsou počítány jak jejich vlastní dluhy, tak dluhy příspěvkových organizací, které tyto kraje zřídily.

Tabulka 11: Zadluženost krajů České republiky.

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Úvěry	1,8	6,5	9,4	11,9	17,4	16,6	19,6	22,2	23,5	24,4	24,3	18,6
Přijaté návratné finanční výpomoci	1,1	1,2	1	2,7	3,5	2,5	2,7	2,3	3,3	3,2	2,1	2,7

¹⁷⁵ EUROSTAT. *European system of accounts – ESA 2010*, 2013 [online]. (PDF). [cit. 07. 11. 2017], s. 45.

¹⁷⁶ MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, *Zadluženost územních rozpočtů v roce 2016*, 2017 [online]. [cit. 5. 1. 2018].

¹⁷⁷ EUROSTAT. *European system of accounts – ESA 2010*, 2013 [online]. (PDF). [cit. 07. 11. 2017], s. 45.

a ostatní dluhy												
<i>Celkem</i>	2,9	7,7	10,4	14,6	20,9	19,1	22,3	24,5	26,8	27,6	26,4	21,3

Zdroj: MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, 2017.

Celková oficiální zadluženost krajů není příliš vysoká. Rozdělení České republiky do čtrnácti krajů existuje teprve od roku 2000,¹⁷⁸ a proto je logické, že zpočátku byla krajská zadluženost minimální – v roce 2005 jen necelé tři miliardy Kč. V následujících letech lze pozorovat poměrně rychlý nárůst výše závazků krajů k hodnotě necelých 21 miliard Kč v roce 2009. Tento nárůst se v následujících letech výrazně zpomalil a až do roku 2016 tvořila průměrná výše dluhu 24 miliard Kč.

Hlavní podíl na tomto dluhu mají úvěry, které kraje přijaly. Ty dosáhly svého prozatímního maxima v roce 2014, ve kterém kraje prostřednictvím tohoto instrumentu dlužily 24,4 miliard Kč. Ostatní instrumenty nejsou zpravidla příliš využívány, přijaté návratné finanční výpomoci a ostatní dluhy vykazaly maximální hodnotu v roce 2009, a to 3,5 miliardy Kč. Dluhopisy prozatím kraje v České republice neemitují.¹⁷⁹

Poměrně zajímavý obrázek se naskytne při porovnání zadluženosti jednotlivých krajů (vyjma hlavního města Prahy). Údaje o tomto zadlužení v podmínkách České republiky sbírá a vyhodnocuje společnost Czech Credit Bureau, přičemž nejaktuálnější dostupné výsledky, obsažené v tabulce 12, popisují zadluženost krajů ke konci roku 2015.

Tabulka 12: Absolutní výše dluhu jednotlivých krajů k roku 2015.

Kraj	Dluh (mld.)	Dluh (Kč/obyvatel)
Středočeský	2,814	2140
Jihočeský	0,55	863
Plzeňský	0,006	10
Karlovarský	1,191	3979
Ústecký	1,723	2092

¹⁷⁸ Srov. Česká republika. Ústavní zákon č. 347/1997 Sb. O vytvoření vyšších územních samosprávných celků a o změně ústavního zákona České národní rady č. 1/1993 Sb., Ústava České republiky.

¹⁷⁹ MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, *Zadluženost územních rozpočtů v roce 2016, 2017* [online]. [cit. 5. 1. 2018].

Liberecký	0,909	2071
Královéhradecký	0,709	1286
Pardubický	1,870	3620
Vysočina	1,346	2639
Jihomoravský	2,600	2217
Olomoucký	3,951	6216
Zlínský	2,252	3847
Moravskoslezský	4,226	3470

Zdroj: ČTK. Zadlužení krajů za čtyři roky stoupl. Nejvyšší schodek mají na Ostravsku, 2016 [online]. [cit. 14. 1. 2018].

Z tabulky (která neuvádí hodnoty za hlavní město Prahu) vyplývá, že v nominální hodnotě byl nejzadluženějším krajem v České republice Moravskoslezský kraj, který vykázal dluh ve výši více než 4,2 miliardy Kč. Hranici 4 miliard Kč jen těsně nepokořil Olomoucký kraj, přičemž tyto dva kraje, společně se Středočeským krajem a Krajem Vysočina představují nejzadluženější kraje v České republice. Naopak výrazně nejnižší dluh vykázal Plzeňský kraj a velmi dobrých hodnot dosáhly i kraje Jihočeský, Královéhradecký a Liberecký.

Poněkud odlišný obraz lze pozorovat při přepočtu dluhů krajů podle počtu jejich obyvatel. V tomto ohledu je s velkým předstihem nejzadluženější Olomoucký kraj, následovaný kraji Karlovarským, Zlínským a Pardubickým, které všechny překročily hranici 3 500 Kč krajského dluhu na jednoho obyvatele kraje. Při použití tohoto kritéria si opět nejlépe vedl kraj Plzeňský, jenž dlužil jen 10 Kč na obyvatele. Méně než 1000 Kč na jednoho krajského obyvatele pak dlužil ke konci roku 2015 již jen Jihočeský kraj.

Daleko zadluženější než kraje, jsou jednotlivé obce v České republice, kterých bylo podle údajů Českého statistického úřadu k 1. lednu 2017 v České republice celkem 6 258, což je o čtyři obce víc než v roce předcházejícím.¹⁸⁰ Spolu s příspěvkovými organizacemi, které tyto obce zřídily, vykazovaly v letech 2005–2016 dluh, který v rozčlenění podle jednotlivých dluhových instrumentů zobrazuje tabulka 13:

¹⁸⁰ ČSÚ, *Vybrané ukazatele v okresech v krajích*, 2017 [online]. [cit. 15. 1. 2018].

Tabulka 13: Zadluženost obcí České republiky.

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Úvěry	43,7	47,1	46,7	47,4	55,8	59,9	60,9	68,3	68,8	67,7	66,1	51,5
Komunální dluhopisy	23,5	22,9	22,6	22,7	14,7	15,8	14	13,8	15	11,8	10,7	10,7
Přijaté návratné finanční výpomoci a ostatní dluhy	11,8	10,9	9,9	10	10,1	7,6	7,5	7,9	8,4	9,4	10,1	9,7
<i>Celkem</i>	<i>79</i>	<i>80,9</i>	<i>79,2</i>	<i>80,1</i>	<i>80,6</i>	<i>83,3</i>	<i>82,4</i>	<i>90</i>	<i>92,2</i>	<i>88,9</i>	<i>86,9</i>	<i>71,9</i>

Zdroj: MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, 2017.

Z pohledu na tabulku je patrné, že celkový dluh obcí dlouhodobě osciluje přibližně mezi 80 a 90 miliardami Kč, přičemž jeho průměrná výše v letech 2005–2016 činila 82,95 miliard Kč. V letech 2007–2013 měl s výjimkou roku 2011 růstovou tendenci, ovšem od roku 2013 do konce roku 2016 se snížil o 20,3 miliardy Kč. Zároveň výsledek roku 2016 platí z dlouhodobého pohledu za dlouhodobě nejlepší dosaženou úroveň zadlužení obcí v České republice.

Pokud se zaměříme na jednotlivé instrumenty, tak zdaleka nejvýznamněji se na tvorbě dluhu obcí podílely v celém sledovaném období úvěry. Ty byly využívány především na výstavbu technické infrastruktury, případně na její rekonstrukci. Do určité míry našly rovněž uplatnění jako nástroj předfinancování různých investičních projektů, které byly spolufinancovány z fondů Evropské unie. Dle statistik ministerstva financí čerpaly obce úvěry také na rekonstrukce institucí občanské vybavenosti, především pak na školská zařízení a sportovní areály.¹⁸¹

¹⁸¹ MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, *Zadluženost územních rozpočtů v roce 2016, 2017* [online]. [cit. 5. 1. 2018].

Úvěry, které obce čerpaly, jsou charakteristické poměrně velmi dlouhou dobou splatnosti (často v řádu desítek let) a relativně nízkým úročením. Zajímavé je, že přibližně u poloviny úvěrů nepožadovali věřitelé od obcí ručení. U zbytku úvěrů pak obce nejčastěji ručily směnkou, obecním majetkem, případně budoucími příjmy, se kterými mohly obecní rozpočty napevno počítat.¹⁸²

Druhým nejvýznamnějším zadlužovacím instrumentem byly komunální dluhopisy, které se však na konci roku 2016 týkaly pouze dvou obcí, a sice Prahy (dluh z emitovaných dluhopisů v případě Prahy v této době dosahoval výše 10,4 miliardy Kč) a Liberce (který dlužil 0,3 miliardy Kč). Žádná jiná obec ke konci roku 2016 nevykázala emitované dluhopisy.¹⁸³

Zbýlé zadlužení bylo způsobeno například půjčkami z rozpočtů Státního fondu životního prostředí, případně půjčkami Všeobecné pokladní správy a podobně. Tento instrument dlouhodobě představuje nejnižší, avšak zároveň svou výší nejkonstantnější typ půjčky.¹⁸⁴

V roce 2016 bylo zadluženo přibližně 52 % obcí České republiky. Tato hodnota je relativně stabilní (roce předcházejícím bylo zadluženo jen o 11 obcí méně než v roce 2016). Nejvíce zadlužená jsou největší města České republiky: Praha, Brno, Ostrava a Plzeň, které se dohromady podílely v roce 2016 na celkovém dluhu obcí z 46,3 % (celkem 33 miliard Kč). Jen samotný dluh hlavního města Prahy přitom tvořil 32,0 % celkového dluhu obcí České republiky. Dlužno podotknout, že v nominálním vyjádření se oproti předchozímu roku zadlužení Prahy snížilo o 9,6 miliardy Kč na 23 miliard Kč. Bez zahrnutí čtyř největších měst pak dosáhla zadluženost obcí výše 38,6 miliard Kč, což je o 4,5 miliard Kč méně nežli v roce předcházejícím.¹⁸⁵

K dluhům místní vlády se počítají ještě závazky Dobrovolných svazků obcí a Regionální rady regionů soudržnosti. Zatímco první jmenovaná instituce v roce 2016 vykázala dluh ve výši 2,5 miliard Kč (což odpovídá meziročnímu poklesu o 0,4 miliardy Kč), tak druhá z těchto institucí nevykázala žádný dluh. Dluh Dobrovolných

¹⁸² MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, *Zadluženost územních rozpočtů v roce 2016, 2017* [online]. [cit. 5. 1. 2018].

¹⁸³ *Ibidem*.

¹⁸⁴ *Ibidem*.

¹⁸⁵ *Ibidem*.

svazky obcí vznikl především deficitním financováním místní vodovodní a kanalizační infrastruktury, odpadového hospodářství a projektů, jejichž cílem bylo pozvednutí lokální atraktivity daných území.¹⁸⁶

4.1.2.2.2 Fondy sociálního zabezpečení

Do fondů sociálního zabezpečení (S. 1314) patří instituce, jejichž posláním je vyplácet finanční dávky vybraným oprávněným osobám a podle metodiky ESA 2010 je přitom lhostejné, zda tyto instituce fungují na státní, národní nebo lokální úrovni. Důležité je, aby splňovaly dvě základní podmínky: určité skupiny osob jsou na základě legislativy povinny do nich pravidelně přispívat přesně stanovené finanční částky (stanoveno zpravidla jako procento ze mzdových nákladů) a zároveň musí platit, že veřejná správa je odpovědná za řízení těchto institucí a schvalování poskytování dávek či výhod plynoucích z jejich rozpočtů osobám, které na to mají na základě platné legislativy nárok, a to nezávisle na vůli třetích osob, kterými mohou být například zaměstnavatelé.¹⁸⁷

Tyto podmínky splňují na první pohled dvě významné instituce, a sice nemocenské a sociální pojištění. Ovšem je zapotřebí mít na paměti, že sociální pojištění v podmínkách České republiky je součástí státního rozpočtu – nemá tedy vlastní nezávislý rozpočet a z toho důvodu také nemůže vytvářet vlastní partikulární dluh. Mezi fondy sociálního zabezpečení proto v České republice patří pouze zdravotní pojišťovny a jim blízké právnické osoby: Kancelář zdravotního pojištění, Svaz zdravotních pojišťoven České republiky, Asociace zdravotních pojišťoven a Otevřený svaz zdravotních pojišťoven. Všechny tyto uvedené doplňkové instituce jsou souhrnně nazývány *Ostatní jednotky zařazené do S. 1314*.¹⁸⁸

Podíl fondů sociálního zabezpečení na celkovém dluhu je relativně okrajový. V roce 2016 vykázaly fondy sociálního zabezpečení dluh ve výši 94 milionů Kč.¹⁸⁹ Mnohem podstatnější však je, že držely dluhopisy ostatních sub-sektorů vlády (tedy centrální a

¹⁸⁶ MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, *Zadluženost územních rozpočtů v roce 2016, 2017* [online]. [cit. 5. 1. 2018].

¹⁸⁷ EUROSTAT. *European system of accounts – ESA 2010, 2013* [online]. Eurostat. (PDF). [cit. 07. 11. 2017], s. 45.

¹⁸⁸ MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, *Metodický popis: Ostatní jednotky zařazené do S. 1314*, nedat. [online]. (PDF). [cit. 12. 1. 2018].

¹⁸⁹ ČSÚ, *Notifikační tabulky deficitu a dluhu vládních institucí 2013-2016, 2017* [online]. [cit. 26. 1. 2018].

lokální vlády) v celkové výši 18,189 miliardy Kč, což znamená, že celkový příspěvek fondů sociálního zabezpečení k dluhu vládních institucí dosáhl výše -18,095 miliardy Kč ve smyslu, že o tuto částku dluh vládních institucí snížil. Oproti předchozím rokům se jedná o velmi výraznou změnu. Vývoj zadlužení fondů sociálního zabezpečení a jeho příspěvku ke konsolidovanému dluhu vládních institucí znázorňuje tabulka 14.

Tabulka 14: Zadlužení fondů sociálního zabezpečení (S. 1314).

	2013	2014	2015	2016
Hrubý dluh fondů sociálního zabezpečení	1 882	1 070	630	94
Dluh ostatních subsektorů vlády v držbě fondů sociálního zabezpečení	204	204	200	18 189
Příspěvek fondů sociálního zabezpečení k dluhu vládních institucí	1 678	866	430	-18 095

Zdroj: ČSÚ, 2018.

Z tabulky je patrné, že dluh fondů sociálního zabezpečení se v posledních letech pravidelně snižuje, a to poměrně velmi výrazným tempem. Hodnota hrubého dluhu z konce roku 2016 představovala jen necelých 5 % z hodnoty, kterou fondy sociálního zabezpečení vykázaly v roce 2013. V posledním roce se tato zlepšená finanční situace fondů projevila i tím, že dokázaly převzít závazky ostatních vládních institucí v hodnotě 18,189 miliardy Kč, takže ve výsledku konsolidovaný veřejný dluh naopak v tomto roce fondy sociálního zabezpečení snižovaly.

Z uvedených hodnot vyplývá, že dluh místních vlád a fondů sociálního zabezpečení tvoří jen velmi malou část celkového zadlužení veřejného sektoru. Ve skutečnosti díky tomu, že jednotlivé státní instituce mohou být věřiteli jiných státních institucí, mohou dokonce konsolidovaný hrubý dluh vládního sektoru snižovat, jako tomu bylo například

v roce 2016 u fondů sociálního zabezpečení. Výše uvedené hodnoty tak dokreslují skutečnost, že v České republice, na rozdíl například od Spolkové republiky Německo, tvoří zdaleka největší podíl zadlužení veřejného sektoru dluh státní a ostatní partikulární dluhy jsou takřka zanedbatelné.

4.2 Komparace veřejného dluhu České republiky s vybranými státy

Česká republika přijala tržní model hospodářství v porovnání s většinou evropských států relativně pozdě. I z toho důvodu se lze často setkat s názorem, že česká ekonomika výrazně zaostává za ekonomikami většiny západoevropských států, přičemž kromě výše HDP (a jeho modifikací) někteří ekonomové a politici argumentují nižší produktivitou práce v České republice v porovnání s „vyspělejšími“ ekonomikami.¹⁹⁰ Tento argument je však pravděpodobně pravdivý jen částečně: opravdu jeden pracovník v Irsku pracuje více než 2,4krát efektivněji nežli jeho český kolega?¹⁹¹ Odpověď je samozřejmě záporná. Důvod nižší produktivity práce se neskrývá ani v lenosti českých pracovníků, ani v enormní administrativní zátěži (která sice má svůj zanedbatelný vliv, ale řada států s lepšími výsledky se s ní potýká na obdobné úrovni). Ve skutečnosti je na vině především nižší úroveň tvorby přidané hodnoty, kterou čeští pracovníci realizují.¹⁹² Jinými slovy – Česká republika je místem, kde se ve velkém vyrábějí součástky a komponenty, zatímco finální výrobky, které mají mnohem vyšší přidanou hodnotu, se produkují v zahraničí. Například v elektronice je zcela běžné, že produkt vyrobený v České republice je exportován do zahraničí (například do Německa), zde je dokončen (často jen opatřen oficiálním obalem a nápisem „Made in Germany“) a prodán s vysokou přírůzkou.

Ekonomicky vyspělejší státy s větší tradicí tržního hospodářství a s lepším jménem ve světě si toto zkrátka mohou snadno celkem dovolit. Ne ve všech případech je však jejich ekonomická vyspělost dána jen hospodářskými úspěchy – ve skutečnosti zanedbatelné množství západních států dosáhlo své ekonomické úrovně prostřednictvím enormního

¹⁹⁰ HOLANOVÁ, T., *Proč vám nezvýší mzdu? Produktivita práce v Česku roste pomaleji než jinde, tvrdí odbory*, 2015 [online]. [cit. 5. 1. 2018].

¹⁹¹ EUROSTAT, *Labour productivity per person employed and hour worked (EU28=100)*, 2016 [online]. [cit. 19. 1. 2018].

¹⁹² HOLANOVÁ, T., *Proč vám nezvýší mzdu? Produktivita práce v Česku roste pomaleji než jinde, tvrdí odbory*, 2015 [online]. [cit. 5. 1. 2018].

zadlužení, které se pro některé z nich pomalu stává neúnosné. Jako příklad může velmi dobře posloužit Řecko (jehož nominální produktivita práce na osobu je, navzdory velice benevolentním pracovním podmínkám, které v něm panují, dlouhodobě v číselném vyjádření vyšší nežli ta česká), ale také státy jako Itálie, Španělsko či Portugalsko.

Z pohledu ekonomické teorie zadlužení státu nemusí být vždy chybné. Ve skutečnosti pro posouzení významu dluhu hrají roli náklady na jeho správu, jeho výše a jeho změna. Pokud má stát tyto aspekty pod kontrolou, pak může nastat situace, ve které je pro něj ekonomicky výhodnější se zadlužit nežli investovat z vlastních zdrojů. V roce 2015 například Česká republika emitovala střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy se zápornou úrokovou mírou, což si mohla dovolit vzhledem k nestandardně nízkým úrokovým sazbám.¹⁹³ V tomto ohledu je však mít na paměti, že dluh, který lze považovat za pro stát výhodný, musí být vzhledem k HDP státu omezený nějakou stanovenou hranicí, v opačném případě totiž zadlužení ohrožuje fiskální stabilitu ekonomiky. Děje se tak především ve chvílích, kdy se tento stát dostane do stavu hospodářské stagnace či dokonce úpadku. Maastrichtské kritérium dlouhodobě udržitelného stavu veřejných financí považuje za bezpečnou hranici veřejný dluh v tržních cenách ve výši 60 % HDP.¹⁹⁴ Ve skutečnosti však univerzální hodnotu stanovit nelze – pro každý stát je individuální, a to vzhledem k jeho ekonomickým, ale i politickým a kulturním charakteristikám. Pokud by například Česká republika vykazovala stejnou míru zadlužení jako Japonsko, zcela jistě by jí hrozil bankrot, a to jen za předpokladu, že by již dávno nebankrotovala. Naopak Japonsko vnímá svůj dluh pouze jako „problém“, nikoliv však jako „kritické ohrožení“.

Maastrichtské kritérium je každopádně jednou z podmínek, které musí státy splnit pro přijetí společné evropské měny eura. Zarážející je, že průměrný veřejný dluh států eurozóny přitom aktuálně dosahuje výše 88,9 % HDP. Ve skutečnosti z 19 států eurozóny toto kritérium k roku 2016 splňovaly jen Estonsko (9,4 %), Lotyšsko (40,6 %), Litva (40,1 %), Lucembursko (20,8 %), Malta (57,6 %) a Slovensko (51,8 %).¹⁹⁵ Další státy, jako například Finsko (63,1 %) či Nizozemsko (61,8 %), by mohly pravděpodobně úspěšně argumentovat tím, že zmíněné konvergenční kritérium dlouhodobě dodržují a jeho aktuální

¹⁹³ STRNAD, F., *Investoři platí za to, že Česku půjčují. Dluhopisy mají poprvé záporný úrok*, 2015 [online]. [cit. 3. 1. 2018].

¹⁹⁴ ČNB, *Kritéria konvergence*, nedat. [online]. [17. 9. 2017].

¹⁹⁵ EUROSTAT, *General government gross debt - annual data*, 2017 [online]. [cit. 19. 11. 2017].

překročení má jen dočasný charakter. Přesto je zarážející, že většina velkých evropských ekonomik tento problém dlouhodobě nijak efektivně neřeší. Naopak například dluh Francie dlouhodobě velmi výrazně roste (z 64,4 % v roce 2006 na 96,5 % v roce 2016), Itálie již nyní překračuje toto kritérium s dluhem ve výši 132,0 % HDP více než dvojnásobně, a dokonce i Německo, které má výši veřejného zadlužení v poměru k HDP ošetřenou zákonem,¹⁹⁶ vykazuje dluh ve výši 68,1 % HDP, ačkoliv alespoň v jeho případě lze od roku 2012 (79,8 % HDP) sledovat poměrně výrazný pokles zadlužení.¹⁹⁷

Jak již bylo uvedeno, Česká republika je relativně mladý stát s poměrně krátkou tradicí tržního hospodářství. O to více je zajímavé porovnat její veřejné zadlužení s dalšími státy, které mají více či méně odlišnou historii, případně ještě razí rozdílnou ekonomickou filosofii. Pro bližší komparaci proto byly vybrány následující evropské státy: Německo, Portugalsko, Rakousko, Slovensko a Švédsko.

Výběr těchto států pochopitelně nebyl nahodilý. Německo je nejvýznamnějším obchodním partnerem České republiky, takže provázanost české ekonomiky s tou německou je zcela neoddiskutovatelná. Veřejné zadlužení Německa tak má pro Českou republiku zcela zásadní význam, jelikož úpadek německé ekonomiky by velmi rychle sama bolestivě pocítila. Naopak Portugalsko bylo zvoleno z důvodu, že představuje zástupce skupiny zemí, známé pod akronymem PIGS, která je tvořena evropskými státy s dlouhodobými výraznými finančními potížemi (v současnosti se sem řadí vedle Portugalska především Itálie, Řecko a Španělsko). Z těchto států je Portugalsko České republice nejbližší jak svou rozlohou, tak počtem svých obyvatel. Rakousko pak platí za stát, který měl s předchůdci České republiky velmi dlouhou dobu společnou historii, ovšem po roce 1948 (respektive 1955), se vydalo cestou tržního hospodářství (respektive jeho svébytnou modifikací, která bývá občas označována jako „austrokeynesiánství“),¹⁹⁸ zatímco v Československu bylo uplatňováno centrální plánování. Srovnání České republiky se Slovenskem je namísto z důvodu, že oba státy se od sebe oddělily až v roce 1993 a konečně Švédsko bylo vybráno jako reprezentant zemí, které se snaží realizovat

¹⁹⁶ BUNDESMINISTERIUM DER FINANZEN, *Kompendium zur Schuldenbremse des Bundes*, nedat. [online]. (PDF). [cit. 12. 1. 2018].

¹⁹⁷ EUROSTAT, *General government gross debt - annual data, 2017* [online]. [cit. 19. 11. 2017].

¹⁹⁸ KOMLOSY, A., Vývoj rakouského hospodářství po roce 1989. In: *Česko a Rakousko po konci Studené války. Různými cestami do nové Evropy*. 2009, s. 386.

myšlenku státu blahobytu, s níž přišel již zmiňovaný William Beveridge. Vývoj veřejného dluhu v poměru k HDP od roku 2000 do roku 2016 u těchto států (a pro srovnání i u České republiky) zobrazuje tabulka 15.

Tabulka 15: Veřejný dluh vybraných států v poměru k jejich HDP.

Rok	Stát	Česká republika	Německo	Portugalsko	Rakousko	Slovensko	Švédsko
2000		17,0	58,9	50,3	65,7	49,6	50,8
2001		22,8	57,7	53,4	66,4	48,3	52,3
2002		25,9	59,4	56,2	66,4	42,9	50,3
2003		28,3	63,1	58,7	65,5	41,6	49,8
2004		28,5	64,8	62,0	64,8	40,6	48,9
2005		27,9	67,0	67,4	68,3	34,1	49,2
2006		27,7	66,5	69,2	67,0	31,0	44,0
2007		27,5	63,7	68,4	64,7	30,1	39,3
2008		28,3	65,1	71,7	68,4	28,5	37,8
2009		33,6	72,6	83,6	79,6	36,3	41,4
2010		37,4	80,9	96,2	82,4	41,2	38,6
2011		39,8	78,6	111,4	82,2	43,7	37,9
2012		44,5	79,8	126,2	81,7	52,2	38,1
2013		44,9	77,4	129,0	81,0	54,7	40,8
2014		42,2	74,6	130,6	83,8	53,5	45,5
2015		40,0	70,9	128,8	84,3	52,3	44,2
2016		36,8	68,1	130,1	83,6	51,8	42,2

Zdroj: EUROSTAT, 2018.

Pohled na první a poslední řádek tabulky nabízí velmi zajímavé srovnání, které do určité míry vypovídá o hospodářské kondici jednotlivých států. Veřejné zadlužení České republiky je v obou případech nejnižší (v relativní hodnotě), ovšem jeho nárůst je po Portugalsku druhý nejvyšší (celkem o 19,8 p.b.). Situace v Německu se zdá být v tomto ohledu stabilnější, protože jeho veřejný dluh byl v roce 2016 jen o 9,2 p.b. vyšší, nežli roku 2000, ve kterém Německo těsně splňovalo maastrichtské kritérium (dlužno dodat, že o rok dříve, 1. ledna 1999, vstoupilo Německo spolu s dalšími deseti státy včetně Portugalska a

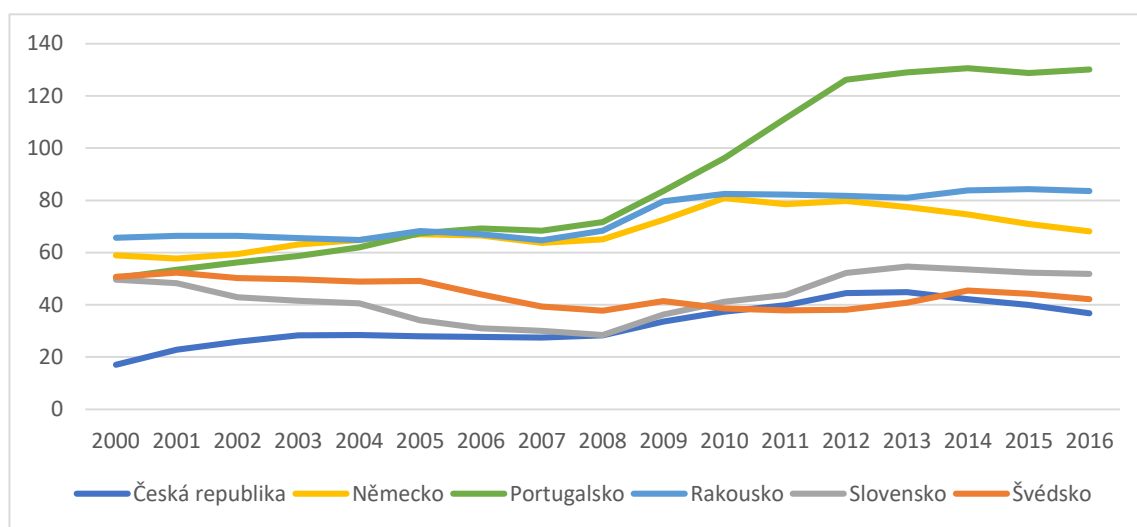
Rakouska do takzvané třetí fáze EMU, během níž bylo v těchto státech zavedeno euro v bezhotovostní podobě). Toto kritérium však Německo přestalo plnit již v roce 2003.

Nejhorší změnu v rámci sledovaných zemí vykazalo jednoznačně Portugalsko, jelikož zadlužení jeho veřejného sektoru narostlo o hrozivých 79,8 p.b. Poměrně výrazně narostl i veřejný dluh Rakouska (o 17,9 p.b.), zatímco dluh Slovenska zůstal více méně stejný a dluh Švédska dokonce o 8,6 p.b. poklesl.

Z tohoto pohledu se jako finančně disciplinované jeví být jen Slovenko a Švédsko, do určité míry pak také Německo (z pohledu stability) a Česká republika (vzhledem k výši). Naopak Portugalsko se nachází ve velmi špatném hospodářském stavu, který vyžaduje okamžité a radikální řešení. Situace Rakouska sice tak špatná není, ovšem i jeho veřejný dluh je povážlivě vysoký.

Srovnání změny hodnot od roku 2000 do roku 2016 sice nabízí poměrně jednoznačný obrázek o relativně dlouhodobém vývoji zadlužení sledovaných zemí, ovšem jako daleko vhodnější se jeví být postihnutí celé časové řady, kterou pro lepší orientaci znázorňuje graf 2.

Graf 2: Vývoj veřejného zadlužení vybraných států v poměru k jejich HDP.



Zdroj: EUROSTAT, 2018.

Česká republika vykazovala až do roku 2013 vesměs trvalý nárůst veřejného zadlužení, který se poté změnil v pozvolný pokles. Nejvýznamnější nárůst nastal v letech 2008–2013, tedy v období, ve kterém se česká ekonomika vypořádávala s důsledky světové finanční krize, vystřídané nejprve opatrným, poté však relativně značným

hospodářským růstem.¹⁹⁹ Svým způsobem tak lze konstatovat, že „papírově“ takřka ukázkově naplňuje keynesiánský návod na chování státu, podle kterého má vláda v době krize provádět aktivní fiskální politiku ve smyslu investičních pobídek ekonomiky, a to i za cenu zvýšení zadlužení veřejného sektoru, zatímco v době konjunktury má naopak tento dluh snižovat. O tom, že česká praxe je od této teoretické konstrukce poněkud odlišná a snížení dluhu veřejného sektoru nemusí mít navzdory pokračujícímu hospodářskému růstu trvalý charakter, pojednávala již část předchozí kapitoly.

Relativně podobný průběh jako v případě České republiky má i veřejné zadlužení Německa, které rovněž znatelně narostlo v době celosvětové hospodářské recese, avšak poté, od roku 2012, začal klesat. Určitý vliv na tento fakt měl nepochybně i zmíněný ústavní zákon – takzvaná „dluhová brzda“ (*Schuldenbremse*) – schválený roku 2009 a účinný od roku 2011.²⁰⁰ Německá ekonomika dlouhodobě patří k nejsilnějším a nejzdravějším v nejen v rámci EU, ale i v celosvětovém měřítku. Z toho důvodu pro ni ani vyšší míra veřejného dluhu nepředstavuje závažnější problém.

Diametrálně odlišná je situace Portugalska. Během finanční krize se naplno projevil nedostatek v jeho hospodářství, které se promítlo do takřka neúnosného nárůstu veřejného zadlužení. Určitý vliv na nárůst veřejného dluhu Portugalska v relativním vyjádření během ekonomické deprese měl i celkový pokles portugalské ekonomiky – dluh v poměru k HDP tak rostl výrazně rychleji, nežli by odpovídalo jeho nominálnímu nárůstu při konstantním HDP. Od roku 2008 do roku 2013 poklesl HDP Portugalska o 7,8 p.b. (za stejné období vzrostl HDP České republiky o 0,7 p.b.).²⁰¹ Portugalsku navíc neprospělo, že do svého veřejného dluhu přiznalo v souladu s metodikou ESA 2010 na počátku druhé dekády 21. století i do té doby skryté dluhy některých státních podniků – například dluh společností zabývajících se veřejnou dopravou.²⁰² Řešení enormního dluhu mají přinést ozdravné programy, které Portugalsko realizuje od roku 2011. Zdá se, že do roku 2012 stoupal jeho

¹⁹⁹ Pro vývoj HDP České republiky viz ČSÚ. *Hlavní makroekonomické ukazatele*, 2017 [online]. Český statistický úřad. [cit. 20. 12. 2017].

²⁰⁰ BUNDESMINISTERIUM DER FINANZEN, *Kompendium zur Schuldenbremse des Bundes*, nedat. [online]. (PDF). [cit. 12. 1. 2018].

²⁰¹ EUROSTAT, *Gross domestic product (GDP) at market prices - annual data*, 2017 [online]. [cit. 19. 11. 2017].

²⁰² DE JESUS, A., *A origem da dívida pública*, 2012 [online]. [cit. 26. 1. 2018].

dluh díky určité míře setrvačnosti, poté se však více méně ustálil a od té doby osciluje okolo hodnoty 130 % HDP.

Naproti tomu Rakousko, byť je druhou nejzadluženější zemí v našem výběru, obavy o z hospodářské nestability příliš tížit nemusí. Většina jeho věřitelů pochází z EU a je všeobecně považováno za vyspělou západoevropskou ekonomiku, která navíc úspěšně funguje s relativně vysokým dluhem již řadu desetiletí. Určitou doménou Rakouska je již od dob Habsburské monarchie bankovníctví (v Rakousku dodnes sídlí například Erste Group Bank AG), a proto se mu nevyhnula ani finanční krize v roce 2008, jež se promítla do poměrně výrazného nárůstu jeho zadlužení, které již několik let po sobě překračuje hranici 80 %. Optimální není ani vysoký podíl zahraničních věřitelů (o němž ještě bude řeč níže), ale stále platí, že díky síle rakouské ekonomiky, jeho pevnému ukotvení ve skupině vyspělých západoevropských států a blízké provázanosti s Německem pro něj vyšší míra veřejného dluhu aktuálně představuje závažný problém.

Pro Českou republiku je obzvláště zajímavá situace na Slovensku, tedy ve státě, se kterým měla až do roku 1993 společné dějiny. Počáteční dluh Slovenska (v roce 2000) byl výrazně vyšší nežli zadlužení České republiky, což bylo do určité míry dáno i nepřilíživě vysokou úrovní slovenského HDP. Do roku 2008 se pak slovenský veřejný dluh i díky růstu tamního HDP poměrně značně snižoval. Změna nastala v době, kdy Slovensko v roce 2009 přijalo společnou evropskou měnu euro (slovenská koruna byla fixována na kurz eura již v polovině roku 2008). Od té doby až do roku 2013 se míra slovenského zadlužení neustále zvyšovala, takže grafické znázornění slovenského dluhu má v podstatě konvexní tvar. Ve spojitosti s eurem a veřejným dluhem Slovenska se mezinárodního věhlasu dostalo slovenskému procesu schvalování Evropského stabilizačního mechanismu (ESM), jelikož se Slovensko dostalo do situace, že si na povinný příspěvek do této instituce (jejíž posláním je pomáhat státům eurozóny řešit fatální hospodářské potíže v zájmu udržení stability eura) muselo samo půjčit. Tehdejší vláda premiérky Ivety Radičové s hlasováním o ESM spojila svou existenci a když ESM na první pokus nebyl schválen, její vláda padla. Z pohledu EU byl úspěšný až druhý pokus, který proběhl o dva dny později v říjnu roku 2011.²⁰³ Za slovenské zadlužení (a jeho růst v letech 2009–2013) však rozhodně nemůže

²⁰³ BRUNNERMEIER, M. K., HAROLD J., LANDAU, J-P., *The Euro and the Battle of Ideas*. 2016, s. 130.

jen euro. Na vině byla mimo jiné také finanční krize z roku 2008. V současné době je vývoj slovenského dluhu nejednoznačný. Dluh sice vykazuje relativní pokles, který však může být dán jen vysokým celoevropským hospodářským růstem, a nikoliv ozdravnými procesy ve slovenské ekonomice.²⁰⁴ Ostatně toto riziko hrozí i České republice.

Poslední ze sledovaných států – Švédsko – tvoří velmi zajímavý příklad alternativní hospodářské koncepce, založené na budování „státu blahobytu“. Cesta k současnému stavu takřka vzorového příkladu (neo)keynesiánské ekonomiky však byla komplikovaná. Ještě v 90. letech mělo Švédsko relativně velmi vysoký veřejný dluh na úrovni okolo 80 % svého HDP. Tento stav se rozhodlo řešit aktivní protidluhovou politikou, k níž patřila například privatizace státního majetku a zavedení velmi vysoké úrovně zdanění (která je jedna z nejvyšších v rámci všech vyspělých států).²⁰⁵ V současné době se Švédsku daří generovat pravidelně hospodářské přebytky veřejných financí ve výši okolo 2 % HDP ročně, které však využívá na vytváření fondů pro budoucí financování starobních důchodů, tedy nikoliv na umořování zbytku svého veřejného zadlužení.²⁰⁶

4.2.1 Analýza struktury veřejného dluhu vybraných států

4.2.1.1 Struktura dle úrovně vládních institucí

Základní rozčlenění veřejného dluhu vybraných států lze provést podle úrovně vlády, která parciální dluh vytvořila. Podle metodiky ESA 2010 se sledují čtyři úrovně: centrální vláda (státní dluh), zemská vláda (ze sledovaných států se týká pouze spolkových republik Německa a Rakouska), místní vláda (též lokální či regionální vláda) a konečně fondy sociálního zabezpečení. Všechny tyto úrovně byly již blíže přiblíženy. Podíl jednotlivých parciálních dluhů na celkovém veřejném zadlužení znázorňuje tabulka 16.

²⁰⁴ EURACTIV, *Eurostat: Deficit Slovenska klesol, dlh na kritickéj hodnote*, 2014 [online]. [cit. 11. 12. 2017].

²⁰⁵ RIKSGÄLDEN, *Fakta om statsskulden*, 2017 [online]. [cit. 3. 1. 2018].

²⁰⁶ Ibidem.

Tabulka 16: Členění veřejného dluhu vybraných států dle jednotlivých úrovní vládního sektoru.

	Centrální vláda	Zemská vláda	Místní vláda	Sociální fondy	Veřejný dluh celkem
Česká republika	95,05	0,00	4,94	0,01	100
Německo	63,35	29,52	7,08	0,05	100
Portugalsko	95,85	0,00	4,15	0,00	100
Rakousko	87,68	7,15	4,72	0,45	100
Slovensko	95,95	0,00	4,05	0,00	100
Švédsko	75,11	0,00	23,35	1,54	100

Zdroj: EUROSTAT, 2017.

Je zřejmé, že u všech států hraje zcela zásadní roli dluh centrální vlády, u Německa navíc ještě dluh jednotlivých spolkových zemí. Důvod výrazné výše dluhu jednotlivých německých spolkových zemí spočívá v tom, že tyto země na základě německého práva disponují poměrně rozsáhlými pravomocemi, které jsou jim svěřovány dle principu subsidiarity v oblastech, které nejsou výslovně svěřené Spolku na základě Základního zákona Spolkové republiky Německo (*Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland*), který je ekvivalentní k Ústavě.²⁰⁷ U Rakouska, ačkoliv se jedná rovněž o federativní republiku, tak významný dluh spolkových zemí i vzhledem k jejich relativně nižším pravomocem, nepozorujeme.

Dluhy místních vlád jsou pak u většiny sledovaných států relativně málo významné. Výjimku je v tomto ohledu Švédsko, ve kterém tvoří zadlužení jeho lokálních územních celků téměř čtvrtinu celkového veřejného dluhu. Větší hospodářský význam místních samospráv je pro skandinávské státy typický: například v Norsku tvořil v roce 2016 dluh lokálních vlád celkem 44,4 % celkového hrubého veřejného dluhu a relativně významný byl i ve Finsku a v pobaltských republikách Lotyšsku a Estonsku.²⁰⁸ Sociální fondy pak u

²⁰⁷ ŠIMEK, F., *Federální uspořádání Spolkové republiky Německo*, 2016 [online]. [cit. 4. 1. 2018].

²⁰⁸ EUROSTAT, *General government gross debt by subsector, percentage of total gross debt, non-consolidated between subsectors, 2016, 2017* [online]. [cit. 19. 9. 2017].

všech států podle předpokladů hrají ve vztahu k podílu na celkovém hrubém dluhu veřejného sektoru jen marginální roli.

4.2.1.2 Struktura podle držitelů dluhu

V rámci teoretické části bylo upozorňováno na mimořádnou důležitost struktury veřejného dluhu z hlediska jeho věřitelů. Připomeňme, že dluh držený domácími věřiteli jednak zpravidla vyžaduje nižší náklady na dluhovou službu a umožňuje i vyšší míru jeho kontrolovatelnosti. Větší podíl veřejného dluhu v rukách zahraničních investorů tak teoreticky mívají ty státy, které nedisponují dostatečným množstvím kapitálově silných domácích věřitelů. Jak vyplývá z tabulky 17, praktická platnost tohoto teoretického předpokladu není absolutní. Tabulka 17 zachycuje veřejný dluh námi sledovaných států, uvedený v nominální hodnotě v milionech EUR a rozdělený podle následujících typů věřitelů: *Rezidenti – finanční sektor (R-FS)*, *Rezidenti – nefinanční sektor (R-NS)*, *Domácnosti a neziskové instituce sloužící domácnostem (R-DaN)* a *Nerezidenti (N)*. (Zkratky jednotlivých typů uváděné v závorkách jsou využívány u grafických zobrazení pro zvýšení jejich přehlednosti). Dlužno dodat, že vlivem zaokrouhlení nemusejí součty jednotlivých partikulárních dluhů přesně odpovídat celkové hodnotě veřejného dluhu. V případě Německa navíc není oficiálně vykazována hodnota pro kategorii *Domácnosti a neziskové instituce sloužící domácnostem (R-DaN)*, takže musela být dopočítána. (Dopočítaná hodnota je označena symbolem *).

Tabulka 17: Členění veřejného dluhu vybraných států dle jeho držitelů.

	Rezidenti – finanční sektor	Rezidenti – nefinanční sektor	Domácnosti, Neziskové instituce sloužící domácnostem	Nerezidenti	Veřejný dluh celkem
Česká republika	35 386,2	596,9	1 581,4	27 381,3	64 945,7
Německo	948 601,6	140 028,0	35 330,3*	1 016 407,8	2 140 367,7
Portugalsko	74 666,8	2 529,6	23 536,9	140 327,6	241 060,9
Rakousko	83 267,3	387,0	1 191,1	210 874,1	295 719,4

Slovensko	19 678,5	176,8	2,6	22 195,3	42 053,2
Švédsko	122 751,8	9 657,3	2 061,4	56 088,7	190 559,2

Zdroj: EUROSTAT, 2018.

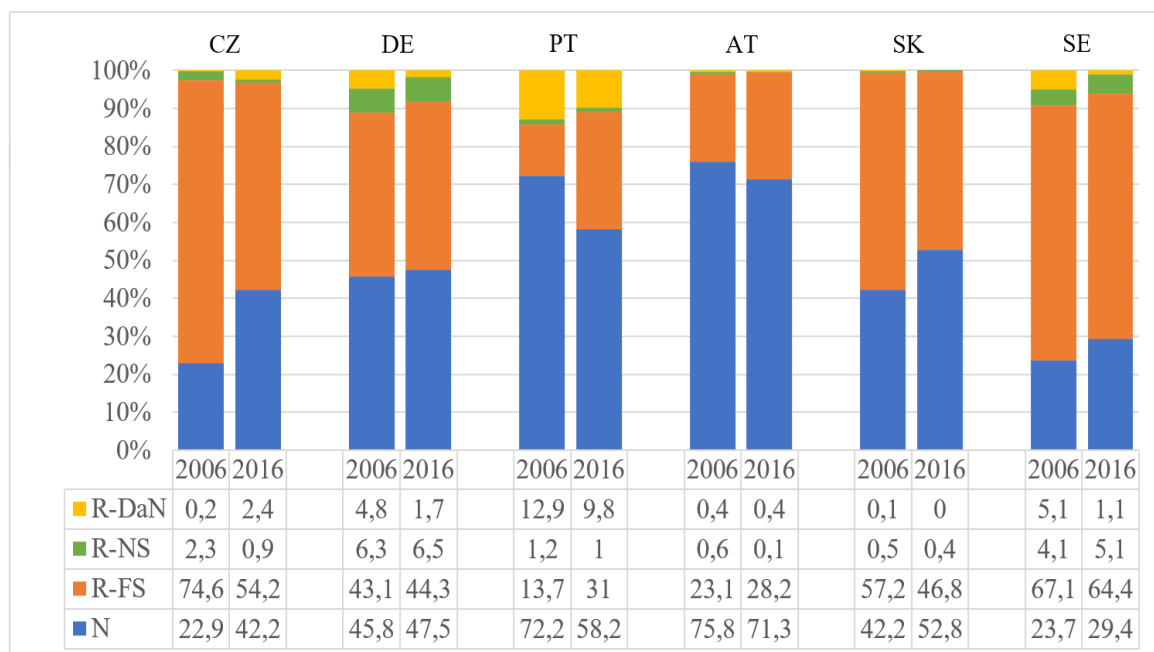
Z tabulky vyplývá, že relativně hospodářsky velmi vyspělé státy jako je Německo či Rakousko, mají poměrně značnou část svého dluhu v držení cizích investorů. V případě Německa to v roce 2016 bylo 47,5 %, u Rakouska ve stejné době dokonce 71,3 % celkové výše veřejného dluhu. To je dáno mimo jiné tím, že vzhledem k vysokému ratingu těchto států jsou jejich dluhopisy považovány investory za vysoce bezpečné, a proto jsou nakupovány například v rámci konzervativních investičních fondů.

Rovněž tak v případě České republiky drží zahraniční investoři významný podíl jejího veřejného dluhu. Na druhou stranu tato hodnota znamená, že domácí investoři stále vlastní více než jeho polovinu, zatímco například u Slovenska je 52,8 % dluhu v rukou zahraničních investorů a u hospodářskými problémy sužovaného Portugalska je to dokonce 58,2 %. Nejlepšího výsledku tak ze všech sledovaných států dosáhlo Švédsko, u kterého drží nerezidenti jen 29,4 % jeho veřejného zadlužení.²⁰⁹ Z pohledu domácích investorů jsou u všech států jasnými hegemony finanční instituce, zatímco podíl ostatních domácích investorů je spíše marginální.

Velmi zajímavé je srovnání vývoje struktury veřejného dluhu v čase. Graf 3 znázorňuje jeho vnitřní rozčlenění u sledovaných států v roce 2006, tady krátce před vypuknutím finanční krize, a porovnává jej se současným stavem. Ve sledované době sice došlo k aktualizaci metodiky z ESA 95 na ESA 2010 (a některé státy neprovedly aktualizaci hodnot pro celé časové řady svého dluhu), ovšem tato aktualizace měla na vykázanou výši dluhu jen velmi malý vliv v řádu desetin procenta, a proto tato skutečnost orientačnímu srovnání výrazně nebrání.

²⁰⁹ EUROSTAT. *Structure of government debt*, 2017 [online]. Eurostat. [cit. 19. 9. 2017].

Graf 3: Členění veřejného dluhu vybraných států dle jeho držitelů, srovnání let 2006 a 2016.



Zdroj: EUROSTAT, 2018.

Z grafu vyplývá, že v případě České republiky mezi lety 2006 a 2016 dramaticky narostl podíl vnějšího zadlužení (o 19,3 p.b.), a to převážně na úkor institucí domácího finančního sektoru. Podobně velký nárůst žádný ze sledovaných států nezaznamenal. V případě Portugalska zahraniční zadlužení dokonce významně pokleslo (o 14 p.b.), a to navzdory mimořádně velké finanční půjčce ve výši 76,8 miliard EUR, kterou v letech 2011–2014 čerpalo z EFSM (24,3 mld. EUR), EFSF (26 mld. EUR) a MMF (26,5 mld. EUR).²¹⁰ Skutečnost, že externí zadlužení Portugalska i přes to pokleslo (v relativním vyjádření), má poměrně jednoduché vysvětlení: jak již bylo naznačeno, Portugalsko muselo přiznat k veřejnému dluhu i řadu donedávna nevykazovaných partikulárních zadlužení. Významný vliv mají také ozdravné programy a snaha Portugalska o celkové snížení externího zadlužení.

Úroveň vnějšího zadlužení poklesla za sledované období rovněž v Rakousku, kde naopak vzrostl význam domácích institucí finančního sektoru. V rámci Německa zůstala situace relativně stabilní, což napovídá, že se mu dlouhodobě daří efektivně svůj dluh

²¹⁰ EUROPEAN COMMISSION, *Financial assistance to Portugal*, 2017 [online]. [cit. 15. 1. 2018].

kontrolovat. S podobným problémem jako Česká republika, tedy s relativně rychlým nárůstem externího zadlužení, se potýká i Slovensko, s tím rozdílem, že tento nárůst není kompenzován poklesem věřitelů z řad domácích finančních institucí, ale nejvýznamněji se snížil podíl dluhopisů držných domácnostmi a neziskovými institucemi. Pokud se týká Švédska, tak jeho externí zadlužení mírně roste, ovšem tento nárůst není nikterak významný vzhledem k velmi nízkému podílu, který představuje dluh držený nerezidenty na celkovém veřejném dluhu.

4.2.1.3 Struktura podle dluhových instrumentů a doby splatnosti

Dalším důležitým faktorem je rozčlenění dluhu podle instrumentů, kterými je vytvořen a podle doby jejich splatnosti. Instrumenty se dělí, jak již bylo uvedeno, na oběživo a vklady, dluhové cenné papíry a půjčky, přičemž poslední dvě položky lze dále základně rozdělit podle doby splatnosti na krátkodobé (SR) a dlouhodobé (LR). Údaje o rozčlenění veřejného dluhu z hlediska instrumentů zobrazuje tabulka 18. Hodnoty, které obsahuje, jsou vztaženy k HDP jednotlivých pozorovaných států (tedy nikoliv k celkové výši dluhu). Vlivem zaokrouhlování se pak může stát, že součet jednotlivých hodnot přesně neodpovídá uvedené hodnotě celkové výše veřejného zadlužení daného státu.

Tabulka 18: Členění veřejného dluhu vybraných států dle dluhových instrumentů.

Rok	Oběživo a vklady	Dluhové CP		Půjčky		Dluh/HDP
		SR	LR	SR	LR	
Česká republika	0,2	0,1	33,3	0,1	3,2	36,8
Německo	0,5	2,2	47,2	3,5	14,6	68,1
Portugalsko	12,2	8,1	63,7	1,5	44,7	130,1
Rakousko	1,6	3,2	66,2	0,5	12,0	83,6
Slovensko	0,4	0,5	43,7	0,1	7,1	51,8
Švédsko	1,6	2,7	27,1	5,4	5,4	42,2

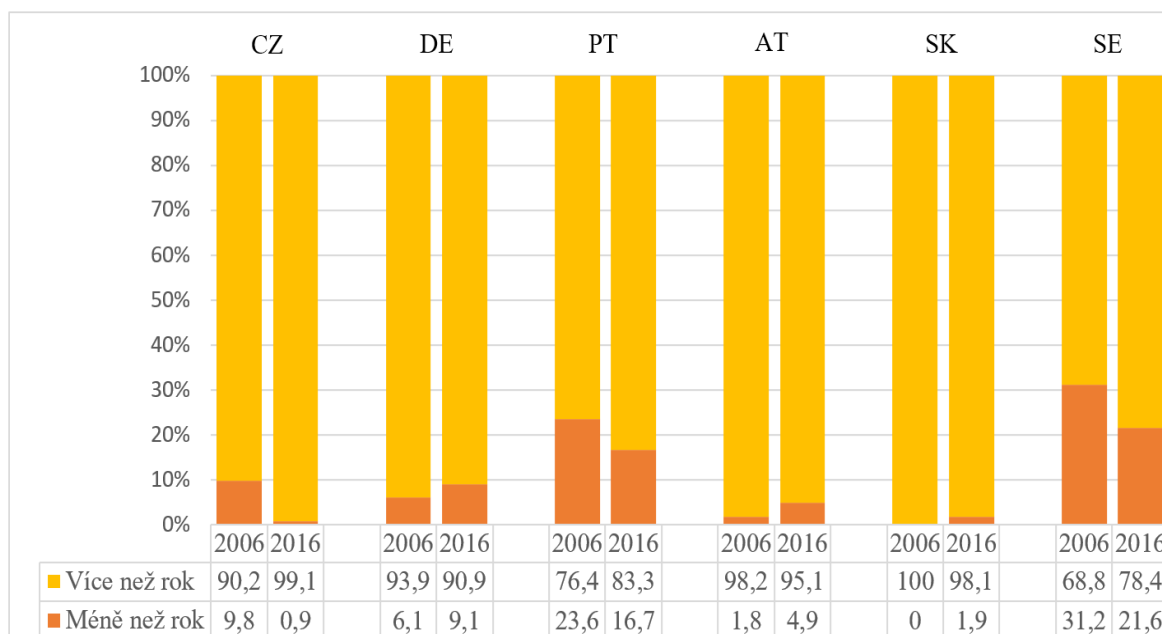
Zdroj: EUROSTAT, 2018.

Z tabulky je zřejmé, že všechny státy vytvářejí dluh svého veřejného sektoru především emisí dlouhodobých cenných papírů. Nejvíce markantní je to u České republiky, zatímco relativně nejnižší podíl dluhopisů na celkovém zadlužení můžeme

pozorovat u Portugalska, což je zapříčiněno zmíněnou půjčkou od EU a MMF. Portugalsko navíc poměrně výrazně spoléhá i na dluhové cenné papíry s krátkodobou splatností (do jednoho roku), a stejně tak je u něj oproti ostatním státům významný podíl oběživa a vkladů, což lze vysvětlit snahou o zvýšení operativnosti v souvislosti s ozdravnými procesy, kterými portugalská ekonomika v současné chvíli prochází a také nižším ratingem, kvůli kterému jsou pro něj dlouhodobé půjčky prostřednictvím emise dluhových papírů relativně drahé.

Mimořádnou důležitost má v otázce veřejného dluhu počáteční doba splatnosti jednotlivých dluhových instrumentů. Obecně platí, že krátkodobé instrumenty jsou spojeny s nižšími úrokovými náklady (zpravidla bývají úročeny nejnižší úrokovou sazbou) a jsou výhodné i z hlediska operativnosti, neboť jsou splatné často v řádu několika měsíců, nejvýše však do jednoho roku. Na druhou stranu jejich hojné využívání se nejeví být vhodné z hlediska dlouhodobého plánování a koncepčního řízení veřejného dluhu. Rozčlenění veřejného zadlužení sledovaných států podle doby splatnosti jejich dluhových instrumentů znázorňuje graf 4, který rovněž postihuje změnu mezi lety 2006 a 2016. Je zapotřebí opět připomenout, že v této době došlo k úpravě metodiky vykazování dluhu, což především u Portugalska může mít nezanedbatelný význam, který celkový výsledek zkresluje, a proto lze brát srovnání jen jako orientační.

Graf 4: Členění veřejného dluhu vybraných států dle počáteční doby splatnosti instrumentů, srovnání let 2006 a 2016.



Zdroj: EUROSTAT, 2018.

Z grafu vyplývá, že největší podíl krátkodobých závazků mělo v roce 2006 Švédsko (31,2 %). Ve skutečnosti bylo v tomto ohledu na prvním místě v rámci celé Evropské unie, následováno Irskem (23,9 %), Portugalskem (23,6 %), Lucemburskem (21,3 %) a Itálií (18,3).²¹¹ Není bez zajímavosti, že mezi státy, které v hojné míře využívaly nástroje krátkodobého zadlužení, jsou jak země ekonomicky velmi stabilní (jako je právě Švédsko či Lucembursko), tak země, které velmi výrazně postihla finanční krize (Irsko, Portugalsko a Itálie). Například veřejný dluh Irska vyjádřený v procentech HDP vzrostl od roku 2007 do roku 2012 o stěží uvěřitelných 95,7 p.b., poté však rok stagnoval a následně výrazně poklesl na 72,8 % HDP v roce 2016.²¹²

Obecně platné zhodnocení tohoto ukazatele, které by platilo bez ohledu na další makroekonomické faktory, tedy vyřknout nelze. V zásadě ale platí, že většina států Evropské unie udržuje podíl krátkodobých instrumentů na celkovém zadlužení na úrovni

²¹¹ EUROSTAT, *General government gross debt by initial maturity, 2016, 2017* [online]. [cit. 19. 9. 2017].

²¹² EUROSTAT, *General government gross debt – annual data, 2017* [online]. [cit. 19. 11. 2017].

maximálně do 10 %. Tuto hranici v roce 2016 překročilo pouze sedm států EU, jmenovitě Švédsko, Maďarsko, Portugalsko, Itálie, Dánsko Nizozemsko a velmi těsně též Francie.²¹³

Tabulka 19 pro úplnost uvádí pro rok 2016 nominální hodnoty rozdělení dluhů na ty s dobou splatnosti do jednoho roku a na dluhy se splatností delší než jeden rok. Rovněž tak upřesňuje jejich relativní podíl na celkové výši hrubého veřejného zadlužení daného státu.

Tabulka 19: Členění veřejného dluhu vybraných států dle doby splatnosti, absolutní i relativní vyjádření.

	Méně než rok		Více než rok	
	Mil. EUR	% celkového	Mil. EUR	% celkového
Česká republika	602,5	0,93	64 343,3	99,07
Německo	194 968,4	9,11	1 945 399,3	90,89
Portugalsko	402 78,9	16,71	200 782	83,29
Rakousko	14 475,3	4,89	281 244,1	95,11
Slovensko	821,9	1,95	41 231,3	98,05
Švédsko	41 148,8	21,59	149 410,4	78,41

Zdroj: EUROSTAT, 2018.

4.2.2 Vyhodnocení

Lze si tak oprávněně položit otázku, jaký vliv měla finanční krize na strukturu dluhů jednotlivých států a jestli tato struktura hraje roli při řešení hospodářských potíží, pokud se do nich stát dostane. Nelze si nevšimnout skutečnosti, že maastrichtské kritérium zabývající se veřejnými financemi klade důraz na výši deficitu veřejných financí a na úroveň veřejného dluhu vzhledem k HDP, ale zcela opomíjí vnitřní struktury tohoto dluhu. Přitom, jak ukazují příklady Japonska a Řecka, může hrát struktura zadlužení státu na jeho ekonomickou stabilitu zcela zásadní roli. A tato role roste přímo úměrně s relativní výší dluhu vzhledem k HDP. Z toho však také vyplývá, že pokud je dluh poměrně nízký, nebo alespoň stabilní, pak má jeho vnitřní rozčlenění jen menší důležitost.

Naopak v případě vysokého dluhu či jeho prudkého nárůstu, jaký jsme mohli pozorovat u Portugalska, může mít dluh v rukách zahraničních věřitelů velmi negativní

²¹³ EUROSTAT, *General government gross debt by initial maturity, 2016, 2017* [online]. [cit. 19. 9. 2017].

dopad. Z hlediska stability státu je totiž přirozeně nejvýhodnější, když stát dluží z co největší části „sám sobě“, jako je tomu v případě Japonska, nebo když má alespoň reálnou šanci ovlivňovat zájmy svých investorů, což může činit především u domácích věřitelů.

Podobně tak použité instrumenty a doba jejich splatnosti získávají na významu v době, kdy veřejný dluh roste, anebo se stát dostává do hospodářských potíží. Z teorie vyplývá, že pravděpodobně nejvýhodnějším zadlužovacím instrumentem jsou pro stát státní dluhopisy, a to z důvodu, že může sám stanovovat jejich podmínky (dobu splatnosti a úrok) a zároveň je při tom omezen jen svým ratingem. Zato půjčky od nadvládních organizací (typicky od Mezinárodního měnového fondu) jsou často spojeny s většími či menšími zásahy do suverenity státu ve fiskální oblasti.

Pohled na Českou republiku a její veřejné zadlužení ve srovnání s vybranými státy je poněkud rozporuplný. Na jednu stranu Česká republika vykazuje výrazně podprůměrnou úroveň veřejného dluhu, který v roce 2016 nedosahoval ani poloviny průměrného zadlužení států EU a zároveň má z hlediska struktury většinu tohoto dluhu drženou domácími věřiteli, a to na dobu delší než jeden rok, na druhou stranu však vykazuje relativně dlouhodobý trend výrazného nárůstu dluhu i podílu zahraničních investorů na něm. Ačkoliv se zadlužování v posledních letech v podstatě zastavilo (a veřejný dluh v relativním vyjádření dokonce poklesl), nelze tuto skutečnost nekriticky považovat za zastavení trendu zadlužování České republiky. Její ekonomika totiž v současné době prochází obdobím mimořádného růstu, a to při současně velmi nízké míře nezaměstnanosti a relativně nízké (avšak v poslední době rostoucí) míře inflace. Nabízí se tak otázka, jak se bude dluh vyvíjet ve chvíli, kdy tempo hospodářského růstu zpomalí.

Některé varovné vlašťovky jsou při tom již na obzoru. Neblahý dopad na českou ekonomiku by mohl mít například blížící se odchod Spojeného království z EU. Ten totiž nutně zapříčiní změnu v jejím vnitřním financování, a zatímco v současné době je Česká republika takzvaným „čistým příjemcem“²¹⁴ (alespoň ve vztahu podílu na platbách z harmonizované DPH a odvodu z hrubého národního důchodu – takzvaného třetího a čtvrtého zdroje rozpočtových příjmů EU – snížených o alokované výdaje adresované České republice. Situace po zahrnutí všech plateb se může od oficiálního statusu „čistého

²¹⁴ ČTK, *Bilance čerpání evropských peněz: Česko získalo o 80 miliard navíc*, 2017 [online]. [cit. 7. 1. 2018].

příjemce“ lišit, ovšem v případě České republiky zůstane tento status pravděpodobně i tak zachován), po změně struktury vnitřního financování EU pravděpodobně o tento zdroj příjmů alespoň částečně přijde a není vyloučeno, že se naopak zařadí po bok států, které jsou označovány pojmem „čistý plátce“, jehož význam je zřejmý.

Závěr srovnání veřejného dluhu České republiky s vybranými státy je tedy takový, že Česká republika má relativně velmi nízký veřejný dluh (takže dlouhodobě splňuje maastrichtské kritérium veřejných financí) se zdravou vnitřní strukturou, ale v obou těchto kritériích se dlouhodobě výrazně zhoršuje, zatímco ostatní pozorované státy (s výjimkou Slovenska a Portugalska) vesměs stagnují, nebo svou situaci zlepšují. V posledních letech se však zdá, že i Česká republika tento negativní trend zpomalila, ovšem není zřejmé, zda tento jev nemá jen krátkodobý charakter. Určitou nápovědou v tomto ohledu může být poslední kapitola této práce, která se zabývá prognózou vývoje veřejného dluhu České republiky.

4.3 Predikce a prognóza vývoje veřejného zadlužení České republiky

Prognóza veřejného zadlužení jakéhokoliv státu je věc nesmírně ošemetná, jelikož, jak bylo uvedeno v teoretickém pojednání, vývoj dluhu nezávisí jen na makroekonomických faktorech, ale rovněž na politických rozhodnutích, rozmarech přírody a podobně. I kvůli tomu se například v roce 2007 veřejný dluh České republiky zvětšoval, ačkoliv její ekonomika stále ještě rostla poměrně vysokým tempem. Česká republika je stát, který dlouhodobě nevykazuje stabilitu politické scény a dlouhodobou koncepčnost v politicko-ekonomických otázkách. V době sepisování této kapitoly (zima 2018) není zřejmé, jaké bude složení nové vlády po parlamentních volbách, které proběhly v říjnu roku 2017. Je pravděpodobné, že opozice nepodpoří menšinovou vládu vítěze voleb hnutí ANO 2011 a z toho důvodu bude muset toto hnutí sestavit vládu s jedním nebo více koaličními partnery. Vzhledem k jeho prozatímnímu neukotvení v tradičním „pravolevém“ politickém spektru se jako potenciální partner nabízejí téměř všechny parlamentní strany, snad s výjimkou KSČM. I komunisté však prozatím zvažují podporu vlády tohoto hnutí, což by samozřejmě bylo podmíněno alespoň částečnou akceptací důležitých bodů jejich

programu.²¹⁵ Politický vývoj a jeho možný dopad na veřejné finance České republiky tak prozatím není znám, což do určité míry znemožňuje predikovat vývoj veřejného dluhu České republiky na základě fundamentální analýzy.

Další potenciální komplikací, která byla zmíněna již v předcházející kapitole, je možný dopad odchodu Spojeného království z EU na pozici České republiky jako „čistého příjemce“ evropských peněz. O tom, jak zásadní vliv má tento faktor na českou ekonomiku ilustrativně vypovídá situace z roku 2016, ve kterém došlo – oproti schválenému rozpočtu – k poměrně výraznému přebytku veřejných financí. Tento neočekávaný výsledek byl způsoben vedle omezení investic do značné míry právě zvýšenou mírou čerpání prostředků z unijních fondů. Pokud by Česká republika naopak z pozice čistého plátce musela do těchto fondů přispívat, mohlo by to pro ni představovat výdaj, který by v lepším případě snižoval rozpočtový přebytek. V horším případě by si však musela Česká republika na tyto platby sama půjčovat, jako tomu bylo u Slovenska v roce 2012 v souvislosti s povinnou platbou, kterou se jako člen eurozóny muselo podílet na financování Evropského stabilizačního mechanismu.²¹⁶

Konečně k určité nestabilitě v poslední době přispěla i Česká národní banka, která po několika letech opustila politiku umělé fixace kurzu CZK na EUR,²¹⁷ přičemž dopad ukončení těchto kurzových intervencí na celou ekonomiku České republiky, a tedy rovněž na vývoj jejího veřejného dluhu, zatím není zřejmý.

Tyto tři výše uvedené faktory zásadně limitují možnosti předpovědi vývoje zadlužení České republiky. Pro jeho zhodnocení je rovněž nesmírně důležitá otázka, jakým způsobem se bude vyvíjet český HDP. V tomto ohledu existuje řada prognóz, za všechny zmiňme alespoň ty, které vypracovala ČNB a uvádí je tabulka 20:

²¹⁵ ECHO24, ČTK. *Komunisté v Lánech: Máme 7 podmínek, za kterých podpoříme Babiše*, 2017 [online]. [cit. 12. 1. 2018].

²¹⁶ NEVYHOŠTĚNÝ, Martin. *Startuje trvalý euroval. Slovensko si na něj musí půjčit*, 2012 [online]. [cit. 27. 1. 2018].

²¹⁷ BARTOUŠKOVÁ, Hana. *13 faktů, které vám řeknou vše o intervencích ČNB*, 2017 [online]. [cit. 15. 1. 2018].

Tabulka 20: Prognózy vývoje HDP České republiky dle ČNB.

	IIIQ/2017	IVQ/2017	IQ/2018	IIQ/2018	IIIQ/2018	IVQ/2018
Střední hodnota	5,0	5,4	4,7	2,9	3,3	3,5
Pesimistická varianta	5,0	3,9	3,0	1,0	1,1	1,0
Optimistická varianta	5,0	6,8	6,4	4,9	5,5	6,0

Zdroj: ČNB, 2018.

Výše HDP a tempo jeho růstu má na veřejný dluh zásadní vliv, a to hned z několika důvodů. Předně relativní vyjádření veřejného dluhu v poměru k HDP je daleko relevantnější ukazatel nežli jeho absolutní výše, neboť umožňuje mezistátní srovnání a zároveň daleko lépe informuje o potenciálním negativním dopadu veřejného zadlužení na ekonomiku státu. Dále je pochopitelné, že pokud ekonomika roste, daří se i veřejnému sektoru získávat do svých rozpočtů větší objemy finančního prostředků, a to především prostřednictvím daní. Prosperující firmy totiž zpravidla vykazují vyšší daňový základ a s růstem ekonomiky se rovněž zvyšuje spotřeba, což se odráží na větším výběru nepřímých daní, především DPH. Pokud stát v době prosperity dokáže tyto výhody přetavit v rozpočtové přebytky, může je pak využít k umořování veřejného dluhu. Pro potřeby této práce je navíc vývoj HDP důležitý v tom ohledu, že jeho hodnota byla využita jako vysvětlující proměnná pro výpočet prognózy veřejného zadlužení pomocí modelů ADL a VAR.

Tento výpočet probíhal pomocí software *Gretl*. Využita byla kvartální data od roku 2004, který byl zvolen s ohledem na vstup České republiky do EU, do konce roku 2016 (celkem 54 pozorování). Vzhledem k povaze dat bylo zapotřebí provést jejich sezónní očištění (pomocí klouzavých průměrů) a následně též musely být časové řady endogenní i exogenní proměnné převedeny do stacionární podoby prostřednictvím svých prvních diferencí (stacionarita časových řad, která je podmínkou výpočtů ADL i VAR modelů, byla testována pomocí rozšířeného Dickey-Fullerova testu). Převod do prvních diferencí probíhal následujícím způsobem:

$$\Delta y_t = y_t - y_{t-1}$$

Kvalita obou předpovědí byla ověřena pomocí *ex post* prognózy za období IQ/2016–IIQ/2017. V tomto ohledu je důležité, že v prvním kvartále roku 2017 došlo k poměrně významnému nárůstu veřejného dluhu (zatímco v prosinci 2016 dosahoval výše 1754,89 mld. Kč, v IQ/2017 to bylo již 1924,19 mld. Kč a ve IIQ/2017 1922,92).²¹⁸ Tuto neočekávanou změnu, která nevycházela z vývoje vysvětlující proměnné (ve skutečnosti k ní došlo vlivem prodeje státních dluhopisů ministerstvem financí, kterému se podařilo je emitovat za velmi výhodných podmínek),²¹⁹ však pochopitelně ani jedna z prognóz nemohla reflektovat, a tak se jejich výsledky v posledních dvou obdobích s realitou poměrně výrazně rozcházely. Stejně tak pokles veřejného zadlužení v roce 2016 ani jedna z obou prognóz neodhadovala v jeho reálné výši. Předchozí výsledky však byly vesměs uspokojivé: v případě ADL modelu činila odchylka prognózy od reálného stavu v IIQ/2016 34,17 mld. Kč a v IIQ/2017 71,26 mld. Kč, zatímco u VAR modelu dosáhla odchylka prognózy pro IIQ/2016 výše 39,44 mld. Kč, zatímco pro IIQ/2017 narostla na 94,67 mld. Kč.

Výše chyby (která v případě VAR modelu pro období IIQ/2017 dosahovala hodnoty více než 4,9 % celkového veřejného dluhu) jen potvrzuje skutečnost, že v případě makroekonomických ukazatelů, a veřejného dluhu obzvláště, lze věřit jejich prognózám jen velmi omezeně. Dlužno dodat, že pro výpočet prognózy byla jako exogenní proměnná využita střední hodnota předpovědi vývoje HDP, kterou zveřejnila ČNB a uvádí ji tabulka 21. Výsledné hodnoty prognózy musely být oddiferencovány podle následujícího vztahu:

$$\Delta y_t + y_{t-1} = y_t \rightarrow \Delta \hat{y}_{T+1} + y_T = \hat{y}_{T+1}$$

Stejně tak byl hodnotám navrácen i jejich sezónní komponent, a to inverzní metodou, nežli byla použita při jeho odstraňování. Samotná prognóza byla vypočtena pro šest období od doby, pro niž doposud neexistují změřená data (tzn. IIIQ/2017–IVQ/2018). Zjištěné hodnoty (v mld. Kč., zaokrouhlené na dvě desetinná čísla), vypočítané oběma použitými modely (ADL a VAR model), uvádí tabulka 21:

²¹⁸ MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY, *Hrubý dluh sektoru vládních institucí (GGD)*, 2018 [online]. [cit. 8. 1. 2018].

²¹⁹ ŠULCOVÁ, K., ČTK., *Státní dluh v pololetí stoupl o 175 miliard na 1,79 bilionu Kč*, 2017 [online]. [cit. 21. 12. 2017].

Tabulka 21: Hodnoty prognózy vývoje veřejného dluhu do konce roku 2018 dle výsledků ADL modelu a VAR modelu.

	ADL	VAR
IIIQ/2017	1924,24	1920,60
IVQ/2017	1929,65	1919,31
IQ/2018	1931,37	1918,97
IIQ/2018	1947,28	1919,46
IIIQ/2018	1946,77	1920,64
IVQ/2018	1954,64	1922,42

Zdroj: vlastní zpracování, 2018.

Jak vyplývá z chyb zjištěných v *ex post* prognóze, kredibilita obou modelů není příliš vysoká. Optimističtější scénář nabízí VAR model, podle nějž by měla hodnota veřejného dluhu v roce 2018 stagnovat. To by rovněž znamenalo, že v relativním vyjádření v poměru k HDP by měl dluh v tomto roce (oproti roku 2017) poměrně výrazně klesat. Pokud zvolíme střední variantu předpovědi ČNB, pak by dle výsledků VAR modelu měl veřejný dluh České republiky na konci roku 2018 dosahovat hodnoty přibližně 37,7 % HDP. Připomeňme, že v roce 2016 činil podíl veřejného dluhu na HDP pouze 36,8 %, takže v tomto ohledu se jedná o nárůst o 0,9 p.b. za dva roky. Na vině je v tomto ohledu jednoznačně razantní zvýšení veřejného dluhu v prvním kvartálu roku 2017.

O něco pesimističtější pohled nabízí výsledky ADL modelu, podle nichž by ke konci roku 2018 měl veřejný dluh tvořit dokonce téměř 38,4 % HDP. Je však třeba připomenout, že ani tato hodnota by ve výsledku nepředstavovala žádný dramatický nárůst, neboť ještě v roce 2015 byl podíl veřejného dluhu na HDP 39,96 %.

Naopak daleko optimističtější prognózu představil v prosinci roku 2017 na půdě České zemědělské univerzity guvernér ČNB Jiří Rusnok během své prezentace na téma *Česká národní banka, její měnová politika a vývoj české ekonomiky*. Podle prognóz ČNB by hodnota veřejného dluhu České republiky měla do roku 2019 poklesnout na úroveň

okolo 30 % HDP.²²⁰ Tento vývoj počítá s přebytkovým hospodařením veřejného sektoru ve výši přibližně 1,5 % HDP.²²¹

Metodika výpočtu (využitý model ani vysvětlující proměnné) nebyly v prezentaci uvedeny, a tak nelze prognózované hodnoty blíže konkretizovat. Je však zřejmé, že i tento výpočet je zatížen faktory vyjmenovanými v počátku této kapitoly, které se mohou do výsledné podoby veřejného zadlužení velmi významně promítnout. Výše uvedené prognózy tak svou povahou spadají do oblasti technické analýzy a pravděpodobnostních prognóz založených na statisticko-matematických metodách, jejichž nedostatek spočívá ve skutečnosti, že na rozdíl od metod založených na bázi fundamentální analýzy nejsou schopny příliš postihnout vliv „měkkých faktorů“ (*soft factors*) hospodářského vývoje, jako je například hospodářská orientace aktuální vlády, která má přitom na veřejné zadlužení zásadní vliv.

Jestliže krátkodobá prognóza vývoje veřejného zadlužení je zatížena nezanedbatelnou chybou, odhad dlouhodobého vývoje je prakticky nemožný. Teoreticky lze Českou republiku srovnávat s vybranými státy s podobnými charakteristikami, které se déle, než Česká republika prezentují jako tržní ekonomiky. Za vodítko by v tomto ohledu mohl posloužit jejich historický vývoj, ovšem je zřejmé, že výsledky poskytnuté touto metodou komparace by nebyly o nic přesnější nežli jakýkoliv jiný odhad.

Pokud bychom chtěli srovnat Českou republiku například s Rakouskem, které model tržního hospodářství (byť minimálně z počátku v poněkud specifickém pojetí)²²² definitivně přijalo v polovině 50. let 20. století, našli bychom v časové řadě zaznamenávající jeho dluh vzhledem k HDP hned několik období prudkého vzrůstu.

Integrační proces Rakouska do západní Evropy začal naplno až v roce 1972, ve kterém podepsalo s Evropským společenstvím smlouvu o volném obchodu.²²³ Přímému vstupu do ES nebo alespoň dřívějšímu zapojení do jeho hospodářských struktur bránila neutralita Rakouska na kolbišti mezi Západem a Sovětským svazem, kterou bylo vázáno

²²⁰ RUSNOK, Jiří. *Česká národní banka, její měnová politika a vývoj české ekonomiky*. Přednáška na půdě České zemědělské univerzity v Praze, 13. prosince 2017.

²²¹ Tamtéž.

²²² Srov. KOMLOSY, A., Vývoj rakouského hospodářství po roce 1989. In: *Česko a Rakousko po konci Studené války. Různými cestami do nové Evropy*. 2009, s. 386.

²²³ PELINKA, Anton. Rakousko a rozšíření EU. In: *Česko a Rakousko po konci Studené války. Různými cestami do nové Evropy*. 2009, s. 352.

od 50. let 20. století. Důležité je, že v roce 1970 byl dluh Rakouska oproti jeho současné hodnotě velmi relativně nízký, když dosahoval výše jen přibližně 12,5 % HDP.²²⁴ V 70. letech a na počátku 80. let razilo Rakousko svébytnou hospodářskou politiku známou pod pojmem „austrokeynesiánství“, která se však na počátku 80. let zhroutila. V té době totiž začal tento stát, vlivem nepříznivých hospodářských výsledků a celkového upadání rakouského průmyslu (tvořeného z větší části státními podniky), v porovnání s vyspělou konkurencí znatelně ztrácet. Proto došlo na počátku 80. let k deregulaci a k privatizaci státních podniků.²²⁵

Rakouský dluh v té době dosahoval výše přibližně 35,3 % HDP.²²⁶ V letech 1987–1997 vládla v Rakousku takzvaná *Velká koalice*, tvořená sociální demokracií a lidovci. Tato koalice razila z ekonomického pohledu celkem znatelně levicovou politiku, která se v hojné míře orientovala například na podporu penzistů (v této době výrazně stoupal například věk dožití, ale také mzdy, které za vymezené období stouply o 66 %).²²⁷ Levicové politice odpovídal i nárůst zadlužení, které stoupl do roku 2000 na 65,7 % HDP. O deset let později již dosahovalo výše 82,4 % HDP a v současné době jeho podíl odpovídá 83,6 % HDP.²²⁸ Na těchto výsledcích se pochopitelně výrazně promítla celosvětová hospodářská krize, která se nevyhnula ani Rakousku. Obecně platí, že během globálních hospodářských recesí veřejné dluhy většiny (rozhodně však ne všech) vyspělých států poměrně výrazně rostou. Průměrný dluh všech 28 států EU například od roku 2008 do roku 2012 narostl o 23 p.b.²²⁹

Na příkladu Rakouska je názorně vidět, jak země, ačkoliv hospodářsky stabilní a silná, může během poměrně krátké doby velmi výrazně zvýšit úroveň svého veřejného dluhu. Zároveň je třeba konstatovat, že toto zvýšení neubralo na stabilitě rakouské ekonomiky. Je otázkou, zda může být cesta České republiky podobná. Stav jejího současného veřejného dluhu v poměru k HDP odpovídá přibližně hodnotám, které

²²⁴ STAATSSCHULDEN DER REPUBLIK ÖSTERREICH, *Schuldenstände der letzten Jahre*, 2018 [online]. [cit. 22. 1. 2018].

²²⁵ VEBER, V. a kol., *Dějiny Rakouska*. 2002, s. 586.

²²⁶ STAATSSCHULDEN DER REPUBLIK ÖSTERREICH, *Schuldenstände der letzten Jahre*, 2018 [online]. [cit. 22. 1. 2018].

²²⁷ VEBER, V. a kol., *Dějiny Rakouska*. 2002, s. 586.

²²⁸ STAATSSCHULDEN DER REPUBLIK ÖSTERREICH, *Schuldenstände der letzten Jahre*, 2018 [online]. [cit. 22. 1. 2018].

²²⁹ EUROSTAT, *General government gross debt – annual data*, 2017 [online]. [cit. 19. 11. 2017].

Rakousko vykazovalo okolo roku 1980 (35,3 % HDP). O deset let později již Rakouský veřejný dluh dosahoval výše 56,2 % HDP a za dalších 5 let narostl na 67,9 % HDP.²³⁰ To představuje nárůst o 22,7 p.b. za přibližně 15 let, takže pokud by se ekonomika České republiky vyvíjela podobně jako ta rakouská, ovšem s tímto proklamovaným zpožděním, přesahoval by její veřejný dluh okolo roku 2035 hodnotu 65 % HDP.

Tento scénář je však čistá fikce. Jednak, ačkoliv je České republice Rakousko v řadě ohledů blízké, struktura jeho ekonomiky je odlišná.²³¹ Co je ještě důležitější, historie se nikdy neopakuje a česká ekonomika bude muset čelit úplně jiným výzvám, než se kterými se potýkala ta rakouská v minulosti. Tuto komparaci však zároveň nelze odmítnout jako bezpředmětnou, protože nabízí hned dva závěry. Tím prvním je, že pro stabilní stát se zdravou ekonomikou nepředstavuje závažný a poměrně strmý nárůst veřejného zadlužení zásadní problém (typickým příkladem je pak samozřejmě Japonsko, které má sice nejvyšší dluh v poměru k HDP ze všech zemí světa, ale díky své mimořádné ekonomické síle – podle HDP je 3. nejsilnější ekonomikou světa – tento dluh pro něj nepředstavuje závažnější problém). Druhým důležitým závěrem je pak shledání, že veřejný dluh státu může velmi razantně narůst i bez nějakých zásadních vnějších příčin (rakouský dluh pochopitelně ovlivňovaly různé hospodářské a finanční krize, ovšem jeho nárůst před rokem 2008 byl zapříčiněn do značné míry realizovanou domácí politikou).

Jak se ukazuje, prognózy vycházející z technické či fundamentální analýzy mívají velmi omezenou vypovídací schopnost a v mnoha ohledech za nejlepší odhad v dlouhodobém horizontu slouží prostý průměr. Obzvláště vychází-li z dostatečně dlouhé časové řady, která zároveň nevykazuje přílišnou četnost extrémních hodnot. Pokud bychom využili tuto jednoduchou metodu, pak můžeme konstatovat, že dluh veřejného sektoru České republiky rostl od roku 1993 do konce roku 2016 průměrným tempem zhruba 0,87 p.b. ročně v poměru k HDP. Jestliže by toto tempo růstu bylo zachováno, pak by v roce 2035 dosahovalo veřejné zadlužení České republiky výše 43,39 % HDP a v roce 2050 by činilo 49,44 % HDP. Hranice 50 % HDP by při zachování dosavadního vývoje

²³⁰ STAATSSCHULDEN DER REPUBLIK ÖSTERREICH, *Schuldenstände der letzten Jahre*, 2018 [online]. [cit. 22. 1. 2018].

²³¹ Srov. ČSÚ, *Váha jednotlivých odvětví v ekonomikách ČR, SR a Rakouska na vytvořené hrubé přidané hodnotě*, 2014 [online]. (PDF). [cit. 7. 1. 2018].

byla překročena roku 2053 a Česká republika by plnila požadavek maastrichtských kritérií na udržitelnost veřejných financí ve vztahu k veřejnému dluhu až do roku 2073.

Prognózovat vývoj veřejného dluhu na 55 let dopředu na základě dosavadního průměru je však jen čistá fikce, podobně jako jakákoliv jiná prognóza na takto dlouhé období. Pro jejich uplatnitelnost je totiž nutné předpokládat zachování konstantních vnějších i vnitřních podmínek, což je však pro takto dlouhý časový horizont značně nepravděpodobné a historicky by se jednalo o jev zcela ojedinělý. Například před 55 lety, v roce 1963, vypadala politická, ekonomická i geografická mapa světa zcela jinak než v současnosti, a to navzdory proklamacím, že Sovětský svaz vydrží „na věčné časy“. O pár let dříve se zase hovořilo o „Tisícileté říši“, jejíž existence však trvala jen přibližně dvanáct let. A podobných příkladů neustálých změn bychom mohli nalézt v každém koutě světa a v každou dobu mnoho.

Na závěr tak lze konstatovat, že ze všech relevantních vývojů veřejného zadlužení může Česká republika doufat v naplnění prognóz ČNB, které slibují pokles úrovně veřejného zadlužení v následujících letech. Ačkoliv totiž veřejný dluh nemusí pro stát představovat zásadní problém, vždy se jedná o faktor, který minimálně limituje možnosti ekonomického rozvoje a při vyšších hodnotách tento rozvoj významně brzdí.

5 Výsledky a diskuse

Problematika veřejného dluhu představuje téma, kterým se zabývá nejen ekonomická věda, ale je velmi akcentováno také v politické oblasti. Veřejný dluh má totiž zásadní vliv na ekonomickou stabilitu státu, ačkoliv na něj musí být vždy pohlíženo nejen v kontextu ostatních makroekonomických ukazatelů, ale také jeho vlastní vnitřní struktury. Za ilustrativní příklady v této práci posloužilo Japonsko, které je aktuálně nejzadluženějším státem světa (při sledování dluhu v poměru k HDP) a Řecko, jehož dluh je v rámci všech ekonomik druhý nejvyšší. Zatímco pro Japonsko nepředstavuje jeho zadlužení vzhledem ke struktuře dluhu a výkonnosti jeho hospodářství zásadní problém, Řecko je již několik let zmítáno hospodářskou krizí a je do značné míry odkázáno na zahraniční pomoc.

Pokud se zaměříme na samotný veřejný dluh a abstrahujeme od ostatních makroekonomických ukazatelů ovlivňujících jeho důležitost na hospodářskou stabilitu státu, jsou u něj důležité především dva ukazatele: jeho momentální výše a tempo, s jakým se tato výše v čase mění.

Pohled na veřejný dluh České republiky je v těchto ohledech poněkud rozpačitý. Jeho relativní výše v poměru k HDP není ve srovnání s vyspělými státy příliš vysoká, a rovněž tak jeho struktura z hlediska vnitřního členění podle věřitelů stále ještě vyznívá ve prospěch domácích investorů. To sice svědčí o relativní fiskální stabilitě České republiky, ovšem v úvahu je třeba vzít ještě další faktor, a tím je právě úroveň změny obou ukazatelů v čase. V tomto ohledu již výsledky nejsou tak přesvědčivé, neboť v dlouhodobém pohledu tempo růstu veřejného dluhu převyšuje rychlost růstu ekonomiky, takže se podíl veřejného zadlužení na HDP neustále zvyšuje (z 16,62 % HDP v roce 1993 na 36,77 % v roce 2016). Stejně tak zatímco ještě v roce 2006 drželi domácí věřitelé 72,79 % českého dluhu, v roce 2016 to bylo jen 55,21 %.

V poslední době však oba tyto trendy – tedy nárůst veřejného dluhu v poměru k HDP i zvětšování podílu zahraničních investorů mezi věřiteli veřejného sektoru České republiky – vykazují jisté známky narušení. Míra veřejného dluhu od roku 2013 do roku 2016 poklesla v poměru k HDP o 8,14 p.b. a atraktivita českých obligací, která byla dána do určité míry i relativní stabilitou české měny, může doznat určitých otřesů v souvislosti s rozhodnutím ČNB ukončit devizové intervence v roce 2017.

V komparaci s ostatními státy EU je Česká republika z hlediska veřejného dluhu takřka ve všech ohledech v nadprůměrně dobré pozici a v nejbližších letech nelze očekávat výraznou změnu tohoto stavu. Optimismus může vzbuzovat poměrně výrazný ekonomický růst, který Česká republika v současnosti prožívá. Naopak potenciální změny ve struktuře financování EU v souvislosti s odchodem Spojeného království mohou představovat pro Českou republiku do budoucna zásadní problém a ohrožení jejího statusu „čistého příjemce“. Do budoucna navíc České republice hrozí i nepříznivý demografický vývoj (přirozený přírůstek obyvatelstva dosahoval v roce 2016 výše pouze 0,20 % a věkový medián hodnoty 42,1 let),²³² který bude vytvářet značný tlak především na financování starobních důchodů.

Prognózy budoucího vývoje jsou tedy nejednoznačné a závisí především na politických rozhodnutích, které se budou týkat fiskální disciplinovanosti veřejného sektoru, a především pak otázky výběru daní. V nejbližší budoucnosti pravděpodobně poroste jak podíl zahraničních věřitelů na držbě veřejného dluhu České republiky, tak i jeho absolutní výše. Z hlediska poměru k HDP se výsledky prognóz různí. Hodnoty prognózované v rámci této práce počítají s úrovní veřejného dluhu ve výši 37,7 % – 38,4 % HDP na konci roku 2018, ale například prognóza ČNB počítá s tím, že úroveň veřejného zadlužení klesne do roku 2019 na úroveň okolo 30 % HDP, k čemuž má dopomoci větší fiskální disciplinovanost vládního sektoru a příznivý ekonomický růst.

Otázkou je, nakolik dokáže Česká republika tyto současné „příznivé“ podmínky skutečně využít ke snížení svého zadlužení. Pokud se bude držet Keynesových představ, tak v současné době by se měla dluh snažit výrazně snižovat. Do určité míry se zdá, že se tak děje, ale tento jev je zatím natolik krátký, že jej nelze potvrdit, a naopak výsledky za první polovinu roku 2017 hovoří proti němu. Na snižování veřejného zadlužení přitom není pozdě nikdy, což lze dokázat na příkladu Švédska, které mělo ještě v 90. letech 20. století dluh ve výši okolo 80 % HDP a v současnosti patří mezi státy s nejnižší zadlužeností v rámci EU a dlouhodobě se mu daří generovat rozpočtové přebytky.

Ačkoliv totiž za některých okolností může být dluh výhodný, v obecné rovině se téměř vždy projevuje jako větší či menší brzda ekonomického růstu, a proto by měl být

²³² Srov. POPULATIONPYRAMID.NET. *Czech Republic*, 2018 [online]. [cit. 4. 3. 2018].

neustále pod kontrolou a na co nejnižší úrovni. Jednak proto, aby se pomocí něj dokázaly absorbovat případné ekonomické otřesy, ale také proto, že jeho neustálý růst je nesporně negativní jev a podle „Steinova zákona“ jelikož tento růst nemůže pokračovat navždy, kulminuje na maximální hodnotě a pak se zastaví. Historie bohužel ukazuje, že podobná kulminace bývá téměř vždy neočekávaná a velmi bolestivá.

6 Závěr

Co vyplývá z analýzy veřejného dluhu České republiky? Je úroveň jejího zadlužení příliš vysoká, nebo se pohybuje v přijatelných hodnotách? A jak se bude situace vyvíjet do budoucna? Odpověď na žádnou z těchto otázek není jednoduchá ani jednoznačná.

Pokud jde o první z otázek, tak z analýzy veřejného dluhu je poměrně dobře vidět, že České republice z dlouhodobého hlediska neprospívá určitá nekonceptnost její politické scény a hospodářské orientace. Takřka pravidelné střídání levicových a středo-pravicových vlád má za následek, že se nedaří prosadit významné dlouhodobé strategie, které by měly zásadní dopad na veřejné finance, a tedy i úroveň zadlužení veřejného sektoru. To je jeden z důvodů, proč se příliš nedaří zastavit tempo zadlužování, byť v posledních letech lze v této oblasti pozorovat určité zlepšení.

Ani odpověď na druhou otázku není jednoznačná. Lze vyjít z maastrichtských kritérií, které považují dluh do výše 60 % HDP za bezpečný vzhledem k ekonomické stabilitě země. Z tohoto pohledu by neměl veřejný dluh České republiky představovat závažnější problém, jelikož nedosahuje ani dvou třetin této hodnoty. Avšak je zřejmé, že skutečný dopad dluhu závisí také na mnoha jiných faktorech než jen jeho výši v poměru k HDP. Velmi důležité je, jaká je struktura věřitelů veřejného sektoru, jaké instrumenty (a s jakou dobou splatnosti) byly k zadlužení využity a také jak vysoké úroky z dluhu musí veřejný sektor splácet, jinými slovy: jak draze si půjčil.

V těchto ohledech je situace České republiky poněkud schizofrenní. Vnitřní strukturu jejího dluhu lze totiž hodnotit povětšinou kladně, a to bez ohledu na druh vnitřního členění, který zvolíme. Česká republika si v posledních letech půjčovala za velmi výhodných podmínek, přičemž při tom využívala především své vlastní státní obligace, takže měla pod kontrolou jak dobu splatnosti dílčích dluhů, tak i podmínky tohoto splácení. A konečně, jak již bylo zmíněno, stále ještě tvoří většinu držitelů jejího veřejného dluhu tuzemští věřitelé. Na druhou stranu ale úroveň veřejného dluhu České republiky vzhledem k jejímu HDP dlouhodobě roste, a to poměrně výrazným tempem, což na výše zmíněné výsledky vrhá značně negativní stín. Úroveň tempa zadlužování státu je totiž velmi důležitý ukazatel vypovídající o tom, nakolik je stát schopný samostatně financovat svůj ekonomický růst a nakolik takřkajíc „žije nad poměry“.

Avšak pokud je ekonomika dost silná, ani vysoká úroveň veřejného dluhu pro ni nepředstavuje zásadní ohrožení. Za příklad může posloužit již tolikrát vzpomínané Japonsko, ale také Spojené království. Byť je to skoro k nevíře, tento stát již po tři staletí tíží veřejný dluh ve výši přesahující 100 % jejího HDP a v určitých momentech (především v období válečných konfliktů jako byly Napoleonské války či první a druhá světová válka) byl ještě mnohem vyšší. Přesto Spojené království patří dlouhodobě mezi nejpřednější ekonomiky světa.²³³

Konečně nejobtížnější je zodpovědět otázku týkající se budoucího vývoje veřejného dluhu. Řada faktorů, které predikci znesnadňují (či přímo znemožňují) byla popsána v příslušné kapitole této práce. Jako nejzávažnější se jeví být problematika demografického vývoje. Trend stárnutí obyvatelstva povede podle studie americké bankovní skupiny Citigroup *The Coming Pensions Crisis* (z března roku 2016) k tomu, že do roku 2050 bude podíl populace v Evropě starší 65 let věku dosahovat 26 % celkového obyvatelstva namísto současných 17 %. To znamená, že na jednoho důchodce budou připadat jen přibližně dva aktivní pracovníci (v současné době je to 100 pracujících na 30 důchodců). Tento stav povede k tomu, že bude vyžadována zcela zásadní změna ve financování důchodových systémů. Ty jsou při tom již v současné době povětšinou deficitní a tento trend tak bude v budoucnosti pravděpodobně jen posilovat.²³⁴

Vzhledem k tomu, že většina vlád spíše reaguje na pohromy, než aby se snažila za cenu snížení své popularity v očích většinových voličů jim předem zabránit, lze očekávat, že tyto deficity budou minimálně z počátku kryty narůstajícím dluhem veřejného sektoru. A to až do té doby, nežli úroveň tohoto dluhu vzhledem k HDP nebude příliš vysoká. V tuto chvíli bude poměrně důležité, jakou měnou se bude v České republice platit. Pokud by si udržela svou dosavadní měnu, měla by při řešení vysokého zadlužení nesrovnatelně větší flexibilitu, neboť by mohla využívat i nástroje monetární politiky. Jestliže však přijme euro, o tuto možnost sice přijde, avšak na druhou stranu dosáhne na pomoc z Evropského stabilizačního mechanismu, pokud v té době bude stále existovat. O účinnosti této pomoci však vypovídá současná situace v Řecku, kterému se dlouhodobě nedaří řešit své ekonomické potíže, navzdory nebývale velkému přílivu finančních

²³³ TOMŠÍK, V., *Veřejný dluh inflačním kouzlem nezmezí*, 2014 [online]. [cit. 6. 2. 2018].

²³⁴ CITI GPS, *The Coming Pensions Crisis*, 2016 [online]. (PDF). [cit. 6. 3. 2018].

prostředků ze zahraničí a od nadnárodních institucí. Pomoc sama o sobě, pokud není spojena s velmi výraznými strukturálními změnami, je totiž jen odložení, nikoliv řešení problému.

S Evropskou unií souvisí také debata o takzvaném „společném evropském rozpočtu“, který by se podle plánů francouzského prezidenta Macrona a německé kancléřky Merkelové měl týkat takzvaného „tvrdého jádra EU“, tedy členských států, které platí eurem. Od doby, kdy podpisem Lisabonských smluv získala celá EU právní subjektivitu, se může zadlužovat (byť tak prozatím nečiní). V momentě, kdy by bylo schváleno zavedení společného rozpočtu pro země eurozóny (což by také znamenalo rozdělení EU na přinejmenším dvě skupiny členských států), by se tato skutečnost mohla snadno změnit. Společný evropský rozpočet by pak pravděpodobně fungoval paralelně vedle rozpočtů veřejných sektorů jednotlivých států, a pokud by došlo k jeho zadlužení, je nepochybné, že by části tohoto dluhu byly rozloženy mezi jednotlivé státy, a to podle doposud neexistujícího klíče.²³⁵ Ve výsledku by to mohlo znamenat, že pokud by se Česká republika k tomuto projektu připojila, získala by na jedné straně další zdroje financí a učinila by krok směrem k evropské integraci, na druhé straně by však do značné míry ztratila kontrolu nad svými veřejnými financemi.

Tyto příklady mají názorně demonstrovat, že jakákoliv předpověď vývoje veřejného dluhu je zatížena tolika nejasnostmi a podmíněnými faktory, že má význam jen na relativně krátké období dopředu, a naopak dlouhodobé prognózování tohoto vývoje nemá příliš smysl.

Zbývá tak poslední a nejspíš nejdůležitější otázka: Jaké je tedy řešení veřejného dluhu? V práci bylo ve shodě s viceguvernérem ČNB Vladimírem Tomšíkem uvedeno, že snižování zadlužení pomocí inflace má jen omezený účinek, a především krátkodobý charakter.²³⁶ Stejně tak jiné, morálně obtížně ospravedlnitelné metody zbavování se veřejného dluhu nemohou přinést trvalé řešení tohoto problému. Jako nejlepší se proto jeví způsob, který je zároveň alespoň teoreticky poměrně jednoduchý: udržovat vyrovnané veřejné rozpočty, nebo alespoň zajistit, aby tempo růstu veřejného dluhu bylo nižší nežli

²³⁵ HENDRYCH, L., *Euro, společný rozpočet a jeden ministr financí. Tak si Macron a Merkelová představují jádro EU*, 2017 [online]. [cit. 6. 3. 2018].

²³⁶ TOMŠÍK, V., *Veřejný dluh inflačním kouzlem nezmizí*, 2014 [online]. [cit. 6. 2. 2018].

tempo růstu HDP. V tomto případě by sice dluh v nominálním vyjádření nadále narůstal, ale jeho negativní vlivy na ekonomiku by byly stále nižší, takže by pro ni nepřestavovaly žádný problém. V případě, že je mezi momentální výší veřejného dluhu a jeho výší hraničící s tím, že se zadlužení stane zdrojem vážných ekonomických potíží dostatečný rozdíl, lze tento rozdíl považovat za polštář, který může v případě nutnosti (pokud možno po co nejkratší dobu) tlumit ekonomické otřesy a dávat jejich řešitelům potřebný čas. Česká republika prozatím podobný „polštář“ má a je v jejím zájmu, aby si jej i nadále udržovala, případně ho ještě zvětšila.

7 Seznam použitých zdrojů

7.1 Literatura a periodika

BALDWIN, Richard, WYPLOSZ, Charles. *Ekonomie evropské integrace*. 4. vyd. Praha: Grada Publishing, a.s., 2013. 584 s. ISBN 978-80-247-4568-8.

BALTAGI, Badi H. *Econometrics*. 4. vyd. Syracuse: Springer Science & Business Media, 2007. 392 s. ISBN 978-35-407-6516-5.

BRUNNERMEIER, Markus K., HAROLD James, LANDAU, Jean-Pierre. *The Euro and the Battle of Ideas*. Princeton: Princeton University Press, 2016. 448 s. ISBN 978-14-008-8333-2.

CATE, Thomas. *An Encyclopedia of Keynesian Economics*. 2. vyd. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2013. 704 s. ISBN 978-17-825-4679-5.

CIPRA, Tomáš. *Finanční ekonometrie*. Praha: Ekopress, s.r.o., 2008. 538 s. ISBN 978-80-86929-43-9.

CORD, Robert A., HAMMOND J. Daniel. *Milton Friedman: Contributions to Economics and Public Policy*. New York: Oxford University Press, 2016. 832 s. ISBN 978-01-910-0942-6.

ČERNOHORSKÝ, Jan, TEPLÝ, Petr. *Základy financí*. Praha: Grada Publishing a.s., 2011. 304 s. ISBN 978-80-247-7463-3.

DOWNS, Anthony. *An Economic Theory of Democracy*. New York: Harper and Row, 1957. 310 s. ISBN 978-0060417505.

DVOŘÁK, Pavel. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. Praha: C. H. Beck, 2008. 343 s. ISBN 978-80-7400-075-1.

DWIVEDI, D. N. *Macroeconomics: Theory and Policy*. 3. vyd. New Delhi: Tata McGraw Hill Education Private Limited, 2010. 667 s. ISBN 978-00-700-9145-0.

EVENSKY, Jerry. *Adam Smith's Moral Philosophy: A Historical and Contemporary Perspective on Markets, Law, Ethics, and Culture*. Cambridge: Cambridge University Press, 2005. 352 s. ISBN 978-11-394-4677-8.

FERGUSON, Niall. *The Ascent of Money: A Financial History of the World*. New York: The Penguin Press, 2008. 448 s. ISBN 978-1-59420-192-9.

GAPINSKI, James H. *The Economics of Saving*. Boston/Dordrecht/London: Kluwer Academic Publishers, 1993. 338 s. ISBN 978-07-923-9256-9.

HANLEY, Ryan Patrick. *Adam Smith: His Life, Thought, and Legacy*. Princeton: Princeton University Press, 2016. 600 s. ISBN 978-14-0087-348-7.

HANS-ADAM II. *Stát ve třetím tisíciletí*. Praha: Grada Publishing a.s., 2011. 207 s. ISBN 978-80-247-3652-5.

HOLMAN, Robert. *Dějiny ekonomického myšlení*. Praha: C. H. Beck, 2005. 539 s. ISBN 978-80-717-9380-9.

HOLMAN, Robert. *Makroekonomie*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010. 424 s. ISBN 978-80-717-9861-3.

INGIMUNDARSON, Valur, URFALINO, Philippe, ERLINGSDÓTTIR, Irma. *Iceland's Financial Crisis: The Politics of Blame, Protest, and Reconstruction*. Londýn a New York, Routledge, 2016. 294 s. ISBN 978-13-172-0974-4.

JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice I: Peníze a platební styk*. Praha: Grada Publishing a.s., 2013. 664 s. ISBN 978-80-247-3893-2.

JUREČKA, Václav a kol. *Makroekonomie*. Praha: Grada publishing a.s., 2010. 332 s. ISBN 978-80-247-3258-9.

JUREČKA, Václav a kol. *Makroekonomie*. 3. vyd. Praha: Grada Publishing a.s., 2017. 368 s. ISBN 978-80-271-9265-6.

KADEŘÁBKOVÁ, Anna. *Základy makroekonomické analýzy: růst, konkurenceschopnost, rovnováha*. Praha: Linde, 2003. 175 s. ISBN 80-86131-36-X.

KOLLMANN, Josef. *Valdštejn a Evropská Politika: 1625-1630*. Praha: Academia, 2001. 275 s. ISBN 978-80-200-0336-2.

KOMLOSY, Andrea. Vývoj rakouského hospodářství po roce 1989. In: *Česko a Rakousko po konci Studené války. Různými cestami do nové Evropy*. Ústí nad Labem: Albis International, 2009 p. 379-407. 520 s. ISBN 978-80-86971-95-7.

MEJSTŘÍK, Michal, PEČENÁ, Magda, TEPLÝ, Petr. *Bankovníctví v teorii a praxi / Banking in Theory and Practice*. Praha: Karolinum Press, 2015. 856 s. ISBN 978-80-246-2870-7.

MLSNA, Petr. Hospodářský vývoj v Československu a v České republice po roce 1989. In: *Česko a Rakousko po konci Studené války. Různými cestami do nové Evropy*. Ústí nad Labem: Albis International, 2009 p. 115-147. 520 s. ISBN 978-80-86971-95-7.

OCHRANA, František, PAVEL, Jan, VÍTEK, Leoš. *Veřejný sektor a veřejné finance*. Grada Publishing a.s., 2010. 261 s. ISBN 80-247-3228-9.

PELINKA, Anton. Rakousko a rozšíření EU. In: *Česko a Rakousko po konci Studené války. Různými cestami do nové Evropy*. Ústí nad Labem: Albis International, 2009 p. 349-361. 520 s. ISBN 978-80-86971-95-7.

ROJÍČEK Marek, SPĚVÁČEK Vojtěch, VEJMĚLEK Jan, ZAMRAZILOVÁ Eva, ŽĎÁREK Václav. *Makroekonomická analýza – teorie a praxe*. Praha: Grada Publishing a.s., 2016. 544 s. ISBN 978-80-271-9474-2. 512–514.

ROMER, David. *Advanced Macroeconomics*. 4. vyd. New York: McGraw-Hill Education, 2012. 736 s. ISBN: 978-00-735-1137-5.

SIANI-DAVIES, Peter. *Crisis in Greece*. New York: Oxford University Press, 2017. 460 s. ISBN 978-01-904-5672-6.

SLOMAN, John, WRIDE, Alison. *Economics*. 7. vyd. Harlow: Pearson Education Limited, 2009. 835 s. ISBN 978-0-273-71562-7.

STEINMO, Sven. *The Evolution of Modern States: Sweden, Japan, and the United States*. Cambridge: Cambridge University Press, 2010. 269 s. ISBN 978-0-521-14546-6.

STOESZ, David. *The Dynamic Welfare State*. New York: Oxford University Press, 2016. 256 s. ISBN 978-01-902-5113-0.

TALEB, Nassim Nicholas. *Černá labuť: Následky vysoce nepravděpodobných událostí*. Praha: Paseka, 2011. 478 s. ISBN 978-80-7432-128-3.

TŮMA, Oldřich. Pád komunistického režimu v Československu. In: *Česko a Rakousko po konci Studené války. Různými cestami do nové Evropy*. Ústí nad Labem: Albis International, 2009 p. 13-23. 520 s. ISBN 978-80-86971-95-7.

VEBER, Václav a kol. *Dějiny Rakouska*. Praha: Nakladatelství Lidové Noviny, 2002. 728 s. ISBN 80-7106-491-2.

VLČEK, Josef a kol. *Ekonomie a ekonomika*. 3. vyd. Praha: ASPI, a.s., 2005. 560 s. ISBN 80-7357-103-X.

WALSH, Mark, STEPHENS, Paul, MOORE, Stephan. *Social Policy and Welfare*. Cheltenham: Stanley Thornes Ltd., 2000. 386 s. ISBN 0-7487-4591-2.

WILENSKY, Harold L. *The Welfare State and Equality: Structural and Ideological Roots of Public Expenditures*. Berkeley/Los Angeles/London: University of California Press, 1974. 151 s. ISBN 978-05-200-2800-5.

7.2 Internetové a ostatní zdroje

ALIAPULIOS, Janis, ŤOPEK, Martin. *Česko má rekordní přebytek, důvodem jsou menší investice a peníze z EU. Babiš chce z přebytku snížit dluh, lidovci podpořit venkov*, 2017 [online]. *Economia*, a.s. [cit. 29. 12. 2017]. Dostupný z WWW:<<https://byznys.ihned.cz/c1-65574450-cesko-slavi-rekordni-prebytek-62-miliard-andrej-babis-ohlasil-definitivni-vysledek>>.

BARRO, Robert J. *On the Determination of the Public Debt*, 1979/2017 [online]. Harvard University. (PDF) [cit. 21.11. 2017]. Dostupný z WWW:<https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/3451400/Barro_OnDetermination.pdf?sequence=4>.

BARTOUŠKOVÁ, Hana. *13 faktů, které vám řeknou vše o intervencích ČNB*, 2017 [online]. *Finance.cz*. [cit. 15. 1. 2018]. Dostupný z WWW:<<https://www.finance.cz/489618-intervence-cnb/>>.

BEECH, Erich. *U.S. government says it lost \$11.2 billion on GM bailout*, 2014 [online]. Reuters. [cit. 12. 10. 2017]. Dostupný z WWW:<<https://www.reuters.com/article/us-autos-gm-treasury/u-s-government-says-it-lost-11-2-billion-on-gm-bailout-idUSBREA3T0MR20140430>>.

BÍBA, Lukáš. *Státy dluží Česku více než 37 miliard korun, tvrdí ministerstvo financí. Nejvyšší dluh má Kuba*, 2016 [online]. *Economia*, a.s. [cit. 12. 10. 2017]. Dostupný z WWW:<<https://byznys.ihned.cz/c1-65319480-staty-dluzi-cesku-vice-nez-37-miliard-korun-tvrdi-ministerstvo-financi-nejvyssi-dluh-ma-kuba>>.

BUNDESMINISTERIUM DER FINANZEN. *Kompodium zur Schuldenbremse des Bundes*, nedat. [online]. Bundesministerium der Finanzen. (PDF). [cit. 12. 1. 2018]. Dostupný z WWW:<http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Oeffentliche_Finanzen/Schuldenbremse/kompodium-zur-schuldenbremse-des-bundes.pdf?__blob=publicationFile&v=3>.

CITI GPS. *The Coming Pensions Crisis*, 2016 [online]. Citigroup Inc. (Pdf). [cit. 6. 3. 2018]. Dostupný z WWW:<http://www.agefi.fr/sites/agefi.fr/files/fichiers/2016/03/citi_retraite_hors_bilan_21_mars_1.pdf>.

ČEB. *Výroční zpráva 2016*, 2016 [online]. Česká exportní banka. (PDF). [cit. 19. 9. 2017]. Dostupný z WWW:<https://www.ceb.cz/_sys_/FileStorage/download/2/1943/vz_cz_16_fin_last_zveřejneni.pdf>.

Česká republika. Ústavní zákon č. 347/1997 Sb. O vytvoření vyšších územních samosprávných celků a o změně ústavního zákona České národní rady č. 1/1993 Sb., Ústava České republiky.

ČKA. *Výroční zpráva 2002, 2003* [online]. Česká konsolidační agentura. (PDF). [cit. 7. 9. 2017]. Dostupný z WWW:<www.mfcr.cz/assets/cs/media/2002_Vyr-zprava-CKA-2002-cz.pdf>.

ČNB. *Metodický list: Statistika finančních účtů*, nedat. [online]. Česká národní banka. (PDF). [cit. 7. 10. 2017]. Dostupný z WWW:<https://www.cnb.cz/docs/ARADY/MET_LIST/fasc_cs.pdf>.

ČNB. *Kritéria konvergence*, nedat. [online]. Česká národní banka. [17. 9. 2017]. Dostupný z WWW:<https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/cr_eu_integrace/eu_integrace_04.html>.

ČNB. *Výroční zpráva 1995, 2017* [online]. Česká národní banka. (PDF). [cit. 24. 1. 2018]. Dostupný z WWW:
<https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/index.html?cnb_css=true>.

ČNB. *Výroční zpráva 1998, 2017* [online]. Česká národní banka. (PDF). [cit. 24. 1. 2018]. Dostupný z WWW:
<https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/index.html?cnb_css=true>.

ČNB. *Rating agencies*, 2017 [online]. Česká národní banka. [cit. 18. 9. 2017]. Dostupný z WWW:<https://www.cnb.cz/en/about_cnb/international_relations/rating/>.

ČNB. *Srovnávací tabulka ratingového ohodnocení vybraných zemí*, 2017 [online]. Česká národní banka. [cit. 19. 12. 2017]. Dostupný z WWW:<https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/rating/index.html>.

ČSÚ. *Historická ročenka 1990 až 2010 - Konsolidovaný vládní dluh podle finančních nástrojů (stav k 31. 12.)*, 2011 [online]. Český statistický úřad. [cit. 26. 1. 2018]. Dostupný z WWW:< <https://www.czso.cz/documents/10180/24301869/501312k0223.xls/3500d61b-6053-4b5b-b76d-3102708e133a?version=1.0>>.

ČSÚ. *ESA 2010, Mimořádná revize národních účtů*, 2014 [online]. Český statistický úřad. [cit. 7. 10. 2017]. Dostupný z WWW:<https://apl.czso.cz/pll/rocenka/rocenka.avizo_revize>.

ČSÚ. *Váha jednotlivých odvětví v ekonomikách ČR, SR a Rakouska na vytvořené hrubé přidané hodnotě*, 2014 [online]. Český statistický úřad. (PDF). [cit. 7. 1. 2018]. Dostupný z WWW:<<https://www.czso.cz/documents/10180/38519150/32029016a05.pdf/428c0e8e-da7b-4376-9e93-4ae69e2ff40b?version=1.1>>.

ČSÚ. *Zahraniční obchod České republiky*, 2017 [online]. Český statistický úřad. [cit. 13. 12. 2017]. Dostupný z WWW:<https://www.czso.cz/documents/10180/36785880/32018115_0601.pdf/da215d4d-f4a3-45ab-899e-521283305aa4?version=1.1>.

ČSÚ. *Hlavní makroekonomické ukazatele*, 2017 [online]. Český statistický úřad. [cit. 20. 12. 2017]. Dostupný z WWW:<<https://www.czso.cz/documents/10180/61508198/chmu010218.xlsx/9f27f631-1689-4e0a-9fb2-e621ad09f11e?version=1.1>>.

ČSÚ. *Historická časová řada EDP tabulek*, 2017 [online]. Český statistický úřad. [cit. 26. 1. 2018]. Dostupný z WWW:<https://www.czso.cz/documents/11350/47627415/edp_histor_nt_2017-1.xlsx/1ad0cafd-6158-48d1-82cb-369df100b3a0?version=1.0>.

ČSÚ. *Notifikační tabulky deficitu a dluhu vládních institucí 2013-2016*, 2017 [online]. Český statistický úřad. [cit. 26. 1. 2018]. Dostupný z WWW:<<https://www.czso.cz/documents/11350/47627415/ndv102317.xlsx/913efbad-f398-4471-b572-0a96038fcb29?version=1.0>>.

ČSÚ. *Vybrané ukazatele v okresech v krajích*, 2017 [online]. Český statistický úřad. [cit. 15. 1. 2018]. Dostupný z WWW:<<https://www.czso.cz/documents/10180/46186417/32019917001.xlsx/a7fb3080-c089-4be1-8c3e-1b3bac29a5a8?version=1.0>>.

ČTK. *Zadlužení krajů za čtyři roky stouplo. Nejvyšší schodek mají na Ostravsku*, 2016 [online]. MAFRA, a.s. [cit. 14. 1. 2018]. Dostupný z WWW:<<http://zpravy.e15.cz/domaci/ekonomika/zadluzeni-kraju-za-ctyri-roky-stouplo-nejvyssi-schodek-maji-na-ostravsku-1302839>>.

ČTK. *Bilance čerpání evropských peněz: Česko získalo o 80 miliard navíc*, 2017 [online]. MAFRA, a.s. [cit. 7. 1. 2018]. Dostupný z WWW:<https://ekonomika.idnes.cz/cr-loni-ziskala-z-eu-o-zhruba-80-miliard-kc-vice-nez-zaplatila-p4l-/ekonomika.aspx?c=A170124_141616_ekonomika_rts>.

DE JESUS, Avelino. *A origem da dívida pública*, 2012 [online]. Cofina Media. [cit. 26. 1. 2018]. Dostupný z WWW:<<http://www.jornaldenegocios.pt/opiniao/detalhe/a-origem-da-diacutevida-puacutebblica>>.

ECHO24, ČTK. *Komunisté v Lánech: Máme 7 podmínek, za kterých podpoříme Babiše*, 2017 [online]. ECHO MEDIA, A.S. [cit. 12. 1. 2018]. Dostupný z WWW:<<https://echo24.cz/a/pepkT/komuniste-v-lanech-mame-7-podminek-za-kterych-podporime-babise>>.

EURACTIV. *Eurostat: Deficit Slovenska klesol, dlh na kritickej hodnote*, 2014 [online]. I-Europa, s.r.o. [cit. 11. 12. 2017]. Dostupný z WWW:<<https://euractiv.sk/section/danova-politika/news/slovensko-deficit-klesol-dlh-na-kritickej-hodnote-022336/>>.

EUROPEAN COMMISSION. *Financial assistance to Portugal*, 2017 [online]. European Commission. [cit. 15. 1. 2018]. Dostupný z WWW:<https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-financial-assistance/which-eu-countries-have-received-assistance/financial-assistance-portugal_en>.

EUROSTAT. *European system of accounts – ESA 2010*, 2013 [online]. Eurostat. (PDF). [cit. 07. 11. 2017]. Dostupný z WWW<<http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3859598/5925693/KS-02-13-269-EN.PDF/44cd9d01-bc64-40e5-bd40-d17df0c69334>>.

EUROSTAT. *Labour productivity per person employed and hour worked (EU28=100)*, 2016 [online]. Eurostat. [cit. 19. 1. 2018]. Dostupný z WWW:<<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tesem160&language=en>>.

EUROSTAT. *General government gross debt by subsector, percentage of total gross debt, non-consolidated between subsectors, 2016, 2017* [online]. Eurostat. [cit. 19. 9. 2017]. Dostupný z WWW:<http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/File:General_government_gross_debt_by_subsector,_percentage_of_total_gross_debt,_non-consolidated_between_subsectors,_2016.png>.

EUROSTAT. *General government gross debt by initial maturity, 2016, 2017* [online]. Eurostat. [cit. 19. 9. 2017]. Dostupný z WWW:<http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/File:General_government_gross_debt_by_initial_maturity,_2016.png>.

EUROSTAT. *Government finance statistics – Summary tables*, 2017 [online]. Eurostat. (PDF). [cit. 20. 11. 2017]. Dostupný z WWW:<<http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3217494/8461842/KS-EK-17-002-EN-N.pdf/88e4f32d-a2ed-4bde-b908-8cf14e6a3f01>>.

EUROSTAT. *General government gross debt - annual data*, 2017 [online]. Eurostat. [cit. 19. 11. 2017]. Dostupný z WWW:<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&pcode=t_eina225&language=en>.

EUROSTAT. *Gross domestic product (GDP) at market prices - annual data*, 2017 [online]. Eurostat. [cit. 19. 11. 2017]. Dostupný z WWW:<<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tipsau10&language=en>>.

EUROSTAT. *Structure of government debt*, 2017 [online]. Eurostat. [cit. 19. 9. 2017]. Dostupný z WWW:<http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Structure_of_government_debt>.

EUROSTAT. *International investment position statistics*, 2017 [online]. Eurostat. [cit. 22. 9. 2017]. Dostupný z WWW:<http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/International_investment_position_statistics>.

FISCHER, Stanley, EASTERLY, William. *The Economics of the Government Budget Constraint*, 2002 [online]. The World Bank. (PDF). [cit. 22. 11. 2017]. Dostupný z WWW:<<http://www1.worldbank.org/publicsector/pe/peammarch2005/easterly.pdf>>.

HENDRYCH, Lukáš. *Euro, společný rozpočet a jeden ministr financí. Tak si Macron a Merkelová představují jádro EU*, 2017 [online]. EU-Media, s.r.o. [cit. 6. 3. 2018]. Dostupný z WWW:<<http://euractiv.cz/clanky/budoucnost-eu/euro-spolecny-rozpocet-a-jeden-ministr-financi-tak-si-macron-a-merkelova-predstavuji-jadro-eu/>>.

HOLANOVÁ, Tereza. *Proč vám nezvýší mzdu? Produktivita práce v Česku roste pomaleji než jinde, tvrdí odbory*, 2015 [online]. Economia, a.s. [cit. 5. 1. 2018]. Dostupný z WWW:<<https://zpravy.aktualne.cz/ekonomika/produktivita-prace-v-cesku-roste-pomaleji-nez-jinde-lide-mus/r~87e5682a8e9e11e590ec0025900fea04/>>.

HOSPODÁŘSKÉ NOVINY. *NKÚ: České dálnice jsou předražené. Kilometr stojí 416 milionů, mohl by být o pětinu levnější*, 2013 [online]. Economia, a.s. [cit. 20. 9. 2017]. Dostupný z WWW:<<https://domaci.ihned.cz/c1-60372380-nku-ceske-dalnice-jsou-predrazene>>.

IAGS. *How much did the September 11 terrorist attack cost America?*, 2004 [online]. Institute for Analysis of Global Security. [cit. 11. 10. 2017]. Dostupný z WWW:<<http://www.iags.org/costof911.html>>.

IRFAN, Umair. *The stunning price tags for Hurricanes Harvey and Irma, explained*, 2017 [online]. Vox Media. [cit. 10. 10. 2017]. Dostupný z WWW:<<https://www.vox.com/explainers/2017/9/18/16314440/disasters-are-getting-more-expensive-harvey-irma-insurance-climate>>.

KLAUS, Václav. *Je to už nebo teprve pět let od počátku řecké krize?*, 2015 [online]. Václav Klaus. [cit. 15. 9. 2017]. Dostupný z WWW:<<https://www.klaus.cz/clanky/3749>>.

KOŠŤÁKOVÁ, Tereza. *Konsolidovaný a nekonsolidovaný dluh*, 2015 [online]. Český statistický úřad. [cit. 6. 8. 2017]. Dostupný z WWW:<<http://www.statistikaamy.cz/2015/05/konsolidovany-a-nekonsolidovany-dluh/>>.

MAŠEK, Jaroslav. *ČKA dnes zaniká, zbyl po ní účet za 236 miliard*, 2007 [online]. MAFRA, a.s. [cit. 7. 9. 2017]. Dostupný z WWW:<https://ekonomika.idnes.cz/cka-dnes-zanika-zbyl-po-ni-ucet-za-236-miliard-fk0-/ekonomika.aspx?c=A071230_213051_domaci_dp>.

MINISTERSTVO FINANČÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Metodický popis: Ostatní jednotky zařazené do S. 1314*, nedat. [online]. Ministerstvo financí České republiky. (PDF). [cit. 12. 1. 2018]. Dostupný z WWW:<http://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Rozp-ramce-EU-85-2011_Metodicky-popis-Fiskalni-udaje-za-ostatni-jednotky-FSZ_2017.pdf>.

MINISTERSTVO FINANČÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Odbor Řízení státního dluhu a finančního majetku*, 2005 [online]. Ministerstvo financí České republiky. [cit. 7. 12. 2017]. Dostupný z WWW:<<http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/rizeni-statniho-dluhu/zakladni-informace/odbor-rizeni-statniho-dluhu>>.

MINISTERSTVO FINANČÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Metodiky vykazování vládního deficitu a dluhu*, 2013 [online]. Ministerstvo financí České republiky. [cit. 7. 10. 2017]. Dostupný z WWW:<<http://www.mfcr.cz/cs/legislativa/metodiky/2012/metodiky-esa-95-gfs-1986-a-gfs-2001-9577>>.

MINISTERSTVO FINANČÍ ČESKÉ REPUBLIKY, *Státní rozpočet v kostce 2017*, 2017 [online]. Ministerstvo financí České republiky. (PDF). [cit. 3. 3. 2018]. Dostupný z WWW:<<http://www.mfcr.cz/cs/o-ministerstvu/vzdelavani/rozpocet-v-kostce/statni-rozpocet-v-kostce-2017-28944/>>.

MINISTERSTVO FINANČÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Závěrečný účet kapitoly 396 - Státní dluh za rok 2016*, 2017 [online]. Ministerstvo financí České republiky. [cit. 17. 10. 2017]. Dostupný z WWW:<http://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Statni-zaverecny-ucet_Kap-396_2016_Statni-dluh.pdf>.

MINISTERSTVO FINANČÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Hrubý dluh sektoru vládních institucí (GGD)*, 2018 [online]. Ministerstvo financí České republiky. [cit. 8. 1. 2018]. Dostupný z WWW:<http://www.mfcr.cz/assets/cs/media/SDDS-Plus_GGD.xlsx>.

MINISTERSTVO FINANČÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Zadluženost územních rozpočtů v roce 2016, 2017* [online]. Ministerstvo financí České republiky. [cit. 5. 1. 2018]. Dostupný z WWW:<<http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/uzemni-rozpocety/zadluzenost-uzemnich-rozpocetu/2016/zadluzenost-uzemnich-rozpocetu-v-roce-201-30092>>.

MINISTERSTVO FINANČÍ ČESKÉ REPUBLIKY, *Vládní návrh zákona o státním rozpočtu České republiky na rok 2018, 2017* [online]. Ministerstvo financí České republiky. (PDF). [cit. 3. 3. 2018]. Dostupný z WWW:<http://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Navrh_2017_Navrh-zakona-o-statnim-rozpocetu-Ceske-republiky-na-rok-2018.pdf>.

MINISTERSTVO FINANČÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Struktura a vývoj státního dluhu*, 2018 [online]. Ministerstvo financí České republiky. [cit. 7. 1. 2018]. Dostupný z WWW:<<http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/rizeni-statniho-dluhu/dluhova-statistika/struktura-a-vyvoj-statniho-dluhu>>.

MINISTRY OF FINANCE, JAPAN. *International Investment Position of Japan (End of 2016)*, 2017 [online]. Ministry of Finance Japan. [cit. 22. 9. 2017]. Dostupný z WWW:<http://www.mof.go.jp/english/international_policy/reference/iip/e2016.htm>.

NEVYHOŠTĚNÝ, Martin. *Startuje trvalý euroval. Slovensko si na něj musí půjčit*, 2012 [online]. MAFRA, a.s. [cit. 27. 1. 2018]. Dostupný z WWW:<https://byznys.lidovky.cz/startuje-trvaly-euroval-slovensko-si-na-nej-musi-pujcit-pku-/statni-pokladna.aspx?c=A121008_122317_statni-pokladna_mev>.

OECD. *General government debt*, 2017 [online]. Organisation for Economic Co-operation and Development. [cit. 23. 9. 2017]. Dostupný z WWW:<<https://data.oecd.org/gga/general-government-debt.htm>>.

OECD. *Trade in goods and services*, 2017 [online]. Organisation for Economic Co-operation and Development. [cit. 23. 9. 2017]. Dostupný z WWW:<<https://data.oecd.org/trade/trade-in-goods-and-services.htm>>.

PARIS CLUB. *LAST PHASE OF DEBT REDUCTION FOR IRAQ*, 2008 [online]. Club de Paris. [cit. 12. 11. 2017]. Dostupný z WWW:<<http://www.clubdeparis.org/en/communications/press-release/last-phase-of-debt-reduction-for-iraq-22-12-2008>>.

POPULATION DIVISION, DESA, UN. *World Population Ageing: 1950-2050*, 2001 [online]. United Nations. (PDF). [cit. 12. 11. 2017]. Dostupný

z WWW:<<http://www.un.org/esa/population/publications/worldageing19502050/pdf/81chapteriii.pdf>>.

POPULATIONPYRAMID.NET. *Czech Republic*, 2018 [online]. PopulationPyramid.net. [cit. 4. 3. 2018]. Dostupný z WWW:<<https://www.populationpyramid.net/czech-republic/2017/>>.

RIKSGÄLDEN. *Fakta om statsskulden*, 2017 [online]. Swedish National Debt Office. [cit. 3. 1. 2018]. Dostupný z WWW:<https://www.riksdagen.se/sv/omriksdagen/statsskulden/Fakta_om_statsskulden/>.

RUSNOK, Jiří. *Česká národní banka, její měnová politika a vývoj české ekonomiky*. Přednáška na půdě České zemědělské univerzity v Praze, 13. prosince 2017.

SLANÝ, Martin. *Dluhová krize: Proč Řecko a nikoliv Japonsko?*, 2015 [online]. MAFRA, a.s. [25. 9. 2017]. Dostupný z WWW:<http://neviditelnypes.lidovky.cz/dluhova-krize-proc-recko-a-nikoli-japonsko-fjt-p_ekonomika.aspx?c=A150801_175226_p_ekonomika_wag>.

STAATSSCHULDEN DER REPUBLIK ÖSTERREICH. *Schuldenstände der letzten Jahre*, 2018 [online]. DI Viktor Krammer. [cit. 22. 1. 2018]. Dostupný z WWW:<<https://staatsschulden.at/>>.

STRNAD, František. *Investoři platí za to, že Česku půjčují. Dluhopisy mají poprvé záporný úrok*, 2015 [online]. MAFRA, a.s. [cit. 3. 1. 2018]. Dostupný z WWW:<https://ekonomika.idnes.cz/statni-dluhopisy-cr-se-dnes-poprve-prodaly-se-zapornym-vynosem-pwr-eko-zahranicni.aspx?c=A150826_163356_eko-zahranicni_rts>.

ŠIMEK, Filip. *Federální uspořádání Spolkové republiky Německo*, 2016 [online]. e-Polis.cz. [cit. 4. 1. 2018]. Dostupný z WWW:<<http://www.e-polis.cz/clanek/federalni-usporadani-spolkove-republiky-nemecko.html>>.

ŠULCOVÁ, Kateřina, ČTK. *Státní dluh v pololetí stoupl o 175 miliard na 1,79 bilionu Kč*, 2017 [online]. ČTK. [cit. 21. 12. 2017]. Dostupný z WWW:<<http://www.ceskenoviny.cz/zpravy/statni-dluh-v-pololeti-stoupl-o-175-miliard-na-1-79-bilionu-kc/1508590>>.

TOMŠÍK, Vladimír. *Ekonomická transformace a její lekce pro dnešek*, 2014 [online]. Česká národní banka, [cit. 8. 8. 2017]. Dostupný z WWW:<https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/tomsik_20141115_zofin.pdf>.

TOMŠÍK, Vladimír. *Veřejný dluh inflačním kouzlem nezmizí*, 2014 [online]. Česká národní banka. [cit. 6. 2. 2018]. Dostupný z WWW:<https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/blog_cnb/prispevky/tomsik_20140715.html>.

TOPOLÁNEK, Mirek. *Projev premiéra Mirka Topolánka*, 2007 [online]. [cit. 8. 1. 2018]. MAFRA a. s. Dostupný z WWW: <http://zpravy.idnes.cz/dokument-projev-premiera-mirka-topolanka-fgj-/domaci.aspx?c=A070814_155017_domaci_adb>.

WARD, Russell. *Japan Post*, 2017 [online]. Bloomberg. [cit. 7. 10. 2017]. Dostupný z WWW:<<https://www.bloomberg.com/quicktake/japan-post>>.