



Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta managementu v Jindřichově Hradci

Diplomová práce

Bc. Petr Lejtnar

2007

Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta managementu

Jindřichův Hradec

Diplomová práce

Bc. Petr Lejtnar

2007



Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta managementu v Jindřichově Hradci

Tendence ve vývoji objemu a struktury veřejného dluhu zemí EU

Vypracoval:

Bc. Petr Lejtnar

Vedoucí diplomové práce:

Doc. Ing. Pavel Dvořák, Csc.

Nová Včelnice, duben 2007

Prohlášení

Prohlašuji, že diplomovou práci na téma

» **Tendence ve vývoji objemu a struktury veřejného
dluhu zemí EU** «

jsem vypracoval samostatně.

Použitou literaturu a podkladové materiály
uvádím v příloženém seznamu literatury.

Nová Včelnice, duben 2007

podpis studenta

Anotace

Tendence ve vývoji objemu a struktury veřejného dluhu zemí EU

Cílem práce je popsat a na základě analýzy určit hlavní tendence ve vývoji objemu a struktury veřejného dluhu v zemích EU. Pokusit se zhodnotit hlavní příčiny a důsledky pozorovaných tendencí s aplikací na vývoj veřejného zadlužení ČR.

duben 2007

Poděkování

Chtěl bych touto cestou poděkovat **Doc. Ing. Pavlu Dvořákovi, Csc.** za jeho čas, cenné rady a poznatky, které mi velice ochotně poskytoval v průběhu zpracování mé diplomové práce.

Obsah

ÚVOD.....	1
1 VEŘEJNÝ DLUH.....	3
1.1 POJEM VEŘEJNÉHO DLHU	3
1.2 DĚLENÍ VEŘEJNÉHO DLHU	4
1.3 FORMY STÁTNÍHO DLHU	6
1.4 PŘÍČINY RŮSTU RELATIVNÍ VÁHY VEŘEJNÉHO DLHU	7
1.4.1 Faktory působící na růst relativní váhy veřejného dluhu.....	7
1.5 DŮSLEDKY VEŘEJNÉHO DLHU	8
1.5.1 Rozpočtové důsledky veřejného dluhu	8
1.5.2 Fiskální důsledky veřejného dluhu.....	9
1.5.3 Redistribuční důsledky veřejného dluhu	9
1.6 MOŽNOSTI ŘEŠENÍ DLUHOVÉHO PROBLÉMU	10
1.6.1 Pasivní řešení dluhového problému.....	10
1.6.2 Aktivní řešení dluhového problému	10
1.7 SPRÁVA DLHU	11
1.7.1 Konverze dluhu.....	12
1.8 DLUHOVÉ BŘEMENO	12
1.9 METODIKY VYKAZOVÁNÍ VLÁDNÍHO DEFICITU A DLHU	13
1.9.1 Metodika vládní finanční statistiky (GFS 1986)	13
1.9.2 Metodika národních účtů (ESA 95).....	14
1.9.3 Základní rozdíly mezi oběma metodikami.....	14
2 OBJEM A STRUKTURA VEŘEJNÉHO DLHU V EVROPSKÉ UNII.....	17
2.1 DLUHOVÝ MANAGEMENT	18
2.1.1 Hlavní cíle a úkoly dluhového managementu	18
2.1.2 Splatnost vládního dluhu	19
2.1.3 Měnová skladba vládního dluhu.....	20
2.1.4 Držitelé vládního dluhu	21
2.1.5 Emisní a obchodní činnost.....	22
2.2 VÝVOJ OBJEMU VLÁDNÍHO DLHU V EU	23
2.3 VÝVOJ RELATIVNÍ VÁHY VLÁDNÍHO DLHU V EU	25
2.4 STRUKTURA VLÁDNÍHO DLHU ZEMÍ EU	29
2.4.1 Struktura vládního dluhu podle jednotlivých vládních úrovní.....	29
2.4.2 Struktura vládního dluhu podle typu finančních instrumentů.....	30
2.4.3 Struktura vládního dluhu podle věřitelů	32
2.4.4 Struktura vládního dluhu podle doby splatnosti	32
3 OBJEM A STRUKTURA STÁTNÍHO DLHU ČR.....	34
3.1 VÝVOJ OBJEMU STÁTNÍHO DLHU ČR.....	34
3.2 PŘÍČINY RŮSTU ČESKÉHO VEŘEJNÉHO ZADLUŽENÍ	36
3.3 DŮSLEDKY RŮSTU ČESKÉHO VEŘEJNÉHO ZADLUŽENÍ.....	38
3.4 STRUKTURA STÁTNÍHO DLHU ČR.....	39
3.4.1 Dělení státního dluhu.....	39
3.4.2 Finanční nástroje.....	40
3.4.3 Struktura státního dluhu podle typu instrumentu.....	41
3.4.4 Struktura státního dluhu podle doby splatnosti	43
3.4.5 Struktura státního dluhu podle typu držitele.....	44
3.4.6 Struktura dluhu podle jednotlivých vládních úrovní.....	45
3.5 NÁKLADY OBSLUHY DLHU.....	45
4 VZÁJEMNÉ SROVNÁNÍ VÝVOJE V EVROPSKÉ UNII A ČESKÉ REPUBLICI.....	47
4.1 OBJEM VLÁDNÍHO DLHU V EU	47
4.2 RELATIVNÍ VÁHA VLÁDNÍHO DLHU V EU	48
4.2.1 Faktory ovlivňující vyšší relativní váhy dluhu.....	49
4.3 STRUKTURA VLÁDNÍHO DLHU V EU.....	50
4.4 KONKRÉTNÍ MOŽNÉ ŘEŠENÍ DLUHOVÉHO PROBLÉMU	51
ZÁVĚR	53
LITERATURA.....	55

Úvod

Problematika veřejného zadlužení je velice aktuální a složité téma. Pro řadu států představuje nárůst dluhu významný problém nacházející se uvnitř systému veřejných financí, kterému je nutno věnovat zvýšenou pozornost. Specialisté v jednotlivých zemích jsou tak v současnosti nuceni řešit zásadní otázku, jakým způsobem lze nejučinněji redukovat nadměrné veřejné zadlužení.

Pro téma veřejného zadlužení jsem se rozhodl zejména z důvodu jeho dynamického vývoje v naší zemi po vzniku samostatné České republiky. Zároveň si myslím, že vzhledem k možným velmi negativním důsledkům, je tento problém v ČR v současné době poněkud podceňován a zasloužil by si podle mne větší pozornost ze strany naší politické reprezentace. V případě neustálého odkládání jeho řešení by totiž mohl budoucím generacím způsobit zásadní problémy při splácení jak samotné jistiny, tak i rostoucích úroků.

Základním cílem mé diplomové práce je popsat a zároveň analyzovat charakteristické trendy ve vývoji objemu a struktury veřejného dluhu v rámci Evropské unie a porovnat je s vývojem v České republice. Pokusím se především zhodnotit, do jaké míry se vývoj dluhového problému v rámci ČR podobá tomu vývoji, který je charakteristický pro jednotlivé země EU v posledních deseti letech.

V teoretické části textu se budu nejprve věnovat definování pojmu veřejného dluhu tak, jak je vymezován jednotlivými autory či organizacemi v odborné literatuře. Poté se budu věnovat možným příčinám, které vedou k jeho nárůstu a rozpočtovým, fiskálním a jiným důsledkům jeho existence. Na konci úvodní části se zaměřím na konkrétní možnosti jak celý problém řešit.

V úvodu praktické části se zaměřím na vývoj objemu veřejného zadlužení v členských státech EU, který zmapuje situaci v jednotlivých zemích za posledních deset let. Poté se budu zabývat otázkou struktury veřejného dluhu v zemích EU z hlediska podílu jednotlivých vládních úrovní na celkovém dluhu, z hlediska podílu jednotlivých finančních instrumentů, z hlediska doby splatnosti a z hlediska věřitelů, kteří jsou držiteli jednotlivých finančních instrumentů.

Další samostatnou kapitolou bude část věnovaná dané problematice v rámci České republiky, ve které se budu nejprve zabývat dělením státního dluhu ČR a popisem jednotlivých finančních nástrojů. Následně se zaměřím na popis vývoje objemu státního dluhu od vzniku samostatné ČR až do současnosti a na strukturu státního dluhu ČR podle všech výše uvedených hledisek.

Obsahem závěrečné části bude srovnání ČR s ostatními státy EU, ze kterého se dozvíme, jak si naše republika v porovnání s ostatními zeměmi stojí. Upozorním na nejvíce charakteristické evropské trendy, které se objevily v posledních přibližně deseti letech, a zhodnotím, do jaké míry je vývoj zadlužení ČR podobný tomu evropskému.

Na závěr uvedu potenciální řešení problému, které navrhuje jeden z odborníků, se kterým se názorově ztotožňuji a myslím si, že by mohlo vést ke zlepšení situace veřejných financí nejenom v ČR, ale i v řadě dalších zemí, které mají v současné době problémy s růstem veřejného zadlužení.

1 Veřejný dluh

1.1 Pojem veřejného dluhu

V odborné literatuře se setkáváme s mnoha různými přístupy jednotlivých autorů či organizací při vymezování pojmu veřejného dluhu.

Peková¹ definuje pojem veřejný dluh jako „*souhrn pohledávek ostatních ekonomických subjektů vůči státu, jednotlivým stupňům územní samosprávy, veřejným fondům a ostatním institucím veřejného sektoru.*“ Jinými slovy řečeno, jedná se o celkový úhrn závazků státu, mimorozpočtových fondů, jednotlivých článků územní samosprávy, veřejnoprávních institucí a veřejných podniků.

Veřejný dluh² není pouze dluhem centrální vlády (státním dluhem), ale jedná se i o dluh ostatních institucí, které jsou do veřejného sektoru statisticky zařazovány (ČKA, mimorozpočtové fondy, kraje a obce, zdravotní pojišťovny).

Veřejný dluh můžeme chápat i jako „*kumulovanou částku všech v minulosti vzniklých a dosud nesplacených půjček vlády a úroků z těchto půjček plynoucích.*“³ Tuleja pak vymezuje dluhovou problematiku následujícím způsobem: „*hospodaří-li vláda opakovaně tak, že výdaje převyšují příjmy, tedy dochází k akumulaci rozpočtových deficitů, vytváří vládní (státní) dluh.*“⁴

Kromě různorodého vymezení pojmu veřejného dluhu z per jednotlivých autorů se můžeme seznámit i s řadou dalších interpretací, které jsou součástí dokumentů řady mezinárodních organizací. Například podle Mezinárodního měnového fondu je veřejný dluh definován „*jako celkové saldo finančních aktiv a pasiv státu, a to včetně salda eventuálních mimorozpočtových fondů.*“⁵ Podle OECD je dluh souhrnem závazků veřejného sektoru z minulých let, které vznikly v důsledku financování rozpočtových deficitů.

V případě zadlužení státu se často hovoří o státním, vládním nebo veřejném dluhu. Vzhledem k existenci volebních cyklů je podle P. Dvořáka přesnějším pojmem státní dluh, protože vlády se neustále mění, ale stát (podobně i dluh) zůstává. Nejsprávnějším pojmem je však podle autora veřejný dluh, protože v konečném důsledku nenese dluhové břemeno stát, ale veřejnost. Jako státní dluh bývá v praxi označován dluh centrální vlády, veřejným dluhem

¹ Peková J.: Veřejné finance, úvod do problematiky, ASPI, 2005, str. 445

² Matalík I., Slavík M.: Efekt sněhové koule (Ekonom 15.4.2004, strana 50)

³ Liška V. a kol.: Makroekonomie, Professional publishing, 2002, str. 469

⁴ Tuleja P., Majerová I., Nezval P.: Základy makroekonomie, Computer Press, 2006, str. 189

⁵ Strecková Y., Malý I.: Veřejná ekonomie pro školu i praxi, Computer Press, 1998, str. 96

je pak dluh celé soustavy veřejných rozpočtů (včetně municipálních rozpočtů a parafiskálních fondů).[1]

Autoři se shodují na vzájemné závislosti mezi deficitem veřejných rozpočtů a veřejným dluhem, kdy rozpočtové deficity jsou v řadě zemí jednou z nejvýznamnějších příčin vzniku a růstu veřejného dluhu (tj. dlouhodobé fiskální nerovnováhy).

Pojetí jednosměrné kauzální závislosti mezi rozpočtovými deficity a veřejným dluhem (tzn. rozpočtové deficity jako příčina vzniku veřejného dluhu a veřejný dluh jako důsledek rozpočtových deficitů) je však podle Dvořáka⁶ do určité míry nepřesné:

- kromě dluhového krytí rozpočtových deficitů existuje řada dalších možností (např. krytí výnosy z privatizace či monetizace dluhu), rozpočtové deficity tedy nemusí vždy ústit do dluhu,
- veřejný dluh nemusí být vždy důsledkem rozpočtových deficitů, existuje řada mimorozpočtových příčin vzniku veřejného dluhu (např. dluh vzniklý převzetím závazku jiného subjektu ze strany státu),
- změna objemu veřejného dluhu nesouvisí pouze s rozpočtovými deficity, působí zde i množství jiných faktorů, např. zvyšující se inflace způsobuje pokles reálné hodnoty dluhu, růst úrokové sazby zvyšuje objem dluhové služby apod.,
- rozpočtový deficit zaznamenává pouze veřejné finanční toky procházející rozpočtem (k veřejnému dluhu však rovněž přispívají deficity mimorozpočtových fondů) atd.

Na základě těchto skutečností je přesnější definovat veřejný dluh jako „*souhrn pohledávek ostatních ekonomických subjektů vůči státu (bez ohledu na to vznikly-li tyto pohledávky rozpočtovou cestou, či jinak)*.“⁷

1.2 Dělení veřejného dluhu

Veřejný dluh lze dělit na **hrubý** (tzn. celkový objem závazků státních institucí, územní samosprávy apod. bez ohledu na výši státních pohledávek) a **čistý** (celkový objem závazků snížený o veškeré pohledávky). Standardně je veřejný dluh vykazován jako dluh hrubý, který je využíván pro mezinárodní komparaci (např. ukazatel relativní váhy dluhu na HDP).

Z hlediska doby splatnosti bývá veřejný dluh rozdělen na **krátkodobý** (doba splatnosti v měsících, maximálně však do 1 roku), **střednědobý** (zpravidla splatnost v rozmezí od 1

⁶ Dvořák P.: Vybrané problémy hospodářské politiky, Oeconomica, 2005, str. 77

⁷ Dvořák P.: Vybrané problémy hospodářské politiky, Oeconomica, 2005, str. 77

roku do 10 let) a **dlouhodobý** (splatnost nad 10 let). V současné době má veřejný dluh v jednotlivých zemích nejčastěji formu vládních dluhopisů s různou dobou jejich splatnosti.

Podle toho, které ekonomické subjekty dluhopisy nakupují, rozlišujeme **vnitřní (domácí)** a **vnější (zahraniční)** dluh. Vnitřní dluh je v rukou domácích subjektů (podle ESA 95 se jedná o finanční společnosti, nefinanční společnosti, vládní instituce, domácnosti a neziskové organizace sloužící domácnostem). Převážná část dluhu je z důvodu nízké míry rizika, poměrně vysokým úrokům apod. obvykle v držení kapitálově silných institucí (domácí komerční banky, pojišťovny, investiční fondy apod.). Domácí veřejný dluh nepředstavuje žádnou změnu finanční pozice země. Dochází pouze k přelévání finančních instrumentů mezi státem a soukromým sektorem (nárůstu státních finančních pasiv odpovídá současný nárůst soukromých aktiv).

Vnější dluh je v držení zahraničních subjektů a nejčastěji vzniká emitováním státních dluhopisů v cizích měnách (např. eurech). Většinou se jedná o situaci, kdy již není možné (nebo je obtížné) umístit státní cenné papíry na domácím kapitálovém trhu, a proto se umísťují v zahraničí. Zvyšuje se podíl zahraničního dluhu tzn., že dochází k odlivu bohatství z domácí ekonomiky do ciziny. V některých případech však tato skutečnost může mít i pozitivní důsledky. Jedná se především o příliv zahraničního kapitálu, který umožňuje realizaci veřejných investic, na které nejsou v domácí ekonomice dostatečné zdroje apod.[1]

Na druhou stranu může nárůst vnějšího dluhu spolu s povinností hradit vysoké úroky (v řadě případů vyšší než 10%) způsobit řadu velice závažných problémů, které mohou vést ke vzniku dluhové krize (např. v Mexiku, Brazílii apod. začátkem 80. let).

„Ať už ovšem vzniká veřejný dluh země zadlužováním u svých občanů, nebo v zahraničí, je důležitý způsob využití půjček. V zásadě existují dva způsoby, jakými vláda může naložit s cizími finančními prostředky: buď je může utratit na zvýšení současné spotřeby a koupit za ně např. svým úředníkům nová auta, nebo je může rozumně investovat do fyzického, potažmo lidského kapitálu.“⁸ Pokud je podle autora výroku vůbec nutné, aby si vláda na hospodaření státu půjčovala, neměla by podle něho prostředky krátkozrace promrhat, ale měla by je využít mnohem efektivněji, například podporovat aktivity stimulující ekonomický růst.

Dalším možným členěním je rozdělení veřejného dluhu na **oficiální** či **skrytý** (potenciální) dluh. V prvním případě se jedná o oficiálně vykazovaný dluh (např. ve vládních finančních statistikách). Součástí skrytého dluhu jsou státní záruky či záruky územních

⁸ Liška V. a kol.: Makroekonomie, Professional publishing, 2002, str. 470 - 471

samosprávných celků za dluhy jiných subjektů. V případě, že tito dlužníci své dluhy nesplátí, přecházejí tyto závazky na stát a stávají se součástí veřejného dluhu.[2]

1.3 Formy státního dluhu⁹

Státní dluh je v současné době ve většině zemí kryt zejména státními cennými papíry (dluhopisy), které kupují jak tuzemské, tak i zahraniční subjekty. Z hlediska jejich formy rozlišujeme zaknihované cenné papíry, tzn. státní dluh zapsaný do knih státního dluhu, kdy jednotlivé obligace jsou evidovány na účtech a materializované cenné papíry (obligace) v listinné podobě. Jednotlivé dluhopisy jsou vydávány, buď na majitele (nejčastější případ), nebo na jméno.

Většina cenných papírů je veřejně obchodovatelná na sekundárním trhu. Obsahují řadu náležitostí, např. výnos cenného papíru, kursovou cenu, která odráží bonitu dlužníka apod. Ve vyspělých zemích je převážná většina cenných papírů prodávána prostřednictvím aukcí různým finančním institucím, které si je buď sami ponechají, anebo je dále prodávají investorům na sekundárním trhu. Druhou skupinu tvoří neobchodovatelné cenné papíry, které jsou nepřevoditelné. Jsou prodávány zpravidla domácnostem, nadacím, neziskovým organizacím a mají obvykle vyšší úrok.

Podle délky splatnosti se obchodovatelné státní cenné papíry dělí na státní pokladniční poukázky (bills), což jsou krátkodobé cenné papíry se splatností uvedenou v měsících, na střednědobé cenné papíry (notes) vydávané se splatností od jednoho roku do deseti let a dlouhodobé cenné papíry (bonds) se splatností delší než deset let.

Pro různorodé soukromé subjekty jsou dluhové cenné papíry hojně využívaným prostředkem finančního investování, protože mají poměrně stabilní výnos a jsou v podstatě bezrizikové. Využívání cenných papírů ke krytí státního dluhu je zároveň výhodné i pro samotný stát, který na úrocích zaplatí méně, než kdyby využil přímého bankovního úvěru (poskytování úvěru centrální bankou je většinou zakázáno).

Jak již bylo uvedeno, do státních cenných papírů investují zejména investiční a pojišťovací fondy, pojišťovny, obchodní banky a jiné peněžní instituce, podniky, domácnosti a další subjekty (např. neziskové organizace). Pro řadu z těchto investorů (zejména pro domácnosti) však může být překážkou vysoká nominální hodnota státních cenných papírů. Pro investory je lákavá např. jistota výnosu bez ohledu na výsledek vládního hospodaření.

⁹ Peková J.: Veřejné finance, úvod do problematiky, ASPI 2005, str. 448 - 451

Cenné papíry jsou zároveň vždy splaceny ve stanoveném termínu bez ohledu na případné další zadlužování.

1.4 Příčiny růstu relativní váhy veřejného dluhu¹⁰

Objem veřejného dluhu v absolutním vyjádření ve většině států velmi rychle roste. Při zkoumání příčin jeho nárůstu musíme zohlednit řadu jiných faktorů souvisejících s dluhovou problematikou např. růst cenové hladiny, velikost ekonomiky, počet obyvatel žijících v dané zemi apod. Správné je proto uvádět růst veřejného dluhu v relativním vyjádření (ukazatel relativní váhy veřejného dluhu).

Podle metodiky ESA 95 se jedná o poměr hrubého dluhu vládního sektoru vyjádřeného v nominální hodnotě k hrubému domácímu produktu v tržních cenách. Tento poměr by neměl překročit hranici 60%. Hrubý dluh vládního sektoru je tvořen úhrnem dluhů (emitované státní cenné papíry, přijaté úvěry) ke konci daného roku, konsolidovaných uvnitř a mezi jednotlivými subsektory vlády.

1.4.1 Faktory působící na růst relativní váhy veřejného dluhu

Relativní váha veřejného dluhu je v daném roce (\bar{d}_1) ovlivněna těmito faktory:

- výchozí hodnotou daného ukazatele na začátku rozpočtového období (\bar{d}_0), která představuje míru zděděné dluhové zátěže,
- hodnotou primárního deficitu vykázanou v daném rozpočtovém období (představuje nárůst zadlužení vlivem vládní fiskální politiky a působením exogenních faktorů, které vláda nemůže přímo ovlivnit),
- mírou emisního krytí (fonetizace) deficitu (dluhu), která vyjadřuje do jaké míry se rozpočtový deficit (resp. veřejný dluh) transformoval do přírůstku peněžní zásoby,
- vzájemným poměrem tempa růstu HDP a úrokové míry (R_0), který vyjadřuje relativní vliv úroků z veřejného dluhu.

Pokud vyjádříme velikost působících faktorů relativně k objemu HDP, lze podle P. Dvořáka vyjádřit jejich celkový vliv následujícím způsobem:

$$\bar{d}_1 = \bar{d}_0 \times R_0 + \overline{pd}_1 - \overline{dM}_1$$

\bar{d}_1 je podíl veřejného dluhu k HDP v daném roce,

¹⁰ Dvořák P.: Vybrané problémy hospodářské politiky, Oeconomica, 2005, str. 79 - 80

$\overline{d_0} \times R_0$ je člen, který vyjadřuje nárůst podílu veřejného dluhu vlivem působení vnějších faktorů (poměr reálné úrokové míry a tempa růstu reálného HDP),

\overline{pd}_1 je člen znázorňující nárůst podílu veřejného dluhu vlivem primárního deficitu,

\overline{dM}_1 je člen znázorňující kompenzační vliv monetizace deficitu.

Člen $\overline{d_0} \times R_0$ vyjadřuje skutečnost, že pokud reálná úroková míra převyšuje tempo růstu HDP, zvýšené úroky způsobí růst podílu dluhu na HDP i v případě existence nulového primárního deficitu. Tato skutečnost je označována jako domácí dluhová past (domestic debt trap).

V situaci, kdy reálná úroková míra roste rychleji než HDP, je udržení podílu dluhu k HDP bez emise peněz možné pouze dosažením fiskálního přebytku. Na druhou stranu v případě vzniku primárního deficitu může být podíl dluhu k HDP udržen pouze v tom případě, pokud tempo růstu HDP dostatečně převyšuje reálnou úrokovou míru, tak aby byl primární deficit dostatečně kompenzován.

1.5 Důsledky veřejného dluhu

Úroveň veřejného zadlužení je v řadě evropských zemí v současné době stále vysoká, proto je potřeba věnovat dostatečnou pozornost jejím negativním důsledkům. Mezi nejvýznamnější důsledky veřejného dluhu patří podle P. Dvořáka¹¹ jeho zpětný vliv rozpočtový a fiskální.

1.5.1 Rozpočtové důsledky veřejného dluhu

Negativní vliv veřejného dluhu je v tomto případě dán jeho zpětným působením směrem k nerovnováze státního rozpočtu. V naprosté většině případů se ke krytí rozpočtového deficitu využívá tzv. dluhový způsob, který je na rozdíl od peněžního krytí (monetizace) spojen s povinností hradit úroky, které jsou součástí rozpočtových výdajů. Na základě těchto skutečností poté dochází ke zpětnému propojení rozpočtového a dluhového problému. Při dosažení určité výše relativní váhy veřejného dluhu vedou rostoucí úrokové výdaje ke vzniku trvalých rozpočtových deficitů.

V situaci, kdy nelze využít tzv. monetizace dluhu (tento způsob krytí je v demokratických státech legislativně omezen nebo úplně zakázán, jedná se o operaci, při níž centrální banka nakupuje státní obligace na sekundárním trhu) vyvolává nutnost dalšího dluhového financování rostoucí negativní účinek. Objem veřejného dluhu neroste pouze

¹¹ Dvořák P.: Vybrané problémy hospodářské politiky, Oeconomica, 2005, str. 83

absolutně, ale jeho váha se zároveň zvyšuje i relativně. Narůstající objem úroků způsobuje rozpočtovou tenzi, vyvolává neúměrný tlak na výdajovou stranu rozpočtu a způsobuje růst veřejného dluhu.[1]

Úrokové náklady ze zděděného veřejného dluhu představují vnější faktor, který vláda nemůže prakticky vůbec ovlivnit. V mnoha případech vede tato situace ke vzniku dlouhodobých rozpočtových deficitů, které působí na další růst veřejného zadlužení v jednotlivých zemích. V dané situaci dochází k nárůstu podílu dluhu na HDP i při nulovém primárním deficitu či dokonce mírném přebytku.[2]

1.5.2 Fiskální důsledky veřejného dluhu

Fiskálním důsledkem veřejného dluhu je zužování prostoru vlády pro aktivní fiskální politiku. Dochází k poklesu podílu aktivní složky celkového deficitu (primární deficit) a současně ke zvyšování podílu pasivní složky celkového deficitu, který je dán exogenními faktory.

Výše popsaný vývoj má velmi závažné důsledky pro vládní rozhodovací procesy v oblasti veřejných financí. S rostoucím objemem veřejného dluhu dochází ke stále většímu omezování prostoru pro vládní fiskální politiku. Základní a současně vynucenou prioritou se v rámci vládního fiskálního rozhodování stává omezování relativní váhy veřejného dluhu. Tato omezení jsou pro většinu států (např. Německo a Francie) velmi nepříjemná např. v souvislosti s problematikou poměrně vysoké nezaměstnanosti v současné době.[1]

1.5.3 Redistribuční důsledky veřejného dluhu

Redistribuční důsledky veřejného dluhu souvisí s tzv. securitizací. Jedná se zpravidla o situaci, při které je nominální hodnota státních cenných papírů využívaných ke krytí státního dluhu již tak velká, že většina domácností je nemůže nakupovat. Dochází tak k přerozdělování části finančních prostředků z veřejných rozpočtů, které prostřednictvím úroků z veřejného dluhu získávají pouze „bohaté“ subjekty. Všechny ekonomické subjekty sice platí daně, ale na úrocích z veřejného dluhu vydělávají pouze bohatí. V případě růstu vnějšího veřejného dluhu dochází k odlivu úrokových výnosů do zahraničí (klesá bohatství domácí země).[2]

Mezi další důsledky veřejného dluhu můžeme zařadit i deformaci portfolia jednotlivých ekonomických subjektů, které nakupují státní cenné papíry (poměrně vysoký výnos a nízké riziko) na úkor potenciálně efektivních soukromých investic. V neposlední řadě můžeme mezi důsledky zařadit i růst inflace v případě monetizace dluhu (ve většině zemí je však zakázána).

1.6 Možnosti řešení dluhového problému¹²

Problematika týkající se veřejného dluhu je v současné době jedním z velice diskutovaných témat hospodářské politiky. Základní a zároveň klíčovou úlohou je snižování nadměrného veřejného dluhu a s tím spojené hledání konkrétních možností řešení. Podle P. Dvořáka existence veřejného dluhu vyvolává logickou otázku „*zda a jakým způsobem je možné nadměrně nakumulovaný veřejný dluh odstranit, případně redukovat na přijatelnou míru, při které by bylo možno znovu reálné rozpočtové řešení.*”¹³

1.6.1 Pasivní řešení dluhového problému

Redukce veřejného dluhu lze dosáhnout využitím vlivu pozitivních exogenních faktorů (dochází ke snížení veřejného dluhu bez aktivních vládních zásahů). V zásadě se jedná především o tyto pozitivní vlivy.

- 1) **Tempo ekonomického růstu dlouhodobě a poměrně výrazně převyšuje efektivní reálnou úrokovou sazbu z veřejného dluhu** (jedná se o nejpřirozenější a nejúčinnější faktor, který redukuje podíl veřejného dluhu na HDP).
- 2) **Vliv inflace** na pokles reálné hodnoty veřejného dluhu (inflace zvýhodňuje dlužníky, reálná hodnota veřejného dluhu klesá).
- 3) **Zahraniční pomoci, granty a dary, prominutí úroků z veřejného dluhu resp. části či celého zahraničního dluhu** (poměrně významný faktor především u zadlužených rozvojových zemí).

1.6.2 Aktivní řešení dluhového problému

Pro většinu vlád představuje využívání různých dluhových instrumentů velice snadný způsob řešení krátkodobé fiskální nerovnováhy, protože umožňuje přenesení dluhového problému za konečný horizont. Z dlouhodobého hlediska se však jedná pouze o odložení dluhového problému a přenesení jeho důsledků na budoucí generace.

Nalezení konkrétního řešení je pro jakoukoli vládu velice složité. Vláda by musela realizovat řadu radikálních a nepopulárních kroků, ke kterým však jednotlivé kabinetů většinou nemají potřebnou vůli a odvalu. Základním krokem pro aktivní řešení dluhového problému je získání potřebné politické podpory (což většinou není jednoduché). Vládní

¹² Dvořák P.: Vybrané problémy hospodářské politiky, Oeconomica, 2005, str. 87 - 90

¹³ Dvořák P.: Vybrané problémy hospodářské politiky, Oeconomica, 2005, str. 87

neochotu řešit dluhový problém zvyšuje řada faktorů: omezený vládní horizont, politický tlak (lobby) atd.

Pokud se však vláda rozhodne dluhový problém aktivně řešit, existuje řada možných alternativ.

- 1) **Rozpočtové řešení** – snaha o dosažení přebytku státního rozpočtu, ze kterého by bylo možné splácení dluhu včetně úroků. Využití tohoto řešení by však v praxi znamenalo realizaci řady restriktivních opatření na výdajové straně rozpočtu. Výrazné snižování vládních výdajů by mohlo způsobit vážné ekonomické problémy a recesi (např. nárůst nezaměstnanosti).
- 2) **Uvalení jednorázové mimořádné veřejné dávky z kapitálu** – většinou nepopulární a politicky neprůchodné řešení.
- 3) **Monetární řešení** (tzn. monetizace dluhu), které by mělo dopad na zvýšení peněžní nabídky způsobující růst inflace. Tento způsob řešení je v případě existence nezávislých centrálních bank s protiinflační měnovou politikou prakticky nepoužitelný.
- 4) **Politicko administrativní řešení** – administrativní likvidace veřejného dluhu. Jedná se v podstatě o nejradikálnější způsob řešení dluhového problému. Takovou možností je např. odmítnutí existujícího dluhu a jeho úroků novou vládou či jiná forma jeho administrativní likvidace. Tento způsob řešení velmi poškozují věřitele. Pokud vláda nesplácí dluh, dochází k poklesu její důvěryhodnosti a je velmi pravděpodobné, že v budoucnu nezíská novou půjčku.
- 5) **Využití výnosů z privatizace státního majetku**. V případě fiskálně motivované privatizace vzniká nebezpečí populistického chování vlády, která využívá výnosů z prodeje státního majetku ke krátkodobému snížení rozpočtové tenze. Problémem je však omezený rozsah takto použitelného státního majetku. Navíc se vláda privatizací „zdravých“ (ziskových) firem připravuje o možné budoucí výnosy.

1.7 Správa dluhu¹⁴

Pod pojem správa dluhu lze zahrnout řadu činností. Jedná se o zajištění emise cenných papírů (např. státních dluhopisů) a jejich následné umístění na trhu, výplatu úroků a splácení samotné jistiny (umořování dluhu). Součástí správy veřejného dluhu je zároveň i obstarávání úvěrů, které jsou využívány především ke krytí municipálních dluhů. Využívání úvěrů ze strany státu je většinou legislativně omezeno či úplně zakázáno.

¹⁴ Peková J.: Veřejné finance, úvod do problematiky, ASPI, 2005, str. 455 - 456

Ve většině zemí je trh státních cenných papírů spravován Centrální bankou, která plní funkci fiskálního agenta (na základě pověření ze strany ministerstva financí rozhoduje o prvotním umístění jednotlivých emisí, v některých případech také spravuje státní dluhopisy).

Splácení veřejného dluhu (umořování) je závislé na ekonomických možnostech dané země. V minulosti byl veřejný dluh často splácen prostřednictvím tzv. umořovacího fondu, který byl vytvářen z veřejných příjmů určených ke splácení veřejného dluhu, případně z přebytku státního rozpočtu. Použití prostředků z tohoto fondu bylo buď účelově svázané s jednotlivými formami veřejného dluhu, nebo s nimi bylo nakládáno dle úvahy Ministerstva financí.

1.7.1 Konverze dluhu

Konverze dluhu (přeměna stávajícího dluhu v dluh jiný) znamená situaci, ve které je dosud nesplacená část dluhu hrazena tím způsobem, že stát vydá další emisi státních cenných papírů. Většinou se v minulosti jednalo o konverzi dluhu přede dnem splatnosti, tzn. ve většině případů za velmi výhodných podmínek pro věřitele (o to méně výhodných pro stát). Stát tak musel u nově emitovaných dluhopisů většinou zvýšit úrok, aby tyto cenné papíry byly pro investory dostatečně atraktivní.

Konverze státního dluhu v praxi znamená, že existuje určité stálé zadlužení státu (stát v minulosti nikdy nebyl bez dluhu). Konverze dluhu de facto znamená „rolování dluhu“¹⁵ tzn. valení dluhu před sebou (výše popsaná situace, kdy se na nesplacenou část státního dluhu získávají opakovaně finanční prostředky z nové emise dluhopisů).

1.8 Dluhové břemeno

Tuleja a jeho kolektiv upozorňují na postupné narůstání dluhů v některých státech, které vznikají především v souvislosti s jejich refinancováním. „*To spočívá v tom, že tehdy, když jsou tyto dluhy splatné, si vláda vypůjčí další finanční prostředky, aby tyto původní dluhy zaplatila.*“¹⁶ Tento postup je většinou ekonomických subjektů vnímán jako neúměrné zatížení nejen současné, ale i budoucí generace, která bude nucena tyto dluhy „svých předků“ splácet.

Autoři v této souvislosti pokládají otázku. Existuje skutečně břemeno dluhu, a jakým způsobem jej lze stanovit? Nejprve je nutné rozlišit hlavní dopady výše uvedeného refinancování.

¹⁵ Peková J.: Veřejné finance, úvod do problematiky, ASPI, 2005, str. 456

¹⁶ Tuleja P., Majerová I., Nezval P.: Základy makroekonomie, Computer Press, 2006, str. 190 - 191

Prvním dopadem je povinnost splácet jistiny a úroky z dluhů (tzv. dluhová služba představující povinnou platbu, kterou musí vláda každý rok zaplatit za nezaplacený dluh). Tyto náklady na dluhovou službu velmi výrazně zatěžují výdajovou stranu rozpočtu.

V případě, že je většina dluhu v držení domácích subjektů, dochází pouze k přerozdělování důchodů v rámci ekonomiky (ti, kteří platí daně, je dostávají zpět prostřednictvím úrokových výnosů plynoucích ze státních obligací – většinou však pouze bohatí). Splácení úroků z dluhu v tomto případě nepředstavuje dluhové břemeno. Toto břemeno nevzniká v daném případě ani pro budoucí generace, protože je dluh (vlastnická práva k obligacím) přenášén na potomstvo jejich současných majitelů.

Druhým dopadem refinancování dluhu jsou náklady příležitosti, které jsou v kontextu s vyjádřením břemene dluhu „*reprezentovány zbožím a službami, které by mohly být vyprodukovány, kdyby dluh nevznikl.*“¹⁷ Vezměme si například vládní výdaje v souvislosti se stavbou dálnice. Vláda považuje za nutné realizovat dálniční spojení mezi dvěma městy, na které však nemá dostatečné finanční prostředky a musí si tedy půjčit. Výrobní faktory, které jsou využity ke stavbě dálnice, nemohou být zároveň použity k výrobě jiných (soukromých) statků nebo služeb. A to jsou právě náklady příležitosti, které podle autorů znamenají skutečné břemeno dluhu.

1.9 Metodiky vykazování vládního deficitu a dluhu¹⁸

V současnosti existují dvě základní metodiky vykazování vládního deficitu a dluhu. Metodika vládní finanční statistiky (GFS 1986) vytvořená Mezinárodním měnovým fondem a metodologie národních účtů (ESA 95) vytvořená Evropským statistickým úřadem (Eurostat).

1.9.1 Metodika vládní finanční statistiky (GFS 1986)

Metodika GFS 1986 je založena **na bázi peněžních toků**. Veškeré operace uskutečněné v daném roce jsou tedy sledovány na hotovostním principu v době, kdy je příjmová či výdajová operace realizována. Je velmi blízká národní metodice sledování příjmů, výdajů a deficitu státního rozpočtu, za jehož vykazování je podle této metodiky zodpovědné Ministerstvo financí dané země.

Základními výhodami této metodiky jsou především možnost včasějšího vytváření fiskálních predikcí, poskytování dat v relativně krátkém čase od skončení sledovaného období, nižší náročnost na zdrojová data apod. Používána je především z důvodu přímé vazby

¹⁷ Tuleja P., Majerová I., Nezval P.: Základy makroekonomie, Computer Press, 2006, str. 191

¹⁸ Ministerstvo financí ČR: Metodiky vykazování vládního deficitu a dluhu

na schvalovaný státní rozpočet a rozpočty státních fondů, tzn., že v rozpočtových dokumentech je saldo vládního sektoru uváděno v metodice GFS 1986.

1.9.2 Metodika národních účtů (ESA 95)

Metodika ESA 95 je založena **na akruálním principu**. Nesleduje tedy pouze příjmy a výdaje daného období, ale i vzniklé pohledávky a závazky. Je relevantní pro výpočet Maastrichtských kritérií.

Tato metodika je Evropským statistickým úřadem průběžně upravována a aktualizována. Zároveň v praxi dochází ze strany Eurostatu ke kontrole její implementace v jednotlivých zemích. Za její dodržování je zodpovědný vždy statistický úřad dané země. V dokumentech předkládaných jednotlivým orgánům Evropské unie jsou členské státy povinny vykazovat údaje o hospodaření vládního sektoru v metodice ESA 95.

1.9.3 Základní rozdíly mezi oběma metodikami

Základní odlišnost spočívá ve vymezení vládního sektoru. Sektor vládních institucí (S. 13) dle metodiky ESA 95 obsahuje:

- **Ústřední vládní instituce¹⁹ (S. 1311):** organizační složky státu (ministerstva, ústřední správní úřady atd.), státní fondy a jiné mimorozpočtové fondy (např. Pozemkový fond, *Podpůrný garanční rolnický a lesnický fond*, Státní fond životního prostředí, Státní fond kultury apod.), *transformační instituce (Česká konsolidační agentura a její dceřiné společnosti, Česká inkasní apod.)*, *Správa železniční dopravní cesty*, Veřejné zdravotní pojišťovny, *Vinařský fond*, *veřejné vysoké školy a příspěvkové organizace zařazené do vládního sektoru*.

Na této úrovni se vytváří státní dluh, do něhož není zařazen dluh mimorozpočtových fondů, fondů sociálního a zdravotního pojištění a dluh krajů a obcí. Do státního dluhu nejsou rovněž zařazeny státní záruky, které spravuje přímo státní rozpočet.

- **Místní vládní instituce (S. 1313):** územní samosprávné celky (městské úřady, krajské úřady, magistráty, obce a dobrovolné svazky obcí a místně řízené příspěvkové organizace).
- **Fondy sociálního zabezpečení (S. 1314):** zdravotní pojišťovny, které spravují systém povinného zdravotní pojištění.

Významným rozdílem je odlišný způsob zachycení (GFS 1986 založená na bázi peněžních toků versus ESA 95 založená na akruálním principu). ESA 95 je tedy mnohem

¹⁹ Instituce zvýrazněné kurzívou jsou obsaženy pouze v ESA 95, nikoli v GFS 1986.

průkaznější, protože zachycuje nárokové, tj. časově rozlišené položky, ztrátu z hospodaření České konsolidační agentury, zisky či ztráty plynoucí z kurzových pohybů apod.

Odlišné je i zachycení operací, které se týkají státních garancí. Metodika ESA 95 zachycuje státní záruky v jejich plné výši, tj. v celkové výši poskytnuté garance. O tuto částku se v daném roce zvyšuje nejen vládní dluh, ale také vládní deficit.

Z výše uvedených rozdílů logicky vyplývá, že vládní dluh vykazovaný v metodice ESA 95 je vyšší. Tuto skutečnost lze prakticky ukázat na příkladu České republiky (viz tabulka číslo 1). Například v roce 2002 byl podíl vládního dluhu na HDP v metodice ESA 95 vyšší o více než 10 procentních bodů. V následujících letech však docházelo k postupnému snižování tohoto rozdílu.

Tabulka č. 1: Vládní deficit a dluh ČR v metodice ESA 95 a v metodice GFS 1986

Ukazatel	Metodika	Jednotka	2002	2003	2004	2005
Celkové saldo	GFS 1986	mld. Kč	-11,5	-127,7	-90,7	0,8
	ESA 95	mld. Kč	-166,8	-170,6	-79,6	-76,7
Podíl vládního salda na HDP	GFS 1986	% HDP	-0,5	-5	-3,3	0
	ESA 95	% HDP	-6,8	-6,6	-2,9	-2,6
Vládní dluh	GFS 1986	mld. Kč	444,5	553	659,4	762,1
	ESA 95	mld. Kč	702,3	775	855,1	901,3
Podíl vládního dluhu na HDP	GFS 1986	% HDP	18,4	21,6	23,8	26
	ESA 95	% HDP	28,8	30	30,6	30,5

Zdroj: Ministerstvo financí ČR [21]

Sbližování hodnot je do značné míry důsledkem zavádění nového mezinárodního standardu pro kompilaci fiskálních dat (GFSM 2001). Tento nový standard vytvořený Mezinárodním měnovým fondem, který navazuje na původní metodiku GFS 1986, je postupně implementován jednotlivými členskými státy od roku 2002. Také Ministerstvo financí ČR přistoupilo k jeho postupnému zavádění.

Svou podstatou se velmi blíží metodice ESA 95, tzn., že vykázaný deficit a dluh se blíží deficitu a dluhu používanému při výpočtu Maastrichtských kritérií. Jeho plná implementace však představuje dlouhodobý proces (z důvodu širšího pojetí vládního sektoru oproti standardu GFS 1986, vzhledem k vyšší náročnosti na vstupní data apod.).

Veškerá níže použitá statistická data týkající se objemu a struktury vládního dluhu EU budou uváděna dle metodiky ESA 95 (pokud nebude výslovně uvedeno jinak). Vývoj státního dluhu ČR pak dle metodiky GFS 1986.

Tabulka č. 2: Vzájemné porovnání obou metodik

	GFS 1986 <i>Metodologie vládní finanční statistiky</i>	ESA 95 <i>Metodologie národních účtů</i>
Tvůrce	Mezinárodní měnový fond	Eurostat (Evropský statistický úřad)
Zodpovědnost	Ministerstvo financí	Český statistický úřad
Použití	<ul style="list-style-type: none"> rozpočtové dokumenty (Návrh státního rozpočtu, Státní závěrečný účet, Koncepce reformy veřejných rozpočtů) 	<ul style="list-style-type: none"> národní účty dokumenty a materiály předkládané orgánům Evropské unie (Fiskální notifikace deficitu a dluhu, Konvergenční programy)
Vykazování dat	na bázi peněžních toků	na aktuálním principu
Zásadní rozdíly	Hospodaření ČKA do deficitu vládního sektoru se promítá pouze úhrada její ztráty jako výdaj státního rozpočtu příp. FNM (rok úhrady není totožný s rokem vzniku této ztráty)	Hospodaření ČKA je zahrnuto celkové hospodaření ČKA včetně výdajového kapitálového transferu do sektoru (ne)finančních institucí z titulu netržních nákupů a prodejů finančních aktiv
	Způsob zachycení operací týkajících se státních garancí splátky jistiny a úroků garantovaných úvěrů vstupují do výdajů státního rozpočtu v roce, ve kterém jsou hrazeny a zvyšují tak deficit	Způsob zachycení operací týkajících se státních garancí vysoce rizikové státní záruky jsou v plné výši transformovány prostřednictvím kapitálového transferu do vládního dluhu a deficitu; v následujících letech splátky jistiny garantovaných úvěrů umožňují odpovídající výši vládního dluhu, ale nemají již vliv na deficit, do deficitu naopak vstupují splátky úroků
	Finanční leasing splátky za pronájem vstupují do výdajů státního rozpočtu v roce, kdy jsou hrazeny a zvyšují tak deficit	Finanční leasing hodnota všech splátek za pronájem je základem pro propočet jistiny, která jednorázově vstupuje do vládního deficitu a dluhu
	Odpuštění nedobytných pohledávek po odpuštění pohledávky se sníží pohledávky ve státních finančních aktivech bez vlivu na deficit	Odpuštění nedobytných pohledávek v roce odpuštění pohledávky se o tuto částku zvýší deficit
Výhody	<ul style="list-style-type: none"> poskytování dat v relativně krátkém čase od skončení sledovaného období nižší náročnost na zdrojová data včasnější vytváření fiskálních predikcí přímá vazba na schvalovaný státní rozpočet a rozpočty státních fondů 	<ul style="list-style-type: none"> podává komplexnější obraz hospodaření vládního sektoru (plynoucí mj. ze zahrnutí pohledávek a závazků) z analytického hlediska má větší vypovídací váhu pro hodnocení fiskální politiky, např. její udržitelnosti z dlouhodobého hlediska
Nevýhody	<ul style="list-style-type: none"> nepodává komplexní obraz o hospodaření vládního sektoru (zahrnuje pouze příjmy a výdaje) 	<ul style="list-style-type: none"> vyšší náročnost na datové zdroje neposkytuje dostatečné informace o likviditě

Zdroj: Ministerstvo financí ČR [18]

2 Objem a struktura veřejného dluhu v Evropské unii

Dluhové financování rozpočtových deficitů v jednotlivých státech bylo hlavní příčinou globálního nárůstu obchodování s dluhopisy v průběhu 80. a 90. let. Řada států přijala množství nejrůznějších opatření ohledně řízení vládního dluhu, která se týkala obchodování s cennými papíry na primárních a sekundárních trzích.

Mezi nejdůležitější opatření lze zařadit tato:

- emisní činnost založená na pravidelných aukcích,
- zavedení transparentního systému dluhového managementu,
- zabezpečení fungujícího a transparentního systému zúčtování bezhotovostního styku,
- implementace průhledného regulačního systému a systému státního dozoru.

V daném období došlo k výraznému nárůstu počtu specialistů, kteří se začali podrobněji zabývat problematikou dluhového managementu. Tento trend byl vyvolán prudkým nárůstem vládních deficitů, které byly zaznamenány ve většině zemí Evropské unie. Nárůst byl zastaven až poté, co vstoupila v platnost Maastrichtská smlouva, která stanovila řadu konvergenčních kritérií, jejichž cílem byla snaha přimět jednotlivé země Evropské unie k dodržování fiskální disciplíny. Prostřednictvím těchto konvergenčních kritérií měly být jednotlivé státy nasměrovány k vyrovnanému či přebytkovému hospodaření, které by poskytovalo prostor pro snižování vládního dluhu a zároveň umožnilo fungování automatických stabilizátorů.

Z hlediska zadlužení státu jsou důležitá dvě fiskální kritéria, jejichž základním cílem je udržet veřejné finance ve „zdravém stavu“. Prvním kritériem je poměr schodku veřejných financí a hrubého domácího produktu vyjádřeného v tržních cenách, který nesmí překročit hranici 3%. Druhým kritériem je poměr hrubého veřejného dluhu a hrubého domácího produktu v tržních cenách, který nesmí překročit 60%.

Po zavedení těchto opatření začalo poměrně krátké období, ve kterém řada států začala vykazovat poměrně významné rozpočtové přebytky. Po událostech z 11. září 2001 však došlo ke zcela opačnému vývoji. V převážné většině zemí došlo k hospodářské recesi, která znamenala návrat k rozpočtovým deficitům.

2.1 Dluhový management²⁰

Zavedení eura v roce 1999 mělo významný dopad na veškeré operace uskutečňované v rámci dluhového managementu. V důsledku zavedení jednotné měny de facto vznikl evropský kapitálový trh a jednotliví dluhovní manažeři se stali přímými konkurenty, jejichž hlavním úkolem je financovat veřejný dluh s co nejnižšími náklady a akceptovatelnou mírou rizika.

Pokles poměru vládních deficitů a dluhů k HDP (v období do roku 2002) vyvolaný politikou Evropské měnové unie (EMU) znamenal snížení nabídky vládních dluhových instrumentů, které jsou však vydávány v širších sériích. Důležitým faktorem je i expanze elektronického obchodování, jak na domácích trzích, tak i na mezinárodní úrovni. Elektronické obchodování umožňuje snižování nákladů, které souvisejí s obchodováním s jednotlivými dluhovými cennými papíry a zároveň přispívá i k nárůstu likvidity.

Po zavedení jednotné evropské měny se v rámci eurozóny snížil důraz kladený na vydávání dluhových cenných papírů v jiných světových měnách. V současnosti jsou to méně než 2% vládního dluhu eurozóny. Na druhou stranu zavedení eura zvýšilo atraktivitu investování do dluhových cenných papírů např. pro USA, Japonsko. V některých zemích tak došlo k významnému nárůstu podílu zahraničního dluhu (podíl se v některých zemích dokonce zdvojnásobil).

Způsob organizace dluhového managementu se v rámci jednotlivých ekonomik liší. V některých zemích je provozní odpovědnost delegována na samostatné instituce, které jsou odděleny od Ministerstva financí dané země (např. Irsko). V některých zemích, např. v Belgii, Francii a Nizozemí, je jednotka spravující dluh plnohodnotnou součástí Ministerstva financí.

2.1.1 Hlavní cíle a úkoly dluhového managementu

Různé teorie, které se zabývají problematikou dluhového managementu, zdůrazňují řadu různých cílů. Mezi ně patří např. makroekonomická stabilizace, rozvoj národních finančních trhů, podpora monetární politiky, minimalizace nákladů spojených s vládním dluhem a minimalizace rizika.

Jedním z prvních autorů, který zavedl diskusi na téma dluhového managementu, byl Tobin, který na vládní dluhový management pohlíží primárně jako na nástroj makroekonomické stabilizace (s úsilím o minimalizaci úrokových nákladů a minimalizaci rizika).

²⁰ Wolswijk J., De Hann J.: Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in practices, occasional paper no. 25, ECB 2005

V praxi je primárním cílem dluhového managementu zajistit dostatečné finanční prostředky, které by pokryly roční výpůjční požadavky vlády s co nejnižšími možnými náklady a akceptovatelnou mírou rizika.

2.1.2 Splatnost vládního dluhu

Splatnost vládního dluhu je jedním z klíčových parametrů, kterému je dostatečná pozornost věnována jak v odborné literatuře, tak i v praxi. Nejprve si uvedeme několik teoretických přístupů, které poukazují na vzájemnou závislost mezi dluhem a jeho splatností.

Například Missale a Blanchard předpovídají negativní vztah mezi dluhem a jeho dobou splatnosti v případě, že dluhový poměr přesahuje hranici 100% HDP. Takto vysoká úroveň zadlužení by podle nich mohla zesílit vládní podnět k dalšímu nárůstu dlouhodobého dluhového zatížení.

De Haan konstatuje, že někdy lze očekávat pozitivní vztah mezi velikostí dluhu a jeho splatností, když vyšší relativní váha dluhu nutí jednotlivé dluhové manažery k prodlužování doby splatnosti, tak aby předešli případným problémům s nedůvěrou.

Miller zvažuje dopad politické nestability v dané zemi na splatnost dluhu. Podle autora politická nestabilita zapříčiňuje inflační nejistotu, která se odráží ve vyšších dlouhodobých úrokových sazbách. Tento růst dlouhodobých úrokových měr je podnětem pro vládu, aby vydávala více dluhových instrumentů s krátkodobou splatností.

V praxi vznik Evropské měnové unie znamenal odstranění řady překážek při mezinárodním obchodování. Pozornost se soustředila na vydávání standardizovaných tzv. „plain vanilla“ vládních dluhopisů (zejména se splatností na 10 let). Objem těchto dluhopisů je v současné době obecně výrazně vyšší v porovnání s obdobím před založením EMU.

Dochází k prodlužování doby splatnosti vládního dluhu, kterému napomohlo snížení dlouhodobých úrokových měr. V rámci eurozóny došlo k nárůstu podílu dlouhodobých dluhových instrumentů se splatností delší než 1 rok (ve většině případů fixně úročených) a naopak k poklesu podílu krátkodobých dluhových instrumentů.

Podíl krátkodobého dluhu poklesl, zejména v Belgii, Řecku a Itálii, tzn. v zemích s nejvyšší úrovní zadlužení. Například v Itálii se v průběhu deseti let podíl krátkodobého dluhu na celkovém dluhu centrální vlády (státním dluhu) snížil ze 60% v roce 1993 na zhruba 25% v roce 2003. Po založení EMU se většina vlád koncentrovala především na vydávání dluhopisů s desetiletou splatností. Poměrně atraktivní ale zůstávají i dluhopisy se splatností na 3, 5 či dokonce 30 let (zhruba polovina zemí je vydala minimálně jednou).

Průměrná doba splatnosti vládního dluhu se ve většině zemí eurozóny pohybuje v rozmezí 5 až 6 let (s výjimkou několika malých zemí).

Tabulka č. 3: Doba splatnosti vládního dluhu v zemích eurozóny (v letech)²¹

	1995	1998	2002	2003
Rakousko	5,8	5,5	6,0	6,3
Belgie	-	-	6,1	5,9
Finsko	-	4,8	4,5	3,9
Francie	6,3	6,3	5,9	5,9
Německo	4,9	6,0	6,0	6,3
Řecko	-	3,9	6,1	6,3
Irsko	-	-	4,5	5,8
Itálie	4,5	5,2	5,6	6,1
Lucembursko	-	7,0	2,3	1,9
Nizozemí	6,9	6,5	6,1	6,0
Portugalsko	-	3,8	4,5	4,3
Španělsko	3,7	5,4	6,0	6,1
Eurozóna	-	-	5,8	6,0

Zdroj: Annual reports of euro area debt managers and OECD (2003)

2.1.3 Měnová skladba vládního dluhu

Rozhodnutí jednotlivých vlád vydávat dluhové instrumenty v zahraničních měnách se zdá být motivováno praktickými důvody a uvažováním. Jedná se zejména o snahu vlády vyhnout se nadměrnému zatížení (přesycení) domácího kapitálového trhu, dalšími důvody mohou být doplnění oficiálních devizových rezerv, vlastnictví mezinárodně vydávaných a obchodovaných dluhopisů či využití výhodnějších podmínek financování dluhu v zahraničí.

Například Claessens poukazuje na fakt, že se většinou malé ekonomiky, které mají pouze omezenou investorskou základnu na domácím trhu, více uchylují k využívání zahraničních dluhových instrumentů. Podle De Fontenayho mají nižší úrokové míry v zahraničí v porovnání s domácími pozitivní dopad na vyšší podíl zahraničního dluhu v dané zemi. Pecchi a Di Meana docházejí k závěru, že (očekávané) náklady jsou klíčové při rozhodování, zda vydávat dluhové instrumenty v cizích měnách či nikoliv.

Na druhou stranu se někdy vyskytují snahy vyhnout se zahraničnímu financování dluhu. V souvislosti s otázkou prestiže dané ekonomiky může být totiž dluh denominovaný v cizích měnách považován za znamení „finanční slabosti“.

Přístupy jednotlivých zemí týkající se míry využívání různých světových měn ke krytí dluhu, se však stále podstatně liší. V některých zemích je redukce dluhu denominovaného v cizích měnách součástí dlouhodobé dluhové strategie (např. Belgie, Řecko, Irsko a Itálie). Naopak několik dalších států vyhledává výhodné finanční podmínky v zahraničí, tzn., že buď

²¹ Převzato z J. Wolswijk, J. de Hann: Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in practices, occasional paper no. 25, ECB 2005, str. 11

přímo pokračují ve využívání cizích měn ke krytí dluhu (např. Rakousko), anebo nevylučují možnost je využít v případě, kdy dojde ke příznivé změně podmínek (Německo, Španělsko). Několik zemí (např. Nizozemí, Francie) nevyužívalo v roce 2002 této možnosti krýt alespoň určitou část vládního dluhu prostřednictvím např. amerických či japonských cenných papírů vůbec.

Tabulka č. 4: Vládní dluh zemí eurozóny denominovaný v cizích měnách v % (2002)²²

	% celkového dluhu centrální vlády	USD	JPY	GBP	CHF
		% dluhu denominovaného v cizích měnách			
Rakousko	12,7	-	45	-	55
Belgie	2,1	5	21	-	74
Finsko	13,2	36	29	28	7
Francie	0,0	-	-	-	-
Německo	0,0	-	-	-	-
Řecko	2,8	61	15	6	18
Irsko	2,0	-	-	100	-
Itálie	3,5	80	-	14	6
Lucembursko	5,0	-	-	-	100
Nizozemí	0,0	-	-	-	-
Portugalsko	1,7	100	-	-	-
Španělsko	3,3	49	47	4	-
Eurozóna	2,0	52	19	10	19

Zdroj: Annual reports of euro area debt managers

Po zavedení společné evropské měny byl zaznamenán pozvolný pokles podílu dluhu denominovaného v cizích měnách, který dosahoval v roce 2002 v eurozóně podílu okolo 2%. Podíl tohoto dluhu přesahoval hranici 10% celkového dluhu centrální vlády pouze v Rakousku (12%) a Finsku (13%). Dříve byl tento podíl mnohem vyšší, např. v roce 1995 dosahoval v Belgii, v Irsku a ve Finsku dluh denominovaný v zahraničních měnách více než 25% podílu na celkovém dluhu centrální vlády.

2.1.4 Držitelé vládního dluhu

Praktickým úvahám v současnosti dominuje rozhodování dluhových manažerů, zda aktivně vyhledávat a lákat zahraniční investory či nikoliv. Otázka přilákání zahraničních investorů dnes mnohem více závisí na charakteristických rysech, vlastnostech jednotlivých cenných papírů a distribučních kanálech, než na měnách, ve kterých je dluh denominován. Zatímco pro větší státy eurozóny nepředstavuje přilákání zahraničních investorů závažnější problém, pro některé menší představuje poměrně novou situaci.

²² Převzato z J. Wolswijk, J. de Hann: Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in practices, occasional paper no. 25, ECB 2005, str. 16

Dluhovní manažeři jsou si mnohem méně jistí domácí poptávkou po jednotlivých dluhových instrumentech, což je nutí vstupovat na mezinárodní trh a podstupovat konkurenční boj s ostatními. Investiční manažeři se snaží obměňovat a rozšiřovat svá portfolia, kromě státních cenných papírů investují stále více do různých podnikových cenných papírů apod. Dluhovní manažeři jsou tak nuceni čelit zvýšené konkurenci, která v praxi znamená zvýšený tlak na uspokojování požadavků investorů.

V rámci eurozóny došlo k poklesu podílu dluhu v držení domácích subjektů na celkovém vládním dluhu ze 75% v roce 1997 na 54% v roce 2003. Ve většině zemí, zejména v těch menších, byly rozšířeny řady vlastníků dluhových instrumentů. Např. v Nizozemí se v průběhu období 1997 až 2002 podíl cizích vlastníků držících dlouhodobé vládní cenné papíry zdvojnásobil (na 56%), ve Španělsku došlo k nárůstu z 18% na 41% a ve Francii z 15% na 36%.

2.1.5 Emisní a obchodní činnost

Významným celosvětovým trendem, který se objevuje zejména v posledních letech, je globální standardizace vládní dluhové politiky, která umožňuje mnohem lépe vzájemně porovnávat jednotlivé emise vládních cenných papírů. Ke zvýšení transparentnosti přispělo, že členské státy obvykle uveřejňují své emisní kalendáře s dostatečným časovým předstihem. Kalendáře obsahují konkrétní typ dluhového instrumentu, který bude obchodován a datum, kdy daný obchod proběhne.

Narůstající konkurence na primárních a sekundárních trzích s cennými papíry vedla k řadě změn v systému jejich distribuce. V současné době jsou velmi populárním způsobem pro oslovení více zahraničních investorů zejména primární dealeři (primary dealers) a bankovní syndikáty. Primární dealeři působí na obou trzích jako určitý zprostředkovatel mezi dluhovou agenturou a kupujícími. Všechny země eurozóny s výjimkou Německa využívají tyto obchodníky k distribuci vládních dluhopisů. Jejich základním úkolem je obvykle nabízet cenu (přihazovat) při aukcích, nebo nakoupit určité množství nově emitovaných dluhopisů. Bankovní syndikáty jsou velmi výhodné pro malé země, protože umožňují umístění významného množství cenných papírů najednou, což okamžitě přispívá k tvorbě likvidity.

Pro obchodování je velice důležitý elektronický systém obchodování, který podporuje likviditu na sekundárním trhu. Po jeho zavedení v Itálii v roce 1988 se obchod s vládními cennými papíry uskutečňovaný prostřednictvím tohoto systému postupně rozšířil do většiny zemí. Mezi nejvýznamnější přínosy lze zařadit kromě podpory likvidity i pokles transakčních nákladů spojených s obchodováním.

2.2 Vývoj objemu vládního dluhu v EU

Ve většině zemí EU dochází dlouhodobě k růstu veřejného zadlužení. Podle Evropského statistického úřadu se celkový objem vládního dluhu v období let 1995 až 2005 zvýšil ve dvanácti z celkem patnácti původních členských států, přičemž k největšímu absolutnímu nárůstu došlo v Německu, ve Francii a v Itálii. Ve všech třech zemích se absolutní hodnota dluhu ve sledovaném období zvýšila o více než 400 miliard euro.

Vyšší vypovídací hodnotu ale má dynamika růstu vládního dluhu, která je mnohem vhodnější pro hodnocení vývoje v jednotlivých státech. Na základě tempa růstu můžeme provést komparaci a identifikovat tak země, ve kterých byl v daném období zaznamenán nejvýraznější nárůst či naopak snížení. Pokud dokončíme porovnání výše uvedených zemí, zjistíme, že k největšímu nárůstu dluhu došlo ve Francii (zvýšení o téměř 75%), v Německu a v Itálii se pak objem dluhu zvýšil o více než 40%.

Tabulka č. 5: Hrubý vládní dluh zemí EU15 (mld. euro)

	1995	1997	1999	2001	2003	2005	Absolutní nárůst	Poměr 2005/1995
EU15	4667,9	5181,6	5461,1	5628,1	6016,8	6648,6	1980,7	1,42
Belgie	282,3	268,1	270,7	274,4	270,8	278,2	-4,1	0,99
Dánsko	101,3	97,5	93,6	85,2	84,0	74,7	-26,6	0,74
Německo	1065,0	1129,8	1210,3	1241,5	1381,0	1521,6	456,6	1,43
Irsko	41,3	44,2	43,5	41,4	43,3	44,2	2,9	1,07
Řecko	95,0	114,9	122,3	150,7	167,7	194,7	99,7	2,05
Španělsko	291,6	327,1	357,0	378,3	381,5	390,5	98,9	1,34
Francie	657,3	735,7	792,1	840,8	994,5	1138,4	481,1	1,73
Itálie	1066,4	1233,4	1279,5	1351,4	1392,3	1510,8	444,4	1,42
Lucembursko	0,9	1,0	1,1	1,5	1,6	1,8	0,9	2,00
Nizozemí	243,9	230,8	236,0	227,0	248,0	266,3	22,4	1,09
Rakousko	123,7	116,9	133,0	142,8	146,1	155,3	31,6	1,26
Portugalsko	53,0	54,5	58,7	68,5	78,4	94,4	41,4	1,78
Finsko	56,5	57,5	56,4	59,1	64,7	65,1	8,6	1,15
Švédsko	150,0	152,6	152,2	132,5	140,2	143,6	-6,4	0,96
V. Británie	439,6	617,5	654,5	633,2	622,7	769,0	329,4	1,75

Zdroj: Eurostat [16]

Nejvyšší dynamiku růstu dluhu zaznamenaly Řecko a Lucembursko. V těchto státech se objem vládního dluhu zdvojnásobil (v případě Lucemburska však zůstává hodnota vládního dluhu velmi nízká, nedosahuje ani výše 2 mld. euro). Prudký nárůst objemu dluhu zaregistrovalo i Portugalsko a také Velká Británie (nárůst o zhruba 75%).

Naopak pouze v Belgii, v Dánsku a ve Švédsku se celkový objem dluhu v průběhu desetiletí snížil. V případě Dánska bylo snížení dluhu poměrně významné (dluh poklesl o 26,6 mld. euro, zhruba o 25%). V Belgii a ve Švédsku se vládní dluh vzhledem ke své absolutní výši snížil pouze nepatrně (v Belgii o 4,1 mld. euro a ve Švédsku o 6,4 mld. euro).

Při pohledu na vývoj vládního dluhu u deseti nově integrovaných členských států lze konstatovat, že absolutní výše zadlužení těchto států, je z mnoha důvodů (např. z důvodu toho, že se většinou jedná o malé státy) podstatně nižší. Celkový vládní dluh všech deseti zemí dosahoval v roce 2005 výše 228 mld. euro, zatímco celkový dluh původní evropské patnáctky výše 6 648,6 mld. euro.

Tabulka č. 6: Hrubý vládní dluh nově integrovaných členských států EU (mld. euro)²³

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Absolutní nárůst	Poměr 2005/1998
ČR	7,2	7,5	11,2	19,0	22,2	23,9	28,1	31,2	24,0	4,33
Estonsko	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,2	1,67
Kypr	5,0	5,4	5,9	6,6	7,2	8,1	9,0	9,5	4,5	1,90
Lotyšsko	0,6	0,9	1,1	1,4	1,3	1,4	1,5	1,6	1,0	2,67
Litva	1,6	2,5	2,9	3,2	3,3	3,5	3,5	3,8	2,2	2,38
Maďarsko	24,7	27,4	27,5	31,6	39,3	40,3	47,4	50,3	25,6	2,04
Malta	2,0	2,1	2,3	2,7	2,6	3,0	3,2	3,4	1,4	1,70
Polsko	56,4	63,2	69,3	79,9	79,9	78,6	94,6	106,6	50,2	1,89
Slovinsko	4,3	4,8	5,5	6,2	6,8	7,0	7,5	7,7	3,4	1,79
Slovensko	6,1	9,4	10,6	11,7	11,6	12,6	14,6	13,4	7,3	2,20

Zdroj: Eurostat [16]

Nejvyšší vládní dluh z těchto nových zemí má Polsko, které zároveň ve sledovaném období mezi roky 1998 až 2005 zaznamenalo i nejvyšší absolutní nárůst (50,2 mld. euro). V převážné většině zemí ale celková hodnota vládního zadlužení dlouhodobě nedosahuje ani 10 mld. euro (např. Estonsko, Lotyšsko, Litva atd.)

Z hlediska dynamiky růstu dluhu se nejvíce zvýšilo vládní zadlužení ČR, ve které se dluh v průběhu období více než zčtyřnásobil. Zároveň lze mezi těmito státy identifikovat řadu dalších, ve kterých se celkový vládní dluh více než zdvojnásobil (Lotyšsko, Litva, Maďarsko, Slovensko).

Pokud shrneme vývoj objemu vládního dluhu ve všech členských zemích EU, zjistíme, že naprostá většina vládního dluhu EU je v současnosti dluhem původních patnácti států (téměř 97% celkového objemu dluhu EU25). Na druhou stranu musíme zdůraznit, že ve většině nově integrovaných členských zemí roste vládní dluh mnohem rasantněji než v případě zemí původní patnáctky (obzvláště v případě ČR je tento nárůst v posledních letech velmi znepokojující).

²³ Sledované období je z důvodu omezené dostupnosti relevantních dat umožňujících vzájemnou komparaci o tři roky kratší (tedy od roku 1998).

2.3 Vývoj relativní váhy vládního dluhu v EU

V předcházející kapitole jsem uvedl, že objem vládního dluhu není příliš vhodným nástrojem pro vzájemnou komparaci jednotlivých států, např. z důvodu rozdílného počtu obyvatel apod. Proto se mnohem častěji používá ukazatel relativní váhy vládního dluhu (poměr hrubého vládního dluhu v nominální hodnotě a HDP v tržních cenách).

Charakteristickým trendem, který se objevil ve druhé polovině 90. let minulého století, a který pokračoval i na začátku století nového až do roku 2002, bylo snižování relativní váhy vládního dluhu v rámci EU. K redukci docházelo pod vlivem výše zmiňovaného Maastrichtského konvergenčního kritéria. Ve většině zemí byla hodnota kritéria překračována, a proto jednotlivé státy musely upravit svou fiskální politiku, aby dosáhly požadované hranice. Přes počáteční úspěchy však řada států dané podmínky v současné době nesplňuje.

Tabulka č. 7: Relativní váha vládního dluhu zemí EU (% HDP)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
EU (25)	-	-	-	67,5	66,7	62,9	62,0	60,4	62,0	62,4	63,2
EU (15)	70,8	72,6	71,0	68,9	67,9	64,1	63,1	61,5	63,0	63,3	64,5
Eurozóna (12)	73,6	75,2	74,9	74,2	72,7	70,4	69,3	68,2	69,3	69,8	70,8
Belgie	134,0	130,2	124,8	119,6	114,8	109,1	108,0	103,3	98,6	94,3	93,2
ČR	-	-	12,2	12,9	13,4	18,2	26,3	28,5	30,1	30,7	30,4
Dánsko	73,2	69,7	65,7	61,2	57,7	52,3	48,0	46,8	44,4	42,6	35,9
Německo	57,0	59,8	61,0	60,9	61,2	60,2	59,6	60,3	63,9	65,7	67,9
Estonsko	-	-	6,4	5,6	6,0	4,7	4,7	5,6	5,7	5,2	4,5
Irsko	81,8	73,3	64,5	53,8	48,6	38,3	35,9	32,2	31,1	29,7	27,4
Řecko	108,7	111,3	108,2	105,8	105,2	114,0	114,4	110,7	107,8	108,5	107,5
Španělsko	63,9	68,1	66,6	64,6	63,1	61,1	56,3	52,5	48,7	46,2	43,1
Francie	54,6	57,1	59,3	59,5	58,5	56,8	56,8	58,2	62,4	64,4	66,6
Itálie	124,3	123,1	120,5	116,7	115,5	111,2	110,9	105,6	104,3	103,9	106,6
Kypr	-	-	-	61,6	62,0	61,6	61,9	64,7	69,1	70,3	69,2
Lotyšsko	-	-	-	9,8	12,6	12,9	15,0	13,5	14,4	14,5	12,1
Litva	-	-	15,2	16,5	23,0	23,8	22,9	22,2	21,2	19,4	18,7
Lucembursko	6,7	7,2	6,8	6,3	5,9	5,5	6,7	6,5	6,3	6,6	6,0
Maďarsko	-	-	64,2	61,9	61,2	55,4	52,2	54,0	55,8	56,3	57,7
Malta	-	-	51,5	64,9	56,8	56,4	63,5	60,1	70,2	74,9	74,2
Nizozemí	77,2	75,2	69,9	66,8	63,1	55,9	51,5	50,5	52,0	52,6	52,7
Rakousko	67,9	67,6	63,8	64,2	66,5	67,0	67,0	65,8	64,6	63,8	63,4
Polsko	-	-	44,0	39,1	40,3	36,8	36,7	39,8	43,9	41,9	42,0
Portugalsko	64,3	62,9	59,1	55,0	54,3	53,3	53,6	55,5	57,0	58,6	64,0
Slovinsko	-	-	-	23,6	24,9	27,4	28,4	29,1	28,5	28,7	28,0
Slovensko	-	30,6	33,1	34,0	47,2	49,9	49,2	43,3	42,7	41,6	34,5
Finsko	57,1	57,1	54,1	48,6	47,0	44,6	43,6	41,3	44,3	44,3	41,3
Švédsko	73,7	73,5	70,6	68,1	62,7	52,8	54,3	52,0	51,8	50,5	50,4
V. Británie	51,8	52,3	50,8	47,7	45,1	42,0	38,7	37,5	38,9	40,4	42,4

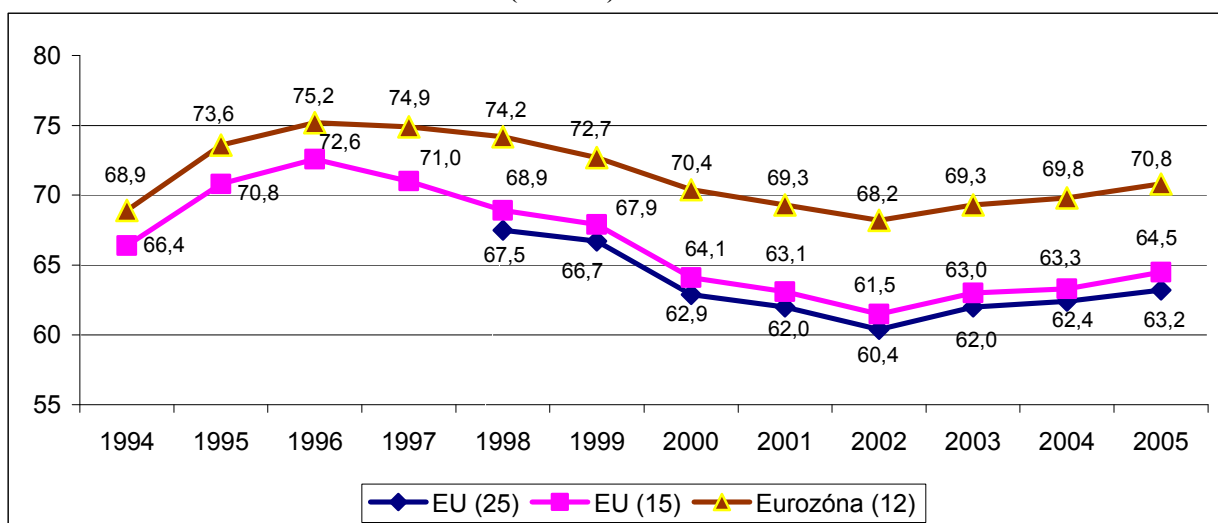
Zdroj: Eurostat [15]

V roce 1996 dosahoval vládní dluh v EU podílu 72,6% HDP. V období let 1996 – 2002 docházelo k jeho každoročnímu snižování až na úroveň 61,5% (EU15), respektive 60,4% (EU25). V roce 2003 však došlo k opačnému trendu a relativní váha vládního dluhu v EU se začala opět zvolna zvyšovat.

Pro lepší představu je vývoj relativní váhy dluhu v EU zobrazen trojím způsobem na níže uvedeném grafu číslo 1. V praxi je možné se setkat se všemi třemi způsoby kvantifikace, a proto je nutné je důsledně rozlišovat. Vidíme, že nejvyšší relativní váha dluhu je dlouhodobě v rámci zemí eurozóny (dvanáct členských států, jejichž platební jednotkou je euro), což je zcela logické vzhledem k tomu, že mezi členy eurozóny patří i nejvíce zadlužené státy (Belgie, Řecko, Itálie, Německo, Francie atd.).

Společně se dvanácti státy eurozóny pak tvoří Dánsko, Švédsko a Velká Británie původní EU15 (po zařazení těchto méně zadlužených států je hodnota tohoto ukazatele mnohem nižší). Nejnižší relativní váha dluhu je zcela evidentně v rámci EU25, protože mezi deseti nově integrovanými státy převažují ty, jejichž zadlužení je velice nízké (tzn., že snižují celkový průměr EU).

Graf č. 1: Relativní váha vládního dluhu EU (% HDP)

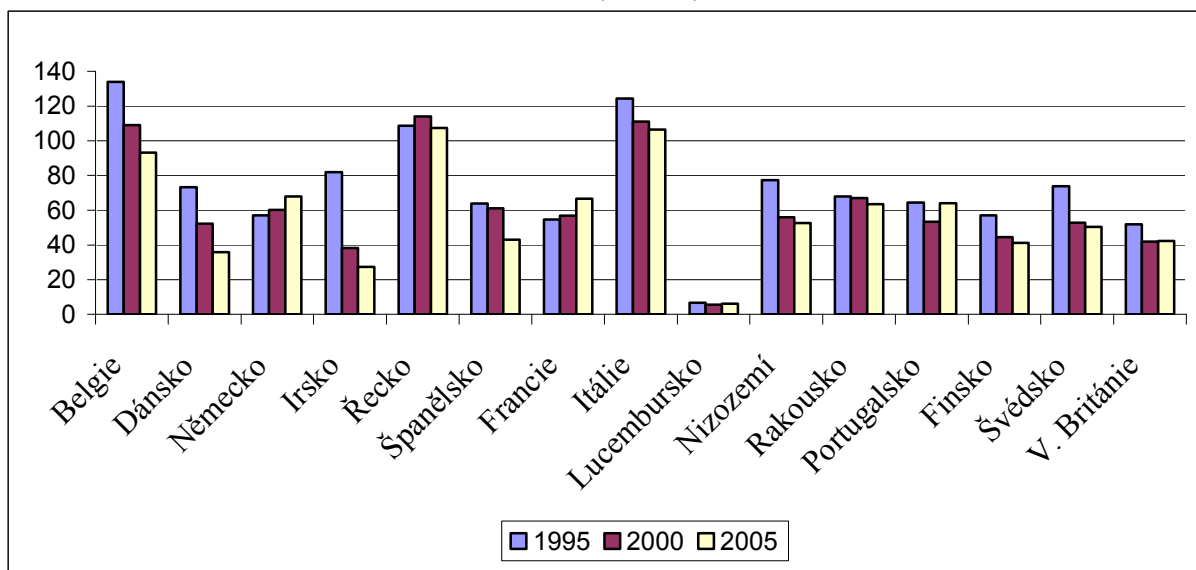


Zdroj: data Eurostatu [15]

Na následujícím grafu číslo 2 je zachycen vývoj relativní váhy vládního dluhu v původních patnácti členských státech EU, ze kterého lze vypočítat, zda v dané zemi mezi roky 1995 a 2005 došlo ke snížení anebo k nárůstu relativní váhy dluhu, přičemž při sledování vývoje je důležité sledovat zejména dynamiku růstu či snižování.

Mezi země s nejvyšší relativní váhou dluhu patří dlouhodobě Řecko, Itálie a Belgie. Ke konci roku 2005 překračovala hranici Maastrichtského kritéria (podíl 60% HDP) i řada dalších zemí (Německo, Francie, Rakousko a Portugalsko).

Graf č. 2: Relativní váha vládního dluhu zemí EU15 (% HDP)



Zdroj: data Eurostatu [15]

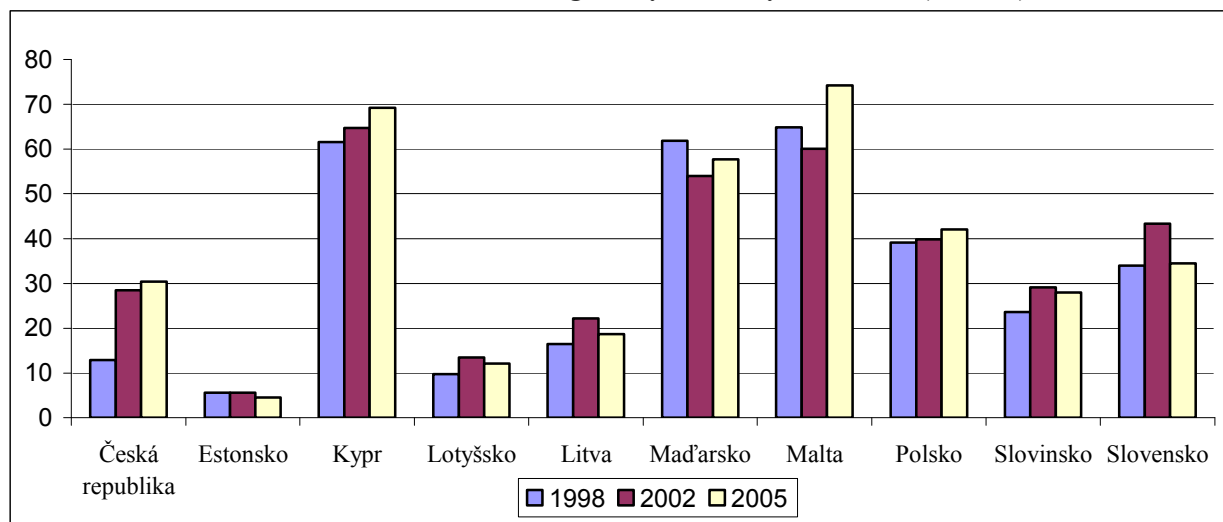
Při podrobném prostudování vývoje vládního dluhu ve sledovaném období však můžeme identifikovat i celou řadu zemí, kterým se podařilo velice výrazně snížit hodnotu tohoto ukazatele. Nejúspěšnější zemí je suverénně Irsko, kterému se podařilo relativní váhu vládního dluhu zredukovat o 54,4 procentního bodu. Mezi dalšími úspěšnými státy, kterým se podařilo relativní váhu snížit o více než dvacet procentních bodů, jsou Belgie (o 40,8), Dánsko (o 37,3), Nizozemí (o 24,5), Švédsko (o 23,3) a Španělsko (o 20,8). Největší dynamiku snižování zaznamenalo Irsko mezi roky 1995 a 2000, většina ostatních států (např. Belgie či Dánsko) redukuje vládní dluh poměrně rovnoměrně.

Naopak k nárůstu relativní váhy dluhu došlo v tomto období pouze u dvou zemí. Jedná se o Francii (zvýšení o 12 procentních bodů) a Německo (zvýšení o téměř 11 procentních bodů), což je velice znepokojující fakt z hlediska toho, že obě země patří spolu s Velkou Británií mezi ekonomicky nejsilnější členy, kteří do značné míry ovlivňují celkové výsledky hospodaření a politiku EU. Dluhové problémy těchto dvou států by mohly v budoucnosti způsobit řadu problémů celé Evropě.

Při prvotním pohledu na relativní váhu vládního dluhu u deseti nově integrovaných členských států zjistíme, že ani jeden z nich, na rozdíl od Řecka, Itálie a Belgie, nepřekračuje hranici 80%. Zároveň žádný ze států ve sledovaném období mezi roky 1998 až 2005 (např. i z důvodu nižší celkové úrovně dluhu) nezaznamenal v porovnání s výše uvedenými zeměmi příliš výrazný pohyb směrem nahoru nebo dolů.²⁴

²⁴ Sledované období je z důvodu omezené dostupnosti relevantních dat umožňujících vzájemnou komparaci o tři roky kratší (tedy od roku 1998).

Graf č. 3: Relativní váha vládního dluhu nově integrovaných členských států EU (% HDP)



Zdroj: data Eurostatu [15]

Výjimkou je pouze Česká republika, jejíž relativní váha dluhu vzrostla o 17,5 procentního bodu. Tento prudký nárůst byl zaznamenán zejména v období 1998 až 2002, ve kterém se relativní váha dluhu ČR oproti původní hodnotě více než zdvojnásobila (z 12,9% na 28,5% HDP). Od roku 2003 (i přes existenci persistentních rozpočtových deficitů) však stagnuje těsně nad úrovni 30%. Jedním z důvodů tohoto stavu může být současné poměrně rychlé tempo růstu ekonomiky. Dalším důvodem, který vysvětluje tento fakt, je nezahrnování státních závazků vzniklých v souvislosti se ztrátami IPB do oficiálních dluhových statistik Eurostatu (původně se vládní dluh pohyboval v roce 2004 okolo 38% HDP, následně však byla provedena notifikace dluhu, ve které Eurostat umožnil v oficiálních statistikách vykazovat jeho nižší úroveň). Zmíněné rozpočtové deficitory však spolu s rostoucími náklady na obsluhu dluhu představují reálné nebezpečí dalšího nárůstu státního dluhu ČR v blízké budoucnosti.

Mezi další země s rostoucím vládním dluhem patřila Malta (nárůst o 9,3 procentního bodu) a Kypr (o 7,6 p. b.). Pouze Maďarsku se ve sledovaném období podařilo trochu výrazněji snížit relativní váhu dluhu (o 4,4 p. b.). Z nově integrovaných členských států překračovaly ke konci roku 2005 hladinu 60% pouze Malta a Kypr.

V zemích s dlouhodobě nejmenším zadlužením (Estonsko a Lucembursko) se podíl dluhu na HDP v celém sledovaném období téměř nezměnil. Relativní váha dluhu se udržela na stabilní úrovni např. v Rakousku, Portugalsku, Řecku a ve většině nových členských států. Velice zajímavý je vývoj Slovenska, kterému nejprve v období 1998 až 2000 relativní váha dluhu prudce vzrostla ze 34% na téměř 50%. Poté však došlo k opačnému trendu a ke konci roku 2005 se vrátila k hodnotě 34%.

2.4 Struktura vládního dluhu zemí EU

Tato kapitola je věnována struktuře vládního dluhu v zemích Evropské unie. Sledována je celková výše dluhu ke konci daného roku v nominální hodnotě. Dluh musí být konsolidovaný mezi jednotlivými vládními sektory.

2.4.1 Struktura vládního dluhu podle jednotlivých vládních úrovní

Vládní sektor zahrnuje veškeré institucionální jednotky podílející se na produkci kolektivních statků, směřující ke kolektivní spotřebě a přerozdělující národní příjmy a bohatství.

Metodika ESA 79 rozdělovala vládní dluh podle odpovědnosti jednotlivých vládních úrovní na dluh centrální vlády, místní vlády (územně samosprávné celky) a tzv. fondy sociálního zabezpečení (social security funds), které mají většinou pouze okrajový význam. V rámci federálních států Německa a Rakouska byl státní dluh jednotlivých spolkových zemí zahrnut do dluhu centrální vlády.

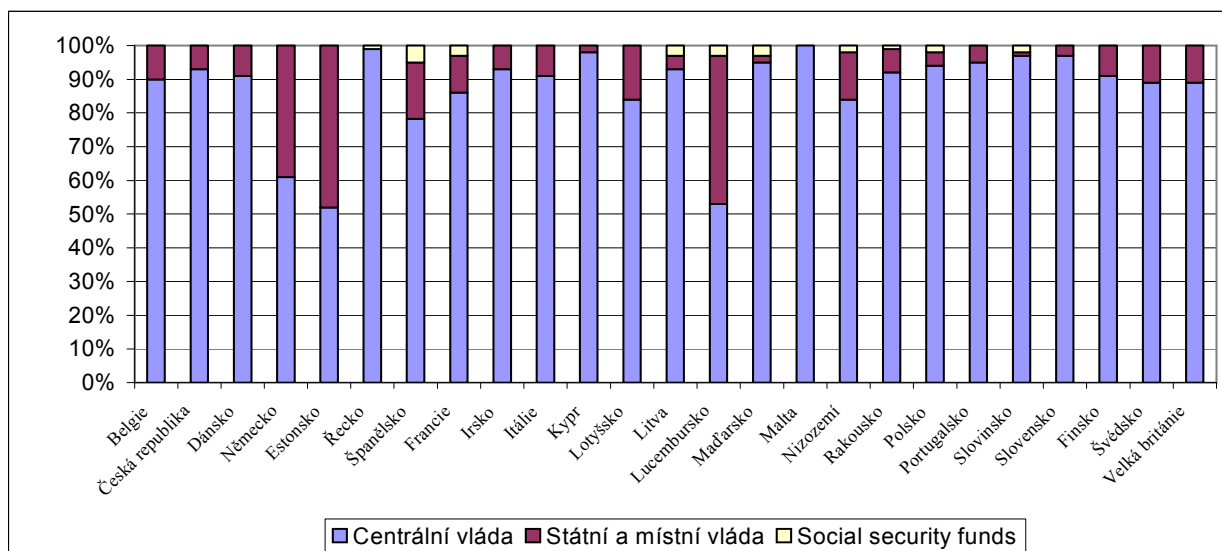
Obecně je centrální vláda zodpovědná za více než 80% vládního dluhu. Pouze Lucembursko tvořilo v roce 1998 výjimku s 35% podílem dluhu místní vlády. Ostatní členské státy bylo možné rozdělit do dvou skupin. V první skupině byly státy, jejichž dluh centrální vlády dosahoval v daném roce výše 82 až 85 procent (Francie, Nizozemí a Španělsko). Součástí druhé skupiny bylo všech 11 zbývajících států s více než 90% podílem. Příčinou nižšího podílu u Francie, Nizozemí a Španělska je poměrně vysoká míra autonomie místních vlád.[10]

Na základě současné metodiky ESA 95 je vládní sektor rozdělen do celkem čtyř vládních úrovní. Struktura vládního dluhu je rozdělena podle odpovědnosti jednotlivých hierarchicky uspořádaných stupňů na dluh centrální vlády, společně vykazovaný dluh státní vlády (federální státy Německo, Rakousko apod.) a místní vlády. Součástí jsou samozřejmě i výše zmiňované fondy sociálního zabezpečení. Ve Velké Británii, na Maltě a na Kypru tvoří fondy sociálního zabezpečení samostatnou kategorii (jsou součástí dluhu centrální vlády).

V roce 2003 byl podíl centrální vlády nejvyšší v těchto zemích, Malta (100%), Řecko (99%), Kypr (98%), Slovinsko a Slovensko (97%) atd. Pouze v Estonsku, Lucembursku a Německu hrály státní a místní vlády důležitější roli. V Estonsku tvořil jejich podíl 48%, v Lucembursku 44% (v roce 1998 35%) a v Německu 39%. Na základě upravené metodiky došlo v Německu k výraznému nárůstu (státní dluh jednotlivých federálních států již není

zahrnován do dluhu centrální vlády, ale tvoří novou kategorii společně s dluhem místních vlád).[13]

Graf č. 4: Struktura vládního dluhu podle jednotlivých vládních úrovní (2003)



Zdroj: Eurostat [13]

2.4.2 Struktura vládního dluhu podle typu finančních instrumentů

Metodika ESA 79 rozlišovala celkem čtyři druhy finančních instrumentů, které byly používány k úhradě dluhu: krátkodobé cenné papíry (pokladniční poukázky), dlouhodobé cenné papíry (dluhopisy), krátkodobé a dlouhodobé půjčky (úvěry), depozita a oběživo. Od 90. let minulého století až do současné doby je zaznamenáván průběžný nárůst podílu dlouhodobých dluhových instrumentů na úkor ostatních.

V roce 1998 mělo devět členských států EU podíl dlouhodobých dluhových instrumentů na celkovém dluhu mezi 72 až 76 procenty (Francie, Nizozemí, Švédsko, Rakousko, V. Británie, Belgie, Itálie, Portugalsko a Řecko). Pouze dvě země měly podíl vyšší, Finsko (84%) a Dánsko (92%). Podíl u zbývajících pěti států se pohyboval v rozmezí 54% (Německo) až 66% (Španělsko).[10]

Krátkodobé cenné papíry byly druhým nejpoužívanějším prostředkem financování pro pět států, z nichž podíl u čtyř přesahoval 10% (Belgie, Itálie, Španělsko a Švédsko). Bankovní úvěry (půjčky) představovaly druhý nejvýznamnější finanční nástroj pro osm zemí. V pěti státech se podíl pohyboval okolo 25% (Rakousko, Nizozemí, Irsko, Německo a Lucembursko). Depozita znamenala druhý nejdůležitější prostředek pro V. Británii (18%) a Portugalsko (14%).

Podle současné metodiky ESA 95 se na struktuře vládního dluhu podílí tři skupiny finančních instrumentů, které jsou využívány k jeho úhradě. Mezi tyto nástroje patří cenné

papíry (dluhopisy, pokladniční poukázky atd.), které byly sloučeny do jedné kategorie, dále půjčky, oběživo a vklady.

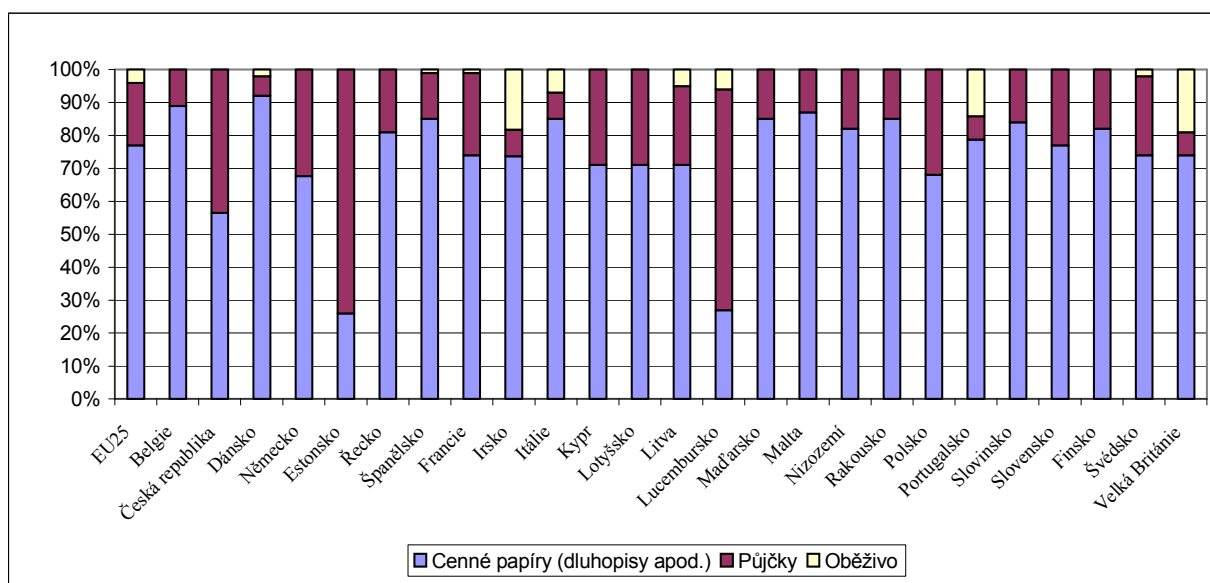
Cenné papíry zahrnují dluhové cenné papíry emitované vládními institucemi. Jedná se zejména o státní pokladniční poukázky (s dobou splatnosti do 1 roku), státní střednědobé a dlouhodobé dluhopisy (s dobou splatnosti delší než 1 rok), dále směnky vydané Ministerstvem financí, komunální dluhopisy apod. Půjčky zahrnují přijaté návratné peněžní prostředky s původní dobou splatnosti do 1 roku (krátkodobé) a splatností delší než 1 rok (dlouhodobé). Jedná se zejména o bankovní úvěry, přijaté zahraniční půjčky apod.

Jak bylo uvedeno výše, pro většinu zemí je v současné době dominantní využívání různých forem cenných papírů k financování dluhu. Nejvyšší podíl v roce 2003 zaznamenalo Dánsko (93%), dále Belgie (88%), Malta (87%), Španělsko, Itálie, Maďarsko a Rakousko (85%), nejnižší Estonsko (26%) a Lucembursko (27%). Nízký podíl v Estonsku a Lucembursku je dán financováním dluhu pomocí půjček, které jsou v tomto případě méně nákladné a více flexibilní než emise dluhopisů.[13]

V rámci nově integrovaných zemí byly dříve mnohem častěji k financování dluhu využívány zejména půjčky. Tato skutečnost byla dána poměrně málo rozvinutými trhy s cennými papíry v těchto zemích. Současným trendem je však viditelný rozvoj obchodování s různými dluhovými instrumenty, tzn. nárůst podílu dluhových cenných papírů.

Podíl oběživa byl v tomto období málo významný a ve většině zemí se dokonce nevyskytovalo vůbec (např. Německo, Estonsko, Kypr, Lotyšsko, Česká republika, Rakousko atd.). Výjimkami byly pouze Velká Británie (19%), Irsko (18%) a Portugalsko (14%).

Graf č. 5: Struktura vládního dluhu podle typu instrumentu (2003)



Zdroj: Eurostat [13]

2.4.3 Struktura vládního dluhu podle věřitelů

Strukturu vládního dluhu lze vyjádřit i podle věřitelů, kteří jsou držiteli jednotlivých finančních instrumentů. Držitele dluhu můžeme dělit na domácí subjekty (finanční instituce, nefinanční společnosti, domácnosti a neziskové organizace sloužící domácnostem) a zahraniční subjekty. Podle toho, který subjekt je držitelem vládního dluhu rozlišujeme domácí a zahraniční dluh.

V roce 2004 byl zaznamenán největší podíl domácích finančních společností jako primárního držitele dluhových instrumentů v Lucembursku (100%), dále pak v České republice (73,8%) a na Slovensku (70,8%).

Pro členské státy EU je v současnosti nejvíce charakteristickým rysem rostoucí podíl zahraničního dluhu. K tomuto vývoji velice významně přispívá mezinárodní integrace finančních trhů. Finsko mělo v roce 2004 se zhruba 80% nejvyšší podíl zahraničního dluhu (v roce 1998 60%). Mezi další země, ve kterých byl podíl rovněž velmi vysoký, patřilo Irsko (72,0%) a Rakousko (70,4%). Vysoký podíl finského zahraničního dluhu je dán zejména mezinárodním prodejem cenných papírů. Z daného podílu lze usoudit, že pro zahraniční subjekty je finský trh s cennými papíry značně atraktivní.

Struktura věřitelů se v nově integrovaných členských státech v rámci jednotlivých zemí lišila. Nejvyšší zahraniční dluh měla v roce 2004 Litva společně s Estonskem a jeho podíl se pohyboval okolo 60%. Naopak mezi země s nejmenším podílem patřila Česká republika spolu se Slovenskem, jejichž podíl se pohyboval nad hladinou 20%. [12]

2.4.4 Struktura vládního dluhu podle doby splatnosti

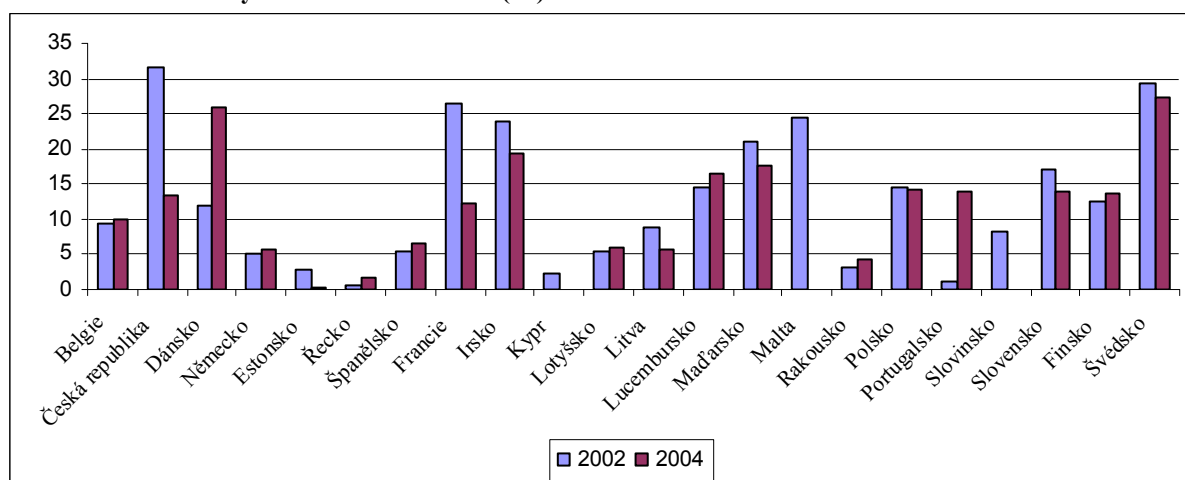
Vládní dluh podle doby splatnosti lze vyjádřit nejčastěji jako dluh krátkodobý anebo dlouhodobý. Jednotlivé členské státy vydávají finanční instrumenty s různými délkami jejich splatnosti. Například některé země vykazují vládní dluh pouze ve dvou kategoriích, buď se splatností do jednoho roku, anebo se splatností delší než jeden rok (např. Belgie, Řecko). Francie využívá dvě kategorie dlouhodobé splatnosti. První z nich je se splatností od 7 do 10 let, druhá se splatností delší než 30 let atd.

V Rakousku a Řecku se krátkodobý dluh v roce 2002 podílel na celkovém dluhu méně než 5% (Řecko 0,7% a Rakousko 3,1%) a jeho podíl se udržel na podobně nízké úrovni i v roce 2004. Naopak v Irsku, Švédsku a Francii byl podíl krátkodobého dluhu v roce 2002 vyšší než 20%. V následujícím období byl však zaznamenán pokles (zejména v případě Francie byl velmi významný).

V rámci nově integrovaných zemí byl v roce 2002 relativně nízký podíl krátkodobého dluhu na Kypru (2,4%), v Estonsku (2,8%) a v Lotyšsku (5,4%). Naopak nejvyšší podíl byl v České republice (31,7%), na Maltě (24,5%) a v Maďarsku (21,1%). V roce 2004 ale došlo v ČR k velmi významnému poklesu. Některé země, které se potýkají s vysokou inflací, mají obecně nižší podíl dlouhodobého dluhu.

Průměrná splatnost vládního dluhu se v členských státech v roce 2002 pohybovala v rozmezí od 3 do 7 let s výjimkou Velké Británie, která měla splatnost delší než 11 let. Nové členské státy mají obvykle nižší průměrnou splatnost, která je dána méně rozvinutými trhy s cennými papíry v těchto zemích.

Graf č. 6: Krátkodobý vládní dluh zemí EU (%)²⁵



Zdroj: data Eurostatu [11,12]

²⁵ Tabulka neobsahuje data pro Itálii, Nizozemí a Velkou Británii a u Kypru, Malty a Slovinska neobsahuje údaje z roku 2004.

3 Objem a struktura státního dluhu ČR

3.1 Vývoj objemu státního dluhu ČR

Úroveň veřejného zadlužení byla na počátku transformace nízká, což odrážela i relativně příznivá výše veřejného dluhu. Česká republika převzala po rozpadu bývalé Československé federace závazky v poměru počtu obyvatel (2/3 závazků). Celkový vnitřní veřejný dluh České republiky činil zhruba 86 mld. Kč.

Hrubé státní zahraniční zadlužení činilo celkem 73 mld. Kč (téměř 50% hodnoty celkového dluhu), z toho 24 mld. převzatých po rozpadu federace a zhruba 50 mld. starších závazků ČSOB, která realizovala finanční operace federální vlády. K 1. 1. 1993 činila tedy celková výše hrubého vládního dluhu ČR přibližně 159 mld. Kč. Tento objem se postupně zvolna snižoval ke 155 mld. Kč a kolem této hodnoty se pohyboval až do roku 1996.

Řízení dluhové služby nemělo v tomto období příliš velký prostor k rozvoji emisní činnosti. Česká národní banka kladla po dohodě s Ministerstvem financí ČR důraz na vydávání instrumentů peněžního trhu s krátkodobou splatností, aby zamezila přílivu krátkodobého kapitálu ze zahraničí. Státní pokladniční poukázky dosahovaly zhruba dvoutřetinového podílu na celkovém státním dluhu. Vzhledem ke skutečnosti, že státní dluh v tomto období stagnoval, nebyl kladen důraz na emisní činnost na kapitálovém trhu.

V následujícím období se dynamika růstu státního dluhu začala prudce zvyšovat a v roce 2003 dosahovala nominální výše dluhu již 493 mld. Kč. Oproti roku 2002 se státní dluh zvýšil o téměř 100 mld. Kč. Tento meziroční přírůstek dluhu byl historicky největší a ve srovnání s rokem 2002 se celkový dluh zvýšil o téměř 25%. Zvýšení dluhu bylo způsobeno především vývojem rozpočtového hospodaření, přičemž schodek státního rozpočtu činil v tomto roce 109 mld. Kč. Domácí dluh tvořil více než 97% objemu celkového dluhu, absolutní většina státního dluhu byla tedy v rukou domácích subjektů.

Objem zahraničního dluhu byl zhruba 3% (oproti roku 1993 kdy dosahoval téměř 50%) a jeho převážnou většinu tvořily úvěry od Evropské investiční banky. Na strukturu státního dluhu se nejvíce podílely státní střednědobé a dlouhodobé dluhopisy (64,7%) a státní pokladniční poukázky (32,5%). To znamená, že v České republice tvořil v roce 2003 krátkodobý dluh již pouze zhruba třetinu celkového dluhu.

Od roku 2000 Ministerstvo financí uplatňuje zcela novou strategii zaměřující se na jednoduchost a průhlednost emisní činnosti a efektivní podporu tržní likvidity vydávaných

dluhopisů. Hlavním důvodem pro vydávání střednědobých a dlouhodobých dluhopisů nebyla jenom změna tržní situace, ale zejména výrazně rostoucí výpůjční požadavky vlády. Bylo rozhodnuto o vydávání dluhopisů se splatností 3, 5, 7, 10 a později i 15 let.

Nově vzniklý trend prudkého nárůstu výše státního dluhu pokračoval i v následujících letech. V roce 2004 se zvýšil o dalších 100 mld. a dosáhl tak celkové výše 593 mld. Kč. Došlo k významnému nárůstu podílu zahraničního dluhu na celkovém státním dluhu na téměř 12%. Podíl střednědobých a dlouhodobých dluhopisů vzrostl na 67%. Naopak podíl státních pokladničních poukázek se rasantně snížil na 21%.

V roce 2005 státní dluh opětovně vzrostl o téměř 100 mld. na 691,2 mld. Kč. Podíl zahraničního státního dluhu vzrostl již na 15,2%. Podíl střednědobých a dlouhodobých dluhopisů přesáhl již hranici 70%, naopak podíl státních pokladničních poukázek se opět významně snížil na 13,6%.

Tabulka č. 8: Struktura a vývoj státního dluhu v mld. Kč (1993 – 2005)

Rok	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
STÁTNÍ DLUH CELKEM	158,8	157,3	154,4	155,2	173,1	194,7	228,4	289,3	345	395,9	493,2	592,9	691,2
Domácí dluh	86,4	90,2	101,2	110,9	134,8	170	207,1	269,6	336,2	386,7	479,9	522,6	581,8
Státní pokladniční poukázky (SPP)	17	23,8	42	62,6	70,9	99,8	130,1	165,3	186,6	164,1	160,6	125,5	94,2
Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy (SDD)	19,5	28,3	41,7	43,9	57,9	70	77	104,3	149,6	222,6	319,3	397	487,5
Ostatní zdroje	49,9	38,1	17,6	4,3	6	0,2	0	0	0	0	0	0	0,0
Zahraněční dluh	72,4	67,1	53,1	44,3	38,3	24,6	21,2	19,7	8,8	9,2	13,3	70,3	109,4
Eurobondy	0,0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	48,8	78,9
Půjčky na podporu platební bilance	24,4	24,5	23,8	23,3	20,9	11,4	11,3	9,6	7,2	5,2	0	0	0,0
Půjčky od EIB	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2,5	11,7	20,7	29,7
Závazky ČSOB v konvertibilních měnách	38,4	33	19,8	11,5	7,8	3,4	0,1	0,1	0	0	0	0	0,0
Závazky ČSOB v nekonvertibilních měnách	8,9	8,9	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,9	0,1	0	0	0	0,0
Směnky pro úhradu účasti u EBRD a IBRD	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	1	1,1	1,2	1,5	1,6	1,6	0,9	0,8

Zdroj: Ministerstvo financí ČR [22]

Významný nárůst podílu zahraničního dluhu od roku 2004 je zapříčiněn vydáváním tzv. eurobondů (dluhopisy vydávané a obchodované v eurech). V červnu roku 2004 byla uskutečněna emise eurobondů ve výši 1,5 mld. euro se splatností na 10 let a v březnu 2005 další 1 mld. euro se splatností na 15 let.

Strategickými důvody pro emitování eurobondů jsou podle Ministerstva financí ČR především rozšíření poptávky a diverzifikace portfolia investorů, zmírnění nabídkového tlaku

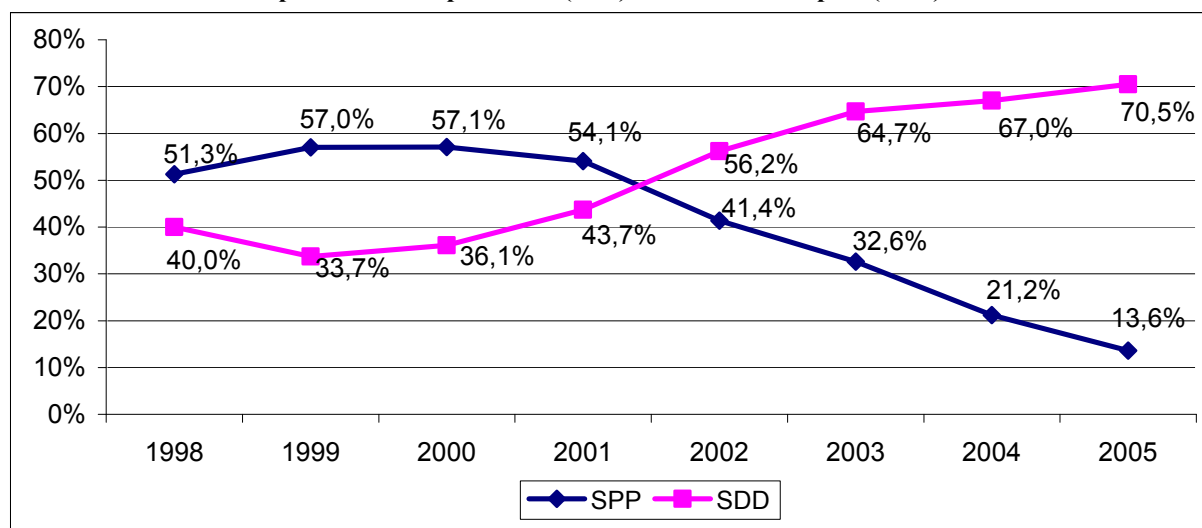
MF na domácím trhu a snížení nákladů na domácí financování ve střednědobém horizontu, prodloužení průměrné splatnosti státního dluhu, posilování pozice kredibilního emitenta na konkurenčním zahraničním trhu apod.

Pokud shrneme výše popsany vývoj, zjistíme, že po roce 1997 (zejména od roku 2002) dochází k rasantnímu nárůstu objemu státního dluhu ČR. Relativní váha dluhu je sice prozatím poměrně nízká, ale tempo růstu jeho objemu, kdy dochází v posledních letech k periodickému nárůstu o 100 mld. Kč ročně, je varující.

Po roce 1999 začalo docházet k výraznému nárůstu objemu střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na úkor státních pokladničních poukázek. To znamená, že v České republice dochází k poklesu podílu krátkodobého dluhu a zároveň k nárůstu dluhu dlouhodobého.

V roce 1999 tvořil podíl střednědobých a dlouhodobých dluhopisů pouze 33,7% z celkové výše dluhu, ale v roce 2003 již 64,7% a v roce 2005 dokonce 70,5%. Naopak podíl státních pokladničních poukázek na celkovém státním dluhu dlouhodobě klesá a v roce 2005 činil již pouze 13,6%. Tento trend nárůstu dluhopisů s dlouhodobou splatností se očekává i do budoucna.

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



Zdroj: data Ministerstva financí ČR [22]

3.2 Příčiny růstu českého veřejného zadlužení

Od vzniku samostatné České republiky (zejména od roku 1997) představuje vývoj veřejného zadlužení velice závažný problém, kterému je potřeba věnovat patřičnou pozornost. „Pravda, nejsou to jenom příčiny reálného zadlužení státu, ale do určité míry i důsledek

zvyšující se transparentnosti veřejných rozpočtů. Nejde jen o nové problémy, ale jde i o odkrývání starých problémů, které jsou dnes vydávány v naprosté nahotě.“²⁶

Základním problémem českého veřejného zadlužení je podle P. Dvořáka²⁷ fakt, že příčinou rostoucího objemu dluhu nejsou produktivní investice, které by v budoucnosti vytvářely příjmy umožňující veřejný dluh společně s úroky splácet, ale především neúspěšné investice, spotřeba a zčásti také import. To znamená, že český veřejný dluh je spojen s převážně neproduktivními výdaji.

V ČR lze podle autora identifikovat dva hlavní kanály, které vedou k nárůstu veřejného dluhu. První příčinou jsou běžné deficity státního rozpočtu (v posledních několika letech se většinou pohybují v rozmezí 50 až 100 mld. Kč ročně). Důležitá je skutečnost, že v případě deficitu státního rozpočtu je příčina nárůstu veřejného dluhu jasně viditelná. Leží přímo uvnitř systému veřejných financí, který podléhá parlamentní kontrole (tzn. veřejné kontrole).

Druhou příčinou vzniku veřejného dluhu je přebírání dluhů jiných ekonomických subjektů (státních, polostátních či soukromých) státem. V tomto případě se jedná o příčinu růstu veřejného dluhu, která leží mimo systém veřejných financí (většinou i mimo veřejnou kontrolu). Tento proces transformace nesplácených soukromých dluhů do dluhu veřejného je někdy označován jako „*socializace soukromých dluhů*.“²⁸

Zejména v souvislosti se státní pomocí bankám byla masově převáděna pochybná bankovní aktiva (převážně nesplácené úvěry soukromých podniků) do tzv. transformačních institucí (Konsolidační banka, Česká inkasní apod.). Stát tak převzal obrovský objem nesplácených soukromých dluhů, tzn. že de facto dotoval neplatící dlužníky z veřejných prostředků (nejznámější je kauza IPB). Takto vzniklý veřejný dluh má absolutně neproduktivní charakter a vede ke vzniku morálního hazardu.

Další poměrně závažnou příčinou růstu českého veřejného zadlužení, která se objevuje zejména v posledních letech, je zvyšující se úroková zátěž spojená s růstem objemu veřejného dluhu. Namísto společensky žádoucích investic např. do rozvoje infrastruktury, vědy a výzkumu, školství apod., je stále větší část veřejných finančních prostředků využívána ke krytí narůstajících nákladů spojených s dluhovou službou.

Podle mého názoru je současné vládní hospodaření velmi neefektivní a nesystémové, a v konečném důsledku bude znamenat řadu závažných problémů pro budoucí vládní kabinet.

²⁶Janota E.: Růst veřejného dluhu v ČR (seminář Růst veřejného dluhu v ČR, 4. 6. 2001, Praha)

²⁷Dvořák P.: Vybrané problémy hospodářské politiky, Oeconomica, 2005, str. 92

²⁸Tento proces byl takto označen v souvislosti s měnovou krizí v Mexiku v roce 1994.

Je nutné věnovat pozornost celé oblasti veřejných financí, provést řadu reforem např. ve zdravotnictví, v oblasti důchodového zabezpečení apod. Je důležité se zaměřit zejména na redukci výdajové strany rozpočtu, např. změnit současnou sociální politiku státu (zjednodušit celý systém podpory, zejména zpřísnit systém poskytování nejrůznějších dávek sociální podpory apod.).

Za velice důležitou otázku (především v souvislosti s omezováním mandatorních veřejných výdajů) považuji i výchovu budoucích generací. Žádoucí je změna určitých ustálených vzorců chování či způsobů myšlení jednotlivých lidí, které jsou v současné době do značné míry stále ovlivněny předlistopadovou ideologií. Jedná se o to, aby většina občanů přijala větší odpovědnost sama za sebe a nespolehala se pouze na pomoc ze strany státu.

3.3 Důsledky růstu českého veřejného zadlužení

Veřejný dluh se většinou velmi snadno a rychle zvyšuje, ale na druhou stranu velmi obtížně a pomalu snižuje. „*Při určitém zjednodušení lze říci, že neexistuje žádná vládou vynutitelná a současně dostatečně účinná strategie řešení tohoto problému.*“²⁹ V případě, že relativní váha veřejného dluhu dosáhne podobné míry jako např. v Belgii či Itálii, existuje zde velmi reálné riziko vzniku tzv. domácí dluhové pasti (souběžný nárůst úrokových měr a pokles tempa hospodářského růstu).

Závažným důsledkem zvyšování veřejného dluhu je rostoucí úroková zátěž, která zvyšuje rozpočtovou tenzi a významně přispívá k nárůstu objemu mandatorních výdajů. Úrokové náklady státního dluhu neustále rostou (v roce 2005 dosáhl objem úroků více než 25 mld. Kč).

S růstem veřejného zadlužení zároveň dochází k výrazné deformaci domácího portfolia se silným vytlačovacím efektem neproduktivního státního dluhu ve vztahu k potenciálně efektivním soukromým investicím. Jednotlivé ekonomické subjekty mnohdy upřednostní nákup státních cenných papírů s poměrně vysokým výnosem a nízkým rizikem. Tyto prostředky by se však daly investovat mnohem efektivněji.

30 procentních bodů do evropského průměru relativní váhy vládního dluhu se zdá být dostatečným prostorem pro případné další zvyšování dluhu. Reálně zde však podle P. Dvořáka prostor pro umístění takového objemu vládních dluhopisů není. Domácí kapitálový trh je do značné míry nasycen, tzn., že v posledních letech dochází ke zvýšené externalizaci dluhu (nárůst podílu zahraničního dluhu).

²⁹ Dvořák P.: Vybrané problémy hospodářské politiky, Oeconomica, 2005, str. 92

3.4 Struktura státního dluhu ČR

V této části se pokusím identifikovat základní tendence ve vývoji struktury státního dluhu ČR v posledních deseti letech. Předtím je však nutné definovat, jakým způsobem se vlastně státní dluh ČR rozděluje a dále charakterizovat jednotlivé nástroje, které jsou používány k jeho krytí.

3.4.1 Dělení státního dluhu

Hrubý státní dluh tvoří zhruba 90% hrubého dluhu centrální vlády. Do státního dluhu není zařazen dluh mimorozpočtových fondů, fondů sociálního a zdravotního pojištění a dluh jednotlivých municipalit (krajů a obcí). Do státního dluhu nejsou rovněž zařazeny státní záruky, které spravuje přímo státní rozpočet.

Podle zdrojů Ministerstva financí je v České republice státní dluh rozčleněn následujícím způsobem.[19]

Nepodmíněné závazky státu (celkový státní dluh):

I. Dluh domácí a dluh zahraniční (podle místa vzniku)

Domácí dluh je kryt:

- státními pokladničními poukázkami pro řízení rozpočtové likvidity,
- státními pokladničními poukázkami pro financování dlouhodobého dluhu,
- střednědobými a dlouhodobými státními dluhopisy,
- dalšími domácími instrumenty, např. přímými úvěry.

Zahraniční dluh je složen z:

- eurobondů (cenné papíry vydávané v zahraničních měnách),
- směnek vydaných k úhradě členství v IBRD a EBRD,
- půjček od Evropské investiční banky,
- dalších zahraničních nástrojů.

II. Dluh obchodovatelný a neobchodovatelný

Obchodovatelný dluh tvoří:

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

Neobchodovatelný dluh

Po rozdělení Československé federace v roce 1993 převzala ČR 2/3 bývalých federálních dluhů na knihy státního dluhu. V současnosti je veškerý neobchodovatelný dluh výhradně zahraničním dluhem. Do roku 1998 se neobchodovatelný dluh podílel i na domácím dluhu (např. přímý úvěr od centrální banky či přímé úvěry od obchodních bank), ten však byl

přeměněn na tuzemský tržní dluh. Zahraniční neobchodovatelný dluh tvoří zejména bankovní úvěry od Evropské investiční banky a směnky pro úhradu účasti u IBRD a EBRD, které mají objemově okrajový význam.

Podmíněné závazky státu (státní záruky)

Státní záruky jsou poskytovány dle zákona č. 576/1990 Sb. Mají systémový charakter, přičemž největší zátěž způsobují poskytnuté záruky na bankovní sektor. Řízení a administrace státních záruk vlády není v kompetenci jednotky Řízení státního dluhu. Státní záruky jsou plánovány, spravovány a plněny přímo odborem Státního rozpočtu Ministerstva financí.

3.4.2 Finanční nástroje

Emitentem státních dluhopisů je podle zákona O dluhopisech (č. 190/2004 Sb., §25, odst. 1) Ministerstvo financí, které zastupuje stát. K financování krátkodobého státního dluhu se využívají státní pokladniční poukázky prodávané na peněžním trhu (krátkodobé dluhopisy se splatností uvedenou v měsících, maximálně však do 1 roku). Na kapitálovém trhu jsou vydávány střednědobé a dlouhodobé dluhopisy se splatností delší než 1 rok, které jsou využívány především k financování dlouhodobého státního dluhu.[20]

Na domácím trhu jsou státní dluhopisy prodávány aukcemi, které je povinna podle zákona technicky zabezpečit Česká národní banka. V aukci má každý kupující subjekt právo nabídnout v konkurenčním prodeji výnos i požadovaný objem, který chce nakoupit, v nekonkurenčním prodeji pouze požadovaný objem.

3.4.2.1 Charakteristika státních pokladničních poukázek

- Jedná se o dluhopisy peněžního trhu, které jsou vydávány bez kupónů a prodávány za nižší cenu než je jejich jmenovitá hodnota (výnos tvoří rozdíl mezi emisní cenou a jmenovitou hodnotou),
- jmenovitá hodnota je 1 milion korun českých,
- jsou vydávány ve čtyřech standardních splatnostech (13, 26, 39 a 52 týdnů), na doručitele v zaknihované podobě,
- evidenci jejich majitelů vede Česká národní banka,
- jsou prodávány holandskou aukcí (uniform price auction), každý měsíc jsou obvykle uspořádány tři aukce,
- aukce jsou pravidelně vyhlašovány na webových stránkách Ministerstva financí ČR, na stránkách ČNB, jejich konání oznamují agentury Reuters a Bloomberg, dále ČTK, Hospodářské noviny apod.,

- jsou prodávány pouze členům skupiny přímých účastníků aukcí SPP, sekundární trh je využívá k REPO operacím.

3.4.2.2 Charakteristika střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů

- Jedná se o fixně úročené dluhopisy s ročními výplatami kupónů,
- ke splacení jistiny dochází ve stanovený den splatnosti, předběžné splacení není možné,
- dluhopisy každé emise jsou zastupitelné (fungible),
- jmenovitá hodnota je 10 000 korun českých,
- jsou vydávány ve standardních splatnostech na 3, 5, 10 a 15 let, na doručitele v zaknihované podobě,
- evidovány Střediskem cenných papírů,
- jsou prodávány v primárních aukcích prostřednictvím elektronického systému Bloomberg (měsíčně jsou obvykle uspořádány dvě aukce),
- aukce jsou pravidelně vyhlašovány na webových stránkách Ministerstva financí ČR, na stránkách ČNB, jejich konání oznamují agentury Reuters a Bloomberg, dále ČTK, Hospodářské noviny apod.,
- v den konání aukce se prodává pouze jeden dluhopis s jednou splatností,
- jsou prodávány pouze členům skupiny přímých účastníků těchto aukcí.

Dalšími finančními nástroji, které se v souvislosti s krytím státního dluhu používají, jsou repo operace používané k řízení likvidity a derivátové operace.

3.4.3 Struktura státního dluhu podle typu instrumentu

Základní finanční instrumenty, které se dominantním způsobem podílí na struktuře státního dluhu, jsme si detailně představili v předcházející části. Jedná se o státní pokladniční poukázky se splatností do jednoho roku (SPP) a střednědobé a dlouhodobé dluhopisy (SDD) se splatností delší než jeden rok.

Při pohledu na vývoj v poslední dekádě (viz tabulka číslo 9) lze identifikovat několik velice významných a důležitých trendů v souvislosti s měnící se strukturou státního dluhu. Základním trendem, který se objevoval až do roku 1999, byl znatelný nárůst podílu finančních instrumentů s krátkodobou splatností. V daném období byly vydávány pouze dva druhy dluhopisů se splatností delší než jeden rok (státní dluhopisy na 2 roky a 5 let).

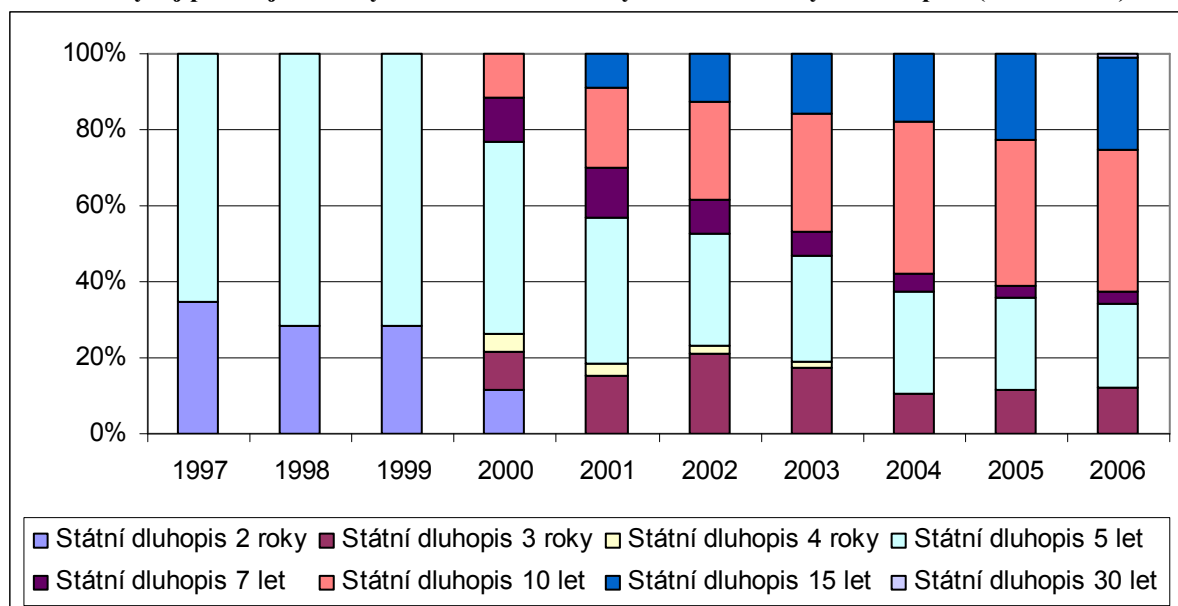
Tabulka č. 9: Státní dluhopisy podle typu instrumentu v % (1997 – 2006)³⁰

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Dluhopisy celkem	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Státní pokladniční poukázky	55,04	58,77	62,83	61,31	55,51	42,43	33,46	21,97	14,27	11,00
SPP 13 týdnů	16,61	27,4	24,56	25,21	16,57	7,5	6,77	3,5	1,96	2,18
SPP 26 týdnů	13,11	8,83	12,26	14,59	9,04	8,95	7,04	3,23	2,06	2,31
SPP 39 týdnů	13,58	13,13	15,88	12,98	11,54	9,42	7,37	5,25	4,12	2,09
SPP 52 týdnů	7,77	9,41	10,14	8,53	18,36	16,57	12,28	10	6,13	4,43
Ostatní	3,98	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy	44,96	41,23	37,17	38,69	44,49	57,57	66,54	78,03	85,73	89,00
Státní dluhopis 2 roky	15,52	11,78	10,62	4,45	-	-	-	-	-	-
Státní dluhopis 3 roky	-	-	-	3,83	6,76	12,08	11,46	8,4	10,09	10,93
Státní dluhopis 4 roky	-	-	-	1,85	1,49	1,29	1,04	-	-	-
Státní dluhopis 5 let	29,44	29,45	26,55	19,66	16,95	16,81	18,55	20,76	20,46	19,49
Státní dluhopis 7 let	-	-	-	4,45	5,95	5,17	4,17	3,5	3,03	2,76
Státní dluhopis 10 let	-	-	-	4,45	9,3	14,81	20,9	31,53	32,78	33,27
Státní dluhopis 15 let	-	-	-	-	4,05	7,4	10,42	13,84	19,37	21,8
Státní dluhopis 30 let	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,75

Zdroj: data Ministerstva financí ČR [23]

V následujícím období se však objevil zcela opačný vývojový trend, který pokračuje i v současné době. Dochází ke značnému poklesu podílu státních pokladničních poukázek na celkové struktuře státního dluhu a naopak k nárůstu podílu střednědobých a dlouhodobých dluhopisů. Podíl státních pokladničních poukázek dosahoval v roce 1999 výše 62,83% ze všech dluhových finančních instrumentů, ale ke konci listopadu roku 2006 již pouhých 11%.

Graf č. 8: Vývoj podílu jednotlivých druhů střednědobých a dlouhodobých dluhopisů (1997 – 2006)



Zdroj: data Ministerstva financí ČR [23]

³⁰ Platnost k 31. 12. příslušného roku, rok 2006 k 31. 11.

Od roku 1999 se prodlužuje doba splatnosti vydávaných dluhopisů. V současné době ve struktuře zcela jasně začínají dominovat státní dluhopisy se splatností na 10 a 15 let (celkový podíl v rámci všech instrumentů zhruba 55%, v rámci střednědobých a dlouhodobých dluhopisů více než 60%). V roce 2006 zároveň proběhla i první emise dluhopisů s celkovou dobou splatnosti v délce 30 let.

3.4.4 Struktura státního dluhu podle doby splatnosti

Obsahem této kapitoly, která bezprostředně navazuje na předcházející část týkající se jednotlivých finančních instrumentů, je bližší pohled na strukturu státního dluhu z hlediska doby splatnosti. Podle základního členění rozlišujeme krátkodobý dluh (splatnost do 1 roku) a dlouhodobý dluh (splatnost delší než 1 rok).

Při bližším pohledu na vývoj doby splatnosti státních dluhových cenných papírů v období 2000 až 2005 lze identifikovat významný vývojový trend. Od roku 2000 dochází k výraznému nárůstu podílu dlouhodobého dluhu. Tato skutečnost je dána zejména emitováním státních dluhopisů s prodlužující se dobou splatnosti (viz graf číslo 8). Ke konci roku 2005 tvořil podíl krátkodobého dluhu podle reziduální splatnosti již pouze zhruba 23%.

V rámci sledovaného období se celkový podíl státních dluhopisů s reziduální splatností do 3, 5 či 7 let příliš nezměnil, naopak došlo k velmi výraznému nárůstu podílu dluhopisů s delší dobou splatnosti. Zatímco v roce 2000 tvořil podíl dluhopisů se splatností od 7 do 10 let pouze necelých 5%, v roce 2005 již dosahoval výše 22%. Od roku 2001 jsou navíc emitovány dluhopisy s původní dobou splatnosti na 15 let. Jejich podíl velice prudce roste a ke konci roku 2005 se pohyboval již těsně pod hranicí 20%.

Podle vývoje zaznamenaného v posledních letech lze předpokládat, že podíl dluhopisů s dlouhodobou splatností (tedy i celková doba splatnosti státního dluhu) se bude i nadále zvyšovat.

Tabulka č. 10: Státní dluhopisy podle reziduální doby splatnosti (2000 – 2005)³¹

Reziduální splatnost	2000		2001		2002		2003		2004		2005	
	Objem mil. Kč	% celku	Objem mil. Kč	% celku	Objem mil. Kč	% celku	Objem mil. Kč	% celku	Objem mil. Kč	% celku	Objem mil. Kč	% celku
do 1 roku	187 275	69,47	201 642	59,97	191 788	49,60	199 582	41,59	147 545	25,82	152 249	23,05
1 – 3 roky	35 318	13,10	42 728	12,71	61 000	15,78	76 000	15,84	96 000	16,80	97 682	14,79
3 – 5 let	23 000	8,53	27 000	8,03	48 000	12,41	54 000	11,25	68 619	12,01	87 186	13,20
5 – 7 let	12 000	4,45	20 000	5,95	0	0,00	21 000	4,38	71 272	12,47	50 272	7,61
7 – 10 let	12 000	4,45	31 272	9,30	57 272	14,81	79 272	16,52	108 891	19,06	145 282	21,99
10 – 15 let	0	0,00	13 603	4,05	28 603	7,40	50 000	10,42	79 052	13,84	127 952	19,37

Zdroj: data ministerstva financí ČR [25]

³¹ Platnost k 31. 12. příslušného roku

3.4.5 Struktura státního dluhu podle typu držitele

Držiteli jednotlivých dluhových instrumentů jsou jak domácí subjekty, které se člení na nefinanční podniky, finanční instituce, vládní instituce, domácnosti a neziskové instituce, tak i nejrůznější zahraniční subjekty.

Převážnou část státního dluhu ČR tvoří tzv. domácí dluh, který je v držení domácích subjektů. Z hlediska jeho struktury jsou dominantním držitelem finanční instituce (měnové finanční instituce, finanční zprostředkovatelé, pojišťovací společnosti a penzijní fondy apod.), které mají v současné době ve svém vlastnictví téměř 75%. Mezi roky 1999 a 2003 dosahoval tento podíl dokonce hodnoty vyšší než 90%. Podíl ostatních domácích subjektů, zejména domácností a neziskových institucí, je velmi nízký.

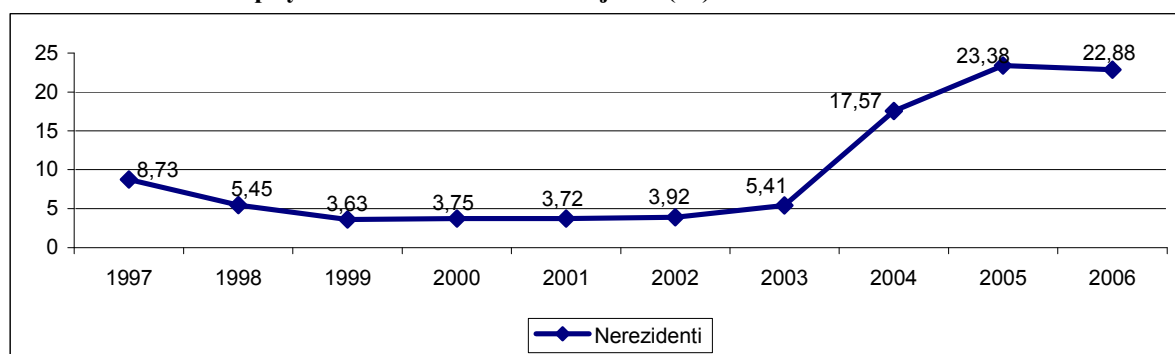
Tabulka č. 11: Státní dluhopisy podle typu držitele v % (1997 – 2006)³²

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Dluhopisy celkem	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Nefinanční podniky	10,66	5,12	2,12	1,71	2,22	4,21	1,13	0,93	0,73	0,67
Finanční instituce a korporace	78,50	87,39	92,31	92,16	92,40	90,93	91,99	80,04	74,33	74,79
Vládní instituce	0,06	0,80	0,88	1,61	1,06	0,86	1,38	1,34	1,33	1,42
Domácnosti	2,02	1,21	1,02	0,75	0,58	0,05	0,06	0,10	0,20	0,22
Soukromé neziskové instituce	0,03	0,03	0,04	0,02	0,02	0,03	0,03	0,02	0,03	0,02
Rezidenti celkem	91,27	94,55	96,37	96,25	96,28	96,08	94,59	82,43	76,62	77,12
Nerezidenti	8,73	5,45	3,63	3,75	3,72	3,92	5,41	17,57	23,38	22,88

Zdroj: data Ministerstva financí ČR [24]

Významným trendem, který se objevil po roce 2003, byl znatelný nárůst podílu zahraničního dluhu (dluhu v držení zahraničních subjektů) způsobený emisemi tzv. eurobondů. Zatímco v období 1999 – 2003 dosahoval zahraniční dluh velice nízké úrovně nad hranicí 3%, v současné době se jeho podíl pohybuje nad 22%. Pokračování tohoto trendu nárůstu zahraničního dluhu lze očekávat i do budoucna.

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



Zdroj: data Ministerstva financí ČR [24]

³² Platnost k 31. 12. příslušného roku, rok 2006 k 31. 10.

3.4.6 Struktura dluhu podle jednotlivých vládních úrovní

Ve většině zemí EU se podíl dluhu centrální vlády na celkovém vládním dluhu pohybuje zpravidla okolo 90%. Při pohledu na vývoj vládního dluhu ČR v období 1997 až 2005 lze tuto skutečnost potvrdit. Podíl státního dluhu ČR se ke konci roku 2005 pohyboval právě okolo 90%. Zbývajících zhruba 10% tvořil dluh územních samosprávných celků (podle ESA 95 dluh místní vlády).

Jak objem státního dluhu, tak i objem dluhu územních samosprávných celků, zaznamenaly v průběhu období velmi prudký nárůst. Konsolidovaný státní dluh ČR ke konci roku 2005 vzrostl na 684,2 mld. Kč a dluh územních samosprávných celků na 82,2 mld. Kč.

Dluh zdravotních pojišťoven, který má dlouhodobě pouze zanedbatelný podíl, dosáhl na konci období výše pouze 0,2 mld. Kč. Poměrně významný byl v roce 1997 dluh mimorozpočtových fondů, který dosahoval výše 17,2 mld. Kč (podíl 8% na celkovém vládním dluhu). Postupem času se však tento dluh snižoval až na velmi nízkou hodnotu 2,4 mld. Kč v roce 2005.

Tabulka č. 12: Struktura vládního dluhu ČR (1997 – 2005)

		1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Dluh vládního sektoru	mld. Kč	226,2	249,5	284,9	343,8	414,4	453,2	562,9	665,0	769,0
- státní dluh (konsolidovaný)	mld. Kč	172,2	193,6	226,8	287,4	342,5	392,9	488,8	585,8	684,2
	podíl	0,76	0,78	0,80	0,84	0,83	0,87	0,87	0,88	0,89
- dluh zdravotních pojišťoven	mld. Kč	2,4	1,7	1,2	0,7	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2
	podíl	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
- dluh mimorozpočtových fondů	mld. Kč	17,2	15,0	16,6	14,3	22,4	3,2	2,2	1,2	2,4
	podíl	0,08	0,06	0,06	0,04	0,05	0,01	0,00	0,00	0,00
- dluh územních samosprávných celků	mld. Kč	34,4	39,2	40,3	41,4	49,0	56,7	71,6	77,8	82,2
	podíl	0,15	0,16	0,14	0,12	0,12	0,13	0,13	0,12	0,11

Zdroj: data Ministerstva financí ČR, metodika GFS 1986

3.5 Náklady obsluhy dluhu

Úrokové náklady státního dluhu měly od roku 1996 do roku 2004 rostoucí trend, avšak zdaleka ne tak dynamický jako státní dluh. Poměr úrokových výdajů na domácí a zahraniční dluh kopíruje vývoj vztahu těchto dvou dluhových položek. Z tohoto důvodu se úrokové náklady na domácí dluh v roce 2005 snížily, zatímco náklady na rostoucí zahraniční dluh vzrostly.

V letech 1996 až 1998 náklady na SPP poměrně výrazně převyšovaly náklady na SDD, což bylo dáno především zvyšujícím se podílem SPP v tomto období. V roce 1998 dosáhly náklady na SPP výše 11 mld. Kč a náklady na SDD výše 6,3 mld. Kč.

V následujícím období došlo k výrazné změně situace a v roce 2002 poprvé náklady na SDD výrazně převýšily náklady na SPP, což bylo dáno především zvyšujícím se podílem SDD na celkovém tržním dluhu. V roce 2005 tvořily náklady na SPP již pouze 2,71 mld. Kč, zatímco náklady na SDD byly vyšší než 20 mld. Kč.

Ke konci roku 2005 činily celkové úrokové náklady státního dluhu více než 25 mld. Kč. Rostoucí úrokové náklady představují velice nebezpečné zatížení výdajové strany státního rozpočtu.

Tabulka č. 13: Náklady státního dluhu ČR v mld. Kč (1993 – 2005)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Domácí dluh	10,74	9,74	9,41	11,69	15,64	17,28	15,21	16,81	16,54	18,3	20,92	26,07	22,95
<i>z toho:</i> SPP	1,24	2,19	3,21	7,01	11,1	11	7,15	8,52	8,74	6,68	4,09	4,23	2,71
SDD	1,57	2,21	3,1	4,07	4,48	6,28	8,06	8,29	7,79	11,62	16,84	21,84	20,24
Zahraniční dluh	4,32	3,94	3,85	2,35	1,95	1,27	0,9	0,57	0,45	0,33	0,41	0,69	2,38
Celkem	15,07	13,7	13,3	14,04	17,59	18,54	16,1	17,38	16,99	18,63	21,33	26,76	25,33

Zdroj: Ministerstvo financí ČR [26]

4 Vzájemné srovnání vývoje v Evropské unii a České republice

V závěrečné kapitole práce se nyní pokusím shrnout charakteristické vývojové trendy týkající se dluhové problematiky, které se v rámci EU v posledních letech objevily. Mezi nejdůležitější z nich patří poměrně rychlé tempo růstu objemu dluhu, dále růst podílu zahraničního dluhu, růst podílu dluhu centrální vlády a pokles podílu krátkodobého dluhu ve většině zemí. Provedu i vzájemné porovnání EU s ČR, jak z hlediska vývoje objemu a relativní váhy dluhu, tak i z hlediska struktury veřejného zadlužení.

4.1 Objem vládního dluhu v EU

Absolutní hodnota vládního dluhu se ve většině zemí EU, zejména v posledních letech, velmi rychle zvyšuje. Mezi země s nejvyšším zadlužením patří dlouhodobě Itálie, Německo a Francie, jejichž hrubý vládní dluh je v současné době vyšší než bilion euro (v Itálii a v Německu dokonce vyšší než 1,5 bilionu euro). Vládní dluh těchto tří zemí tvoří více než polovinu dluhu celé EU25 (konkrétně 4 170,8 mld. euro z celkových 6 876,6 mld. euro v roce 2005).

Naopak Estonsko, Lotyšsko, Lucembursko, Litva a Malta patří k zemím s nejnižší absolutní hodnotou veřejného zadlužení. V těchto zemích byla hodnota vládního dluhu výrazně nižší než 5 mld. euro, což je celkem logické pokud uvážíme, že všechny uvedené země jsou velmi malé (např. v porovnání s Německem, Francií či Itálií). Pro porovnání vývoje v jednotlivých zemích je však mnohem lepší sledovat tempo růstu dluhu než pouze jeho absolutní hodnotu.

K zemím s nejrychlejším tempem růstu v rámci EU patří ČR, ve které se vládní dluh v období 1998 až 2005 zvýšil více než čtyřikrát (ze 7,2 mld. euro na 31,2 mld. euro), dále Lotyšsko, Litva, Slovensko, Maďarsko a Řecko kde se vládní dluh více než zdvojnásobil.

Obecně můžeme konstatovat, že v nově integrovaných členských státech je absolutní hodnota dluhu v porovnání s původními patnácti státy výrazně nižší. Na druhou stranu je v těchto zemích tempo růstu dluhu viditelně rychlejší. Absolutní hodnota zadlužení však nepředstavuje nejvhodnější nástroj pro mezinárodní komparaci jednotlivých zemí, a proto se mnohem častěji využívá ukazatel relativní váhy dluhu.

4.2 Relativní váha vládního dluhu v EU

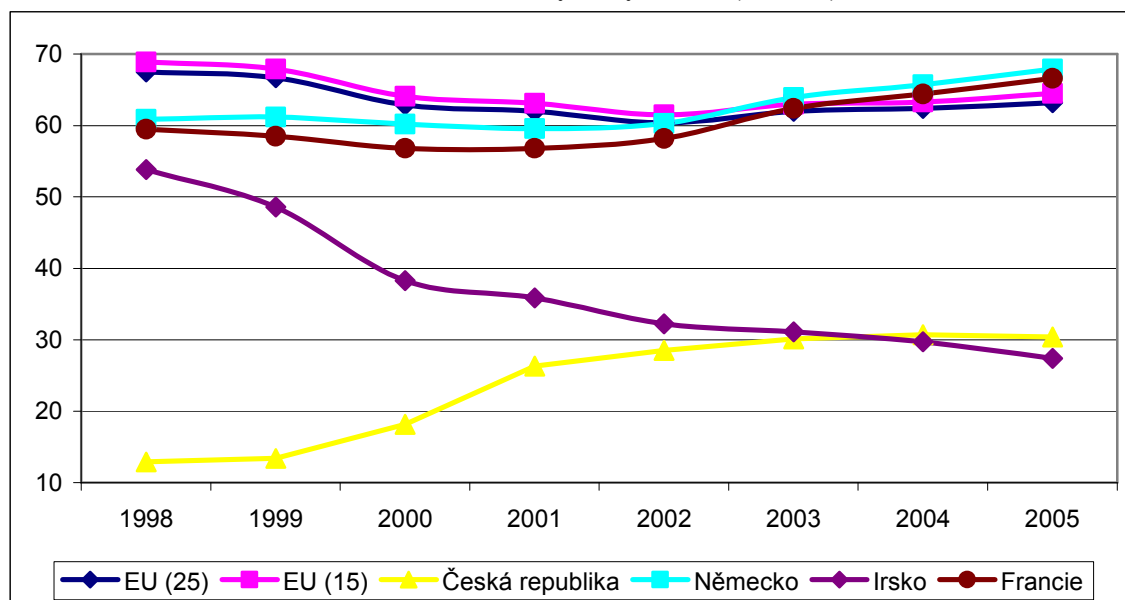
Vývoj relativní váhy vládního dluhu ČR a většiny nově integrovaných zemí byl v poslední dekádě protipohybem vývoje zaznamenaného v zemích původní evropské patnáctky, kde se relativní váha ve většině případů buď významně snižovala, nebo dlouhodobě stagnovala.

Nárůst relativního zadlužení ČR o 17,5 procentního bodu v období 1998 až 2005 byl suverénně největší ze všech členských států. ČR byla jedinou zemí, ve které se podíl vládního dluhu k HDP více než zdvojnásobil. Pro porovnání druhý největší hříšník, Francie, zaznamenal v období 1995 až 2005 nárůst tohoto ukazatele o 12 procentních bodů a třetí Německo o 11 p. b.

Zcela opačný vývoj byl ve sledovaném období zaznamenán v Irsku, kde se podařilo daný ukazatel zredukovat o téměř 55 procentních bodů, dále v Belgii (o více než 40) a v Dánsku (o více než 35 p. b.).

V rámci EU15 se celkem třinácti zemím podařilo relativní váhu alespoň částečně snížit. Pouze dvě výše zmiňované země (Francie a Německo) zaznamenaly poměrně významný nárůst. Naopak z deseti nově integrovaných členských států se pouze dvěma podařilo relativní váhu nepatrně snížit (Maďarsko a Estonsko), zatímco všech osm zbývajících států zaznamenalo nárůst.

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



Zdroj: data Eurostatu [15]

Relativní váha vládního dluhu ČR dosáhla ke konci roku 2005 hodnoty 30%, což je zhruba polovina evropského průměru. Může se zdát, že otázka růstu veřejného zadlužení ČR je v současné době poněkud přeceňována. Pokud však srovnáme situaci v ČR a například

v Irsku (ve dvou zemích, z nichž první zaznamenala nejrychlejší nárůst a druhá naopak nejvýznamnější pokles) zjistíme, že ke konci roku 2005 byla relativní váha dluhu prakticky totožná. Musíme však zdůraznit, že v roce 1998 byl mezi oběma státy propastný rozdíl, který dosahoval výše 40 procentních bodů tohoto ukazatele. Myslím si, že bagatelizování tohoto problému není na místě. V ČR dlouhodobě dochází k prudkému nárůstu státního zadlužení, což způsobuje rostoucí úrokové náklady a neúměrný tlak na výdajovou stranu státního rozpočtu.

Zajímavé je také sledovat vývoj relativní váhy dluhu ve dvou největších členských státech EU (Německo a Francie). Z výše uvedeného grafu je patrné, že obě země dlouhodobě prakticky kopírují evropský průměr, který se od roku 2002 opět vzdaluje od hranice 60%. Je možné se tedy zamyslet nad otázkou, do jaké míry mohou současné problémy těchto dvou zemí do budoucna ovlivnit vývoj tohoto ukazatele v rámci EU.

4.2.1 Faktory ovlivňující výši relativní váhy dluhu

Vývoj relativní váhy vládního dluhu v jednotlivých zemích je závislý na celé řadě faktorů. Zaměřím se pouze na dva základní faktory, na růst hrubého domácího produktu a na saldo primární bilance (rozdíl mezi vládními příjmy a vládními výdaji, do kterých se nezahrnují úrokové náklady dluhu) a jejich vývoj v rámci vybraných zemí EU.

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

	Faktor	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
EU25	růst reálného HDP	2,7	2,9	3,0	3,9	2,0	1,2	1,3	2,4	1,7
	saldo primární bilance (% HDP)	-	-	3,2	4,6	2,4	0,8	0,0	0,1	0,4
EU15	růst reálného HDP	2,6	2,9	3,0	3,9	1,9	1,1	1,1	2,3	1,5
	saldo primární bilance (% HDP)	2,5	2,9	3,3	4,8	2,5	0,9	0,1	0,2	0,5
Belgie	růst reálného HDP	3,5	1,7	3,4	3,7	0,8	1,5	1,0	3,0	1,1
	saldo primární bilance (% HDP)	6,0	6,8	6,6	6,9	7,2	5,7	5,4	4,7	1,9
Irsko	růst reálného HDP	11,7	8,5	10,7	9,4	5,8	6,0	4,3	4,3	5,5
	saldo primární bilance (% HDP)	5,3	5,7	4,7	6,4	2,4	0,9	1,6	2,6	2,1
ČR	růst reálného HDP	-0,7	-0,8	1,3	3,6	2,5	1,9	3,6	4,2	6,1
	saldo primární bilance (% HDP)	-	-	-2,5	-2,8	-4,8	-5,5	-5,5	-1,7	-2,5
Německo	růst reálného HDP	1,8	2,0	2,0	3,2	1,2	0,0	-0,2	1,2	0,9
	saldo primární bilance (% HDP)	0,9	1,4	2,0	4,7	0,4	-0,7	-1,1	-0,9	-0,5
Francie	růst reálného HDP	2,2	3,5	3,2	4,0	1,9	1,0	1,1	2,3	1,2
	saldo primární bilance (% HDP)	0,7	0,9	1,4	1,7	1,6	-0,3	-1,4	-1,0	-0,2
Slovensko	růst reálného HDP	5,7	3,7	0,3	0,7	3,2	4,1	4,2	5,4	6,0
	saldo primární bilance (% HDP)	-	-	-3,1	-8,2	-2,0	-4,1	-1,2	-0,8	-1,4

Zdroj: data Eurostatu [14,17]

Obecně ke snížení relativní váhy dluhu nejvíce přispívají, vysoké tempo růstu HDP při současném poklesu úrokových měr (pokles byl typický pro většinu zemí EU v poslední dekádě) a také vysoké primární přebytky. Tato situace je typická pro vývoj Irska, zejména

v období do roku 2001, kde právě rychlý růst HDP a také vysoké primární přebytky způsobily výrazný pokles relativní váhy dluhu (v období 1995 – 2005 snížení o 55 procentních bodů). Příčinou snížení relativní váhy dluhu u Belgie, tzn. druhé nejúspěšnější země, které se podařilo tento ukazatel zredukovat o zhruba 40 procentních bodů, byla zejména dlouhá řada poměrně významných primárních přebytků.

V rámci celé EU byl naopak po roce 2000 zaznamenán, jak pokles tempa hospodářského růstu, tak i významný pokles primárních přebytků. Zejména vývoj těchto dvou faktorů tak zřejmě způsobil opětovný růst relativní váhy vládního dluhu EU po roce 2001.

V případě ČR a Slovenska byl nárůst relativní váhy dluhu zapříčiněn především dlouhou řadou primárních deficitů a také poměrně nízkým tempem růstu HDP. Zejména po roce 2003 však došlo k částečnému uklidnění situace, kdy jak v ČR, tak zejména na Slovensku, došlo k poklesu primárních deficitů a k viditelnému zrychlení tempa ekonomiky. Relativní váha dluhu ČR tak v současné době stagnuje, na Slovensku dokonce došlo k výraznému snížení.

Jako nejzávažnější se tak v současné době jeví problémy Německa a Francie (zejména po roce 2001), které jsou způsobeny především velice nízkým tempem růstu HDP a také řadou primárních deficitů. Obě největší země EU se tak v současné době potýkají s neustálým růstem relativní váhy dluhu, která v současnosti výrazně převyšuje referenční hranici 60% a významně se přibližuje hranici 70%.

4.3 Struktura vládního dluhu v EU

Z hlediska struktury vládního dluhu lze v rámci celé Evropské unie identifikovat mnoho výrazných vývojových trendů. Prvním z nich je posilování podílu dluhu centrální vlády, která je obecně zodpovědná za více než 80% dluhu celého vládního sektoru. Pouze tři státy EU mají výrazný podíl dluhu státních a místních vlád (dluhy jednotlivých států federace a dluhy municipální). Jedná se o Estonsko, Lucembursko a Německo, jejichž podíl se v roce 2003 pohyboval okolo 40%, v Estonsku se dokonce blížil hodnotě 50%.

V ČR se podíl státního dluhu pohybuje okolo hodnoty 90%, zbývající část tvoří dluh municipální. Pokud porovnáme ČR s ostatními členskými státy, můžeme konstatovat, že ČR patří k většině států EU, jejichž podíl dluhu centrální vlády se pohybuje okolo hranice 90% a výše.

Dalším významným trendem je nárůst podílu dlouhodobých dluhových instrumentů v celkové struktuře vládního dluhu. Ke krytí dluhu jsou stále častěji emitovány zejména dluhopisy s desetiletou i delší dobou splatnosti. Dlouhodobě tak dochází k poklesu podílu

krátkodobého dluhu ve většině zemí EU a zároveň k prodlužování doby splatnosti vládního dluhu, která se v současné době pohybuje nejčastěji v rozmezí 5 až 6 let.

V ČR dochází ke zcela identickému vývoji. Zatímco na konci minulého století byl podíl státních pokladničních poukázek, tzn. podíl krátkodobého dluhu zhruba dvoutřetinový, v následujících letech docházelo k jeho prudkému snižování, které bylo způsobeno zejména emitováním dluhopisů s desetiletou i delší dobou splatnosti. Ke konci roku 2005 dosahoval podíl státních cenných papírů s reziduální dobou splatnosti do jednoho roku již pouze 23%.

Posledním ze tří nejvíce charakteristických vývojových trendů je nárůst podílu zahraničního dluhu ve většině zemí EU. Tento nárůst je do značné míry důsledkem zavedení eura a mezinárodní integrace finančních trhů. Například v rámci zemí eurozóny bylo v roce 1997 zhruba 75% vládního dluhu v držení domácích subjektů, ale v současné době je to již pouze polovina. Nejvyšší procento dluhu v držení zahraničních subjektů ze všech zemí EU má Finsko (v roce 2004 asi 80%), dále Rakousko a Irsko.

Nově integrované členské státy mají podíl zahraničního dluhu obecně nižší (výjimkami jsou Estonsko a Litva). V ČR dosahoval podíl státních cenných papírů v držení zahraničních subjektů dlouhodobě velmi nízkých hodnot (ke zlomu došlo až v roce 2003). V současné době však podíl zahraničního dluhu poměrně rychle roste (ke konci roku 2005 byl již vyšší než 20%).

4.4 Konkrétní možné řešení dluhového problému

Podle P. Štěpánka³³ se v systému veřejných financí ČR objevují závažné strukturální problémy, které v konečném důsledku znamenají neustálé narůstání deficitů a dluhů. Jako nutná se jeví zásadní reforma veřejných financí, jejímž základním cílem by podle autora mělo být zpětné získání kontroly nad saldem veřejných rozpočtů.

Reforma by podle něho měla být zaměřena spíše na výdaje než na příjmy veřejných rozpočtů, zejména pak na výdaje běžné. Pozornost by se měla zaměřit na citlivé položky (sociální výdaje, transfery, mzdy ve vládním sektoru apod.). Dalším bodem by měla být daňová reforma, tzn. výrazné zjednodušení daňového systému, rozšíření a zjednodušení základů a snížení sazeb, řešení problému daňových úlev apod. Měly by být stanoveny střednědobé výdajové limity jako alternativa ke každoročnímu boji o indexy růstu výdajů a v neposlední řadě by mělo docházet i k pravidelnému vyhodnocování efektivnosti výdajových rozpočtových programů.

³³ Štěpánek P.: Veřejný dluh – mýty a řešení (seminář Růst veřejného dluhu v ČR, 4. 6. 2001, Praha)

Autor sám připouští, že se jedná o hodně technicistní návod a že prostor, ve kterém mohou autoři fiskální reformy operovat, je mnohem menší a zároveň je i podmíněn politicky, sociálně apod. Zdůrazňuje, že v první řadě musí být dohoda o cílech reformy a jejich základních parametrech a politická vůle tento problém aktivně řešit.

Osobně se s tímto názorem do značné míry ztotožňuji. Reforma veřejných financí je velice nutná, zároveň souhlasím se zaměřením na výdajovou stranu rozpočtu, protože případná cesta zvyšování rozpočtových příjmů prostřednictvím dalšího růstu již tak vysoké daňové zátěže obyvatelstva, není podle mého názoru správná.

Současný systém přerozdělování, ve kterém stát nejprve od občanů prostřednictvím daňového systému finanční prostředky vybírá a poté jejich část „vrací“ přes složitý a nepřehledný systém transferů a sociálních dávek zpět, je podle mého názoru velice neefektivní a řada prostředků se v něm „ztrácí“. Myslím si, že by bylo mnohem efektivnější daňovou zátěž snížit tak, aby lidé mohli se svými prostředky více samostatně hospodařit a zvykli si nespoléhat se na pomoc ze strany státu. Systém sociálních dávek by pak měl na základě objektivních, pevně stanovených kritérií znamenat podporu pouze pro nejvíce ohrožené skupiny obyvatelstva, které nejsou ze zcela objektivních důvodů schopny se sami o sebe postarat. Snížení míry přerozdělování by zároveň znamenalo i snížení administrativních nákladů.

Závěr

Diplomová práce nám ukázala, že definování veřejného dluhu je velice obtížné. Při vymezování pojmu veřejný dluh se tak v odborné literatuře můžeme setkat s mnoha různými přístupy, hovoří se o dluhu státním, vládním či veřejném. Na první pohled se může zdát, že tyto pojmy de facto splývají a můžeme je tedy považovat za určitá synonyma. Při podrobnějším prostudování však zjistíme, že státní dluh je pouze dluhem centrální vlády, kdežto vládní dluh je dluhem celého sektoru vládních institucí a jeho absolutní hodnota je značně vyšší. Tyto pojmy je tedy nutné důsledně rozlišovat.

Nejednoznačná definice veřejného dluhu je do značné míry také důsledkem nejednotné metodologie. Vzájemné porovnávání států tak v minulosti bylo vzhledem k nejednotnosti postupů při vykazování statistických údajů prakticky nemožné.

Ke zlepšení situace byla v rámci integrované Evropy vytvořena metodika ESA 95, která tuto komparaci umožňuje. Evropský statistický úřad požaduje po jednotlivých členských státech EU, aby data vykazovaly v souladu s touto metodikou, tzn. jednotným způsobem. Eurostat získaná data navíc pravidelně kontroluje a v případě zjištění nesrovnalostí vyzývá dané národní statistické úřady k jejich odstranění.

V rámci Evropské unie byl v posledních deseti letech zaznamenán poměrně výrazný nárůst absolutní hodnoty vládního dluhu. V období let 1995 až 2005 se celkový vládní dluh zemí EU15, zejména zásluhou Německa, Francie, Itálie a Velké Británie, zvýšil o zhruba 2 biliony euro na více než 6,5 bilionu euro. Naopak v deseti nově integrovaných členských státech je celkový objem dluhu v porovnání s původní patnáctkou velice nízký. Součet vládního dluhu všech deseti zemí dosahoval ke konci roku 2005 hodnoty 228 mld. euro. Vládní dluh těchto států ale roste mnohem dynamičtěji než v případě většiny států původní patnáctky. Zejména tempo růstu dluhu v případě ČR, ve které se celkový objem vládního dluhu mezi roky 1998 až 2005 více než zčtyřnásobil, je velmi alarmující.

Z hlediska vývoje relativní váhy dluhu, lze identifikovat dva základní protichůdné trendy. Relativní váha dluhu EU se nejprve pod vlivem Maastrichtských kritérií, v období kdy většina států dodržovala fiskální disciplínu a dosahovala poměrně významných rozpočtových přebytků, začala poměrně výrazně snižovat a přibližovat referenční hranici 60% podílu na HDP. V roce 2002 však nastal zlom, který byl do značné míry způsoben událostmi z 11. září 2001, které znamenaly zpomalení tempa růstu ekonomiky či dokonce recesi pro řadu států vyspělého světa, tzn., že relativní váha dluhu EU se začala opět zvolna zvyšovat.

Při pohledu na vývoj relativní váhy dluhu v rámci jednotlivých zemí EU je nutné poukázat na další významný trend. Zatímco v naprosté většině zemí EU15 došlo v období 1995 až 2005 k poklesu relativní váhy (výjimkou bylo pouze Německo společně s Francií), v rámci nově integrovaných zemí se naopak v osmi z celkem deseti zemí relativní váha dluhu v období 1998 až 2005 zvýšila.

Nejvyšší nárůst relativní váhy dluhu ve sledovaném období zaznamenala ČR (o více než 17,5 procentního bodu), dále Francie a Německo. Naopak nejvýraznějšího snížení dosáhlo Irsko (pokles o zhruba 55 procentních bodů), dále Belgie a Dánsko.

Z hlediska struktury vládního dluhu dochází v rámci EU k nárůstu podílu dluhu centrální vlády na celkovém vládním dluhu. V současnosti dosahuje tento podíl v ČR a ve většině dalších zemí EU více než 90%. Dalším charakteristickým trendem je růst podílu zahraničního dluhu (tzn. dluhu v držení nerezidentů). Nejvyšší podíl zahraničního dluhu má se zhruba 80% Finsko. Naopak ČR patří dlouhodobě mezi země s nejnižším podílem vládního dluhu v držení zahraničních subjektů. Tento podíl však zejména v posledních třech letech začíná rychle stoupat. Třetím a neméně významným trendem je pokles podílu krátkodobého dluhu, který je způsoben stále častějším emitováním dlouhodobých dluhových instrumentů. Tento vývoj je typický i pro ČR především po roce 2000.

Pokud shrneme výše uvedené poznatky, lze konstatovat, že vývoj zadlužení ČR je velmi znepokojující. Mezi největší problémy českých veřejných financí patří především přebírání dluhů jiných ekonomických subjektů státem a také persistentní schodky veřejných rozpočtů. Zejména tyto dva problémy jsou příčinou současné situace, kdy ČR je zemí s nejrychleji rostoucím zadlužením ze všech zemí EU.

Myslím si, že neustálé bagatelizování problému ze strany některých politiků (nejenom v ČR, ale i v dalších zemích EU) a jejich neochota přijmout určitá rázná opatření, která by vedla ke zlepšení stavu veřejných financí, mohou znamenat značné problémy pro budoucí vládní kabinet. V souvislosti s dluhem se totiž často hovoří pouze o jeho relativní váze, která se při současném poměrně pozitivním tempu růstu HDP a poklesu úrokových sazeb v řadě zemí EU vyvíjí celkem pozitivně. Absolutní hodnota veřejného dluhu však ve většině zemí v posledních letech poměrně dramaticky roste, což v konečném důsledku znamená řadu problémů (např. rostoucí úrokové náklady dluhu, které zvyšují tlak na výdajovou stranu státního rozpočtu).

Literatura

- [1] Dvořák P.: Vybrané problémy hospodářské politiky, Oeconomica 2005, ISBN 80–245-0793–5
- [2] Peková J.: Veřejné finance, úvod do problematiky, ASPI 2005, ISBN 80–7357-049–1
- [3] Liška V. a kolektiv: Makroekonomie, Professional Publishing 2002, ISBN 80–86419-27–4
- [4] Tuleja P., Majerová I., Nezval P.: Základy makroekonomie, Computer Press 2006, ISBN 80–251-0952–6
- [5] Strecková Y., Malý I. a kolektiv: Veřejná ekonomie pro školu i praxi, Computer Press 1998, ISBN 80–7226-112–6
- [6] Matalík I., Slavík M.: Efekt sněhové koule (časopis Ekonom 15. 4. 2004, strana 50).
Staženo 11. února 2007 z http://www.cnb.cz/www.cnb.cz/cz/pro_media/clanky_rozhovory/media_2004/cl_04_040415.html
- [7] Janota E.: Růst veřejného dluhu v ČR (seminář Růst veřejného dluhu v ČR, 4. 6. 2001, Praha). Staženo 10. února 2007 z <http://cepin.cz/cze/prednaska.php?ID=278>
- [8] Štěpánek P.: Veřejný dluh – mýty a řešení (seminář Růst veřejného dluhu v ČR, 4. 6. 2001, Praha). Staženo 10. února 2007 z <http://cepin.cz/cze/prednaska.php?ID=202>
- [9] Wolswijk J., De Hann J.: Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in practices, occasional paper no. 25, ECB 2005. Staženo 15. února 2007 z <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp25.pdf>
- [10] Dupuis J. P.: Structure of government debt in the European Union (Statistics in focus, Theme 2 – 33/1999).
Staženo 21. ledna 2007 z http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/CA-NJ-99-033/EN/CA-NJ-99-033-EN.PDF
- [11] Besnard D.: Structure of government debt in Europe, 2002 data (Statistics in focus, Theme 2 – 19/2004).
Staženo 21. ledna 2007 z http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-NJ-04-019/EN/KS-NJ-04-019-EN.PDF
- [12] Villaume S.: Structure of government debt in Europe, 2004 data (Statistics in focus, 9/2006).
Staženo 21. ledna 2007 z http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-NJ-06-009/EN/KS-NJ-06-009-EN.PDF

[13] Eurostat news release 11/2005 – Structure of government debt in the EU, 21 January 2005.

Staženo 21. ledna 2007 z

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/pls/portal/docs/PAGE/PGP_PRD_CAT_PREREL/PGE_CAT_PREREL_YEAR_2005/PGE_CAT_PREREL_YEAR_2005_MONTH_01/2-21012005-EN-AP.PDF

[14] Eurostat data – Real GDP growth rate

Staženo 23. února 2007 z

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=1996,39140985&_dad=portal&_schema=PORTAL&screen=detailref&language=en&product=STRIND_ECOBAC&root=STRIND_ECOBAC/ecobac/eb012

[15] Eurostat data – General government gross debt (% of GDP)

Staženo 23. února 2007 z

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=1996,39140985&_dad=portal&_schema=PORTAL&screen=detailref&language=en&product=SDI_MAIN&root=SDI_MAIN/sdi/sdi_as/sdi_as_pub/sdi_as1300

[16] Eurostat data – General government gross debt (billiards of euro)

Staženo 23. února 2007 z

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=1996,39140985&_dad=portal&_schema=PORTAL&screen=detailref&language=en&product=EUROIND_NA&root=EUROIND_NA/euro_na/na_geng/na220

[17] Eurostat data – General government primary balance (% of GDP)

Staženo 23. února 2007 z

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=1996,39140985&_dad=portal&_schema=PORTAL&screen=detailref&language=en&product=EUROIND_NA&root=EUROIND_NA/euro_na/na_geng/na230pc

[18] Ministerstvo financí ČR – Metodiky vykazování vládního deficitu a dluhu

Staženo 22. února 2007 z

http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Metodika_dluhu_a_deficitu_2006.pdf

[19] Ministerstvo financí ČR – Definice a měření státního dluhu

Staženo 8. března 2007 z http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/hs.xsl/vrsd_definice_sd.html

[20] Ministerstvo financí ČR – Finanční nástroje

Staženo 8. března 2007 z

http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/hs.xsl/vrsd_fin_nastroje_sd.html

[21] Ministerstvo financí ČR – Notifikace vládního deficitu a dluhu za roky 2002 až 2006

Staženo 8. března 2007 z

http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Notifikace_vladniho_deficitu_a_dluhu_roky_2002_2006.pdf

[22] Ministerstvo financí ČR – Struktura a vývoj státního dluhu ČR (1993 – 2005)

Staženo 8. března 2007 z http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/hs.xsl/str_vyvoj_sd.html

- [23] Ministerstvo financí ČR – Struktura státního dluhu podle typu instrumentu
Staženo 8. března 2007 z http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/hs.xsl/podle_instrum.html
- [24] Ministerstvo financí ČR – Struktura státního dluhu podle typu držitele
Staženo 8. března 2007 z http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/hs.xsl/podle_uzivatele.html
- [25] Ministerstvo financí ČR – Struktura státního dluhu podle doby splatnosti
Staženo 8. března 2007 z http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/hs.xsl/podle_splatnosti.html
- [26] Ministerstvo financí ČR – Náklady státního dluhu ČR
Staženo 8. března 2007 z http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/hs.xsl/naklady_sd.html