Vysoká škola ekonomická v Praze
Fakulta financí a účetnictví

BAKALÁŘSKÁ PRÁCE

2013 Jakub Kahoun

Vysoká škola ekonomická v Praze
Fakulta financí a účetnictví
Katedra veřejných financí

Studijní obor Zdanění a daňová politika



Veřejné finance a finanční trhy

Autor bakalářské práce: Jakub Kahoun

Vedoucí bakalářské práce: doc. Ing. Leoš Vítek, Ph.D.

Rok obhajoby: 2013

Čestné prohlášení:

Prohlašuji, že bakalářskou práci na téma „Veřejné finance a finanční trhy“ jsem vypracoval samostatně a veškerou použitou literaturu a další prameny jsem řádně označil a uvedl v přiloženém seznamu.

V Praze dne 9.1.2013

Podpis

Anotace

Bakalářské práce se zabývá problematikou veřejných financí a finančních trhů. Autor v teoretické části analyzuje základní pojmy řešené problematiky:veřejné finance, veřejné rozpočty, veřejné příjmy, veřejné výdaje, veřejný dluh, finanční trhy a jejich vzájemné souvislosti. V analytické části se pokouší najít odpověď na otázku, jaké nástroje má stát k dispozici k financování schodku státního dluhu a jak jej financovat z výnosu státních dluhopisů.

Annotation

Bachelor thesis deals with public finance and financial markets. Author analyzes the basic terms of the solved problems in the theoretical part: public finance, public budgets, public revenues, public expenditures, public debt, financial markets and their relations. The analytical part is trying to find an answer to the question, what tools the state have to finance the national debt and how to finance it from the government bond yield.

Obsah

Úvod 1
1. Základní pojmy a jejich vztahy 3
1.1 Veřejné finance: podstata a funkce 3
1.2 Veřejné rozpočty 5
1.3 Veřejné příjmy a veřejné výdaje 8
2. Finanční trhy 12
2.1 Charakteristika finančních trhů 12
2.2 Kapitálový trh 14
2.3 Trh státních dluhopisů 14
3. Možnosti financování veřejného dluhu vládními cennými papíry 17
3.1 Veřejný dluh 17
3.2 Strategie řízení státního dluhu 18
3.3 Řízení a financování veřejného dluhu 19
3.4 Porovnání České republiky s Evropskými státy 25
3.5 Financování veřejného dluhu výnosy vládních cenných papírů 27
Závěr 30
Literatura 32

Seznam zkratek

ČR – Česká republika

DPH – daň z přidané hodnoty

ESA 95 – metodologie národních účtů

EIB – Evropská investiční banka

HDP – hrubý domácí produkt

MF – ministerstvo financí

SR – státní rozpočet

Úvod

.

Veřejné finance hrají důležitou roli v životě každého jednotlivce i společnosti jako celku. Téma „Veřejné finance a finanční trhy“ jsem si vybral především proto, že mnohé jeho součásti výrazně zasahují životy všech obyvatel ČR a protože se celkový stav veřejných financí promítá do globální životní úrovně naší společnosti.

V současnosti se v souvislosti s touto oblastí mluví o mnoha problémech, které je nutně efektivně řešit. Z médií můžeme často slyšet o rychle rostoucím zadlužování našeho státu, ekonomové diskutují o podobách důchodové reformy a financování systému důchodového zabezpečení, „na vlastní kůži“ pociťujeme vysoké daňové zatížení. Neutěšená situace našich veřejných financí již započala být řešena reformou veřejných financí. Je potřebné si ale uvědomit značnou souvislost rozhodování o veřejných financích se zákony politickými, protože například podoba fiskální politiky značně závisí na fázi politického cyklu, ve které se aktuálně nacházíme.

Dosavadní vývoj i nejbližší výhled veřejných rozpočtů v České republice je charakterizován prohlubujícími se deficity, rostoucím dluhem, zvyšováním daňového zatížení, poklesem veřejných příjmů a svým způsobem i ztrátou stabilizační funkce fiskální politiky. Zvyšující se schodek veřejných financí může být ve střednědobém horizontu doprovázen ztrátou růstové dynamiky a dramatickými projevy vnější nerovnováhy. Pokračování těchto trendů je dlouhodobě neudržitelné a prioritou fiskální politiky tak musí být konsolidace veřejných rozpočtů. Rozhodující váhu má argument, že konsolidace veřejných financí je nezbytným předpokladem dlouhodobě udržitelného makroekonomického vývoje a předpokladem zvýšení výkonu české ekonomiky. Je proto logické, že se vláda ve strategii řízení a snižování státního dluhu orientuje na hledání, takových nástrojů, které v krátkodobém a střednědobém horizontu umožní financování schodku státního rozpočtu. Jedním z nich je financování veřejného dluhu vládními cennými papíry.

Problematika veřejných financí a deficitů veřejných rozpočtů, resp. možnosti financování veřejného dluhu výnosy z vládních cenných papírů je velmi široká. Bakalářská práce se proto ve svém cíli zaměří na rešerši podstaty veřejných financí a finančních trhů a jejich vzájemných vztahů a na hledání odpovědi na otázku, jak jaké jsou nástroje

financování deficitu státního dluhu a analýzu možnosti financování státního dluhu výnosy z prodeje státních dluhopisů.

Z těchto cílů se odvíjí i struktura bakalářské práce. První dvě části jsou věnovány teoretickému objasnění veřejných financí a finančního trhu. Třetí část se zabývá nástroji a analýzou možností financování státního dluhu výnosy z prodeje státních dluhopisů.

Při zpracování práce jsem využil tyto metody: sběr dat, studium odborné literatury, analýza získaných dat, komparaci teoretických východisek s praktickými poznatky a syntézu a zhodnocení poznatků. Závěry jsou zaměřeny více na kvalitativní než na kvantitativní stránku problému.

Podklady k prvním dvěma kapitolám jsem čerpal především z českých odborných publikací, která se zabývá problematikou veřejných financí, finančních trhů a rozpočtovými otázkami. Poslední kapitola se opírá o koncepční dokumenty a statistiky ministerstva financí – především to jsou fiskální výhledy na kalendářní rok a strategie financování a řízení státního dluhu České republiky. Statistická data jsou čerpána z těchto dokumentů a z makroekonomických dat Českého statistického úřadu.

1. Základní pojmy a jejich vztahy

1.1 Veřejné finance: podstata a funkce

Každá teoretická disciplína pracuje s poměrně přesně vymezeným pojmovým aparátem. Jinak tomu není ani u teorie veřejných financí. K základním pojmům patří veřejné finance, veřejné příjmy, veřejné výdaje, veřejné rozpočty, státní rozpočet, veřejný dluh, funkce veřejných financí. Veřejné finance (teorie veřejných financí) jako součást ekonomické teorie zkoumají, jaké účinky mají finanční nástroje využívané fiskálními institucemi (např. uvalené daně, ale i veřejné výdaje) na chování jednotlivců a skupin v soukromé sféře jejich aktivit a na jejich rozhodování o alokaci zdrojů.

Definovat významy základních teoretických pojmů nebývá jednoduché. V odborné literatuře je možné nalézt řadu pokusů různých autorů o vymezení jejich podstaty. Liší se metodologickými přístupy, šíří formulací, přesností i používanými druhy definic. Používají se definice syntetické, analytické, nominální, reálné, induktivní anebo rekurzivní.

Veřejné finance jsou definovány především jako peněžní vztahy, které vznikají v souvislosti s tvorbou, rozdělováním a použitím peněžních fondů, které jsou vázány na činnost veřejných institucí. (Lajtkepová,2007). Pro charakteristiku veřejných financí je důležitá skutečnost, že jedním ze subjektů peněžních vztahů musí být stát.

Jiný názor říká, že veřejné finance jsou specifické finanční vztahy, které v procesu výkonu veřejné správy vznikají mezi orgány a institucemi veřejné správy na straně jedné a na straně druhé mezi občany, domácnostmi, firmami, neziskovými organizacemi apod. (Hameníková, Maatyová,2010).

Strecková a Malý zastávají názor, že pro veřejné finance je typické, že „*prochází přerozdělovacím procesem cestou veřejných rozpočtů, rozhoduje se o nich ve veřejné správě veřejnou volbou a podléhají veřejné kontrole*“[1].

Na uvedených charakteristikách veřejných financí je důležití identifikace vztahu jako hlavního obsahového prvku definovaného pojmu. V běžném empirickém chápání lidí se vztah zaměňuje s penězi. Peníze jsou v tomto případě věcným nositelem finančních vztahů.

[1] STRECKOVÁ, Yvonne; MALÝ, Ivan. (1998)*Veřejná ekonomie pro školu i praxi*. Vyd. 1. Praha: Computer Press, s.77

Veřejné finance se dělí na finance státní, finance municipální (místní) a finance nadstátní. Posledně jmenované se staly součástí veřejných financí až se vstupem české republiky do Evropské unie.

Jako každý jiný vztah je i fungování veřejných financí založeno na určitých principech.[2] K nim patří princip nenávratnosti, neekvivalentnosti a nedobrovolnosti. Princip nenávratnosti zjednodušeně znamená, že plátcům daní nevzniká právní nárok na jejich vrácení. Princip neekvivalentnosti spočívá v tom, že plátce daní zpětně prostřednictvím veřejných výdajů dostává méně, než kolik na daních odvedl. Princip nedobrovolnosti spočívá v tom, že povinnost odvádět daně a jiné platby je stanovena zákonem a je také zákonem vymahatelná a sankcionovatelná.

Veřejné finance jsou pojmem, který má kromě jednoznačně ekonomické povahy i svou politickou dimenzi. Veřejné finance jsou faktickým nástrojem pro realizaci cílů veřejných politik na různých úrovních hierarchické organizace politického systému. Odtud se odvíjí i praktické funkce veřejných financí: alokační, redistribuční (přerozdělovací) a stabilizační. K dalším funkcím veřejných financí patří funkce regulační, kontrolní a stimulační.(Ujec, 2005)

V současné ekonomické situaci české ekonomiky a stavu veřejných financí na důležitosti nabývají především funkce stabilizační a redistribuční. Veřejné finance jsou nástrojem hospodářské politiky státu. Její důležitou součástí je i stabilizační politika, která jako svůj nástroj v posledních desetiletích stále více využívá veřejné finance. (Peková, 2005).

Z předchozího textu vyplývá, že veřejné finance jsou nejen obecnou teoretickou disciplínou, která se řídí ekonomickými zákony, ale také praktickou politickou disciplínou, která se řídí rozhodnutími konkrétních lidí a institucí. V praktickém pohledu jsou veřejné finance komplikovaným a málo průhledným rozhodovacím procesem, který je zdrojem řady odborných i politických konfliktů a problémů. Složitost a konfliktnost v rozhodování o veřejných financích vyplývá z toho, že se jedná o značné objemy peněz, o nichž se rozhoduje v kolektivním rozhodování a kdy důsledky rozhodnutí ovlivní ekonomickou

[2] Podrobněji jsou tyto principy definovány v odborné literatuře, např. DVOŘÁK, Pavel. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. Praha: Beck, 2008. LAJTKEPOVÁ, Eva. *Veřejné finance*. Vyd. 1. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2007. HAMERNÍKOVÁ, Bojka; MAAYTOVÁ, Alena. *Veřejné finance*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika. 2010.

situaci každého občana. Nejvíce se rozhodování o veřejných financích občana dotkne prostřednictvím veřejných rozpočtů.

1.2 Veřejné rozpočty

Veřejné finance se dělí na státní finance a samosprávné finance. Obsahem státních financí je soustava příjmů a výdajů státního rozpočtu, soustava příjmů a výdajů státních peněžních účelových a jiných veřejných fondů. Samosprávné finance jsou finance orgánů územní samosprávy, hlavně obcí, a případně i finance samosprávných vyšších územních celků na straně druhé.(Grúň, 2004).

Úkolem veřejné rozpočtové soustavy je zajistit potřebný objem veřejných příjmů pro financování veřejných výdajů. Podle J. Nahodila „…*rozsah rozpočtové soustavy, která v každém státě tvoří nedílnou součást finančního makrosystému, je závislý na politickém a územním uspořádání státu, na velikosti státního útvaru a také na tradicích dané země*.“[3]

Rozpočtovou soustavu tvoří státní rozpočet, decentralizované rozpočty na jednotlivých úrovních veřejné správy, soustava mimorozpočtových fondů a rozpočty veřejnoprávních vládních neziskových organizací a veřejných podniků ve veřejném sektoru.

S pojmem veřejný rozpočet se obvykle setkáváme ve třech významech tohoto slova: jako peněžní fond, bilance, jako finanční plán anebo jako instrument řízení a politiky.(Nahodil, 2009)

Veřejný rozpočet jako fond představuje určitý objem finančních prostředků, které jsou soustředěny v rozpočtu pro určité časové období. Svým způsobem se jedná o nenávratný způsob přerozdělení určité části hrubého domácího produktu. Když bude veřejný rozpočet chápán jako bilance příjmů a výdajů, převládne víceméně účetní pohled na věc, kdy je důležité, aby byl rozpočet vyrovnaný – přinejmenším pro okamžik jeho schvalování.

Veřejný rozpočet je ale možné také chápat jako určitý finanční plán, který na ústřední státní úrovni získává podobu zákona. Zjednodušeně řečeno, jde o plán v oblasti

[3] NAHODIL, František.(2009) *Veřejné finance v České republice*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, s.67

veřejných financí, kdy se na jedné straně uvádějí veřejné příjmy a na druhé straně veřejné výdaje. Právě v tomto chápání vystupuje veřejný rozpočet jako nástroj řízení a politiky. Jako nástroj rozpočtové a fiskální politiky slouží veřejný rozpočet především k ovlivňování hospodářského růstu a realizace politiky vlády a vládního programového prohlášení v určitém období.

Rozpočtová bilance může být vyrovnaná, přebytková nebo schodková – deficitní. U vyrovnaného rozpočtu se příjmy logicky musí rovnat výdajům. V rozpočtové realitě dnešních států je to spíše ideální teoretický případ než skutečnost. U přebytkového rozpočtu jsou příjmy větší jako výdaje, u schodkového rozpočtu je tomu naopak – výdaje jsou větší jako příjmy. Přebytkový rozpočet se zpravidla vyrovnává převedením přebytku do rezerv anebo se provede krátkodobá investice, popřípadě může být přebytek použit na splácení dluhů. Jestliže vznikne na konci rozpočtového období deficit, vyrovnává se využitím rezerv nebo využitím návratných prostředků.

V souvislosti s rozpočtovou bilancí se v posledních letech až nepříjemně frekventovanými staly pojmy fiskální nerovnováha, deficitní rozpočet, veřejný dluh.

Veřejný dluh je nejčastěji charakterizován jako souhrn pohledávek h ekonomických subjektů vůči státu, včetně mimorozpočtových fondů, nižších článků samosprávy a veřejnoprávních institucí. Přitom se nezkoumá, zda pohledávky vznikly rozpočtovou či jinou cestou. U některých pohledávek je poměrně obtížné identifikovat, jak vlastně veřejný dluh vznikl a kdo za něj odpovídá. (Strecková, Malý, 1998; Lajtkepová, 2007)

Rozpočtové soustavy ve většině zemí obsahují také mimorozpočtové fondy. Zpravidla se jedná o fond zdravotního pojištění, fond sociálního zabezpečení, účelové fondy obcí a také svěřenecké fondy. Mimorozpočtové fondy jsou součástí rozpočtové soustavy a zřizují je podle zákona.

Jako nástroje, kterými je hospodářská situace státu prostřednictvím veřejných rozpočtů ovlivňována, se využívají hlavně veřejné příjmy a veřejné výdaje prostřednictvím státního rozpočtu.

Nejčastěji se veřejný dluh měří pomocí dluhové kvóty, která představuje podíl dluhu na HDP. Podíl vládního dluhu na HDP v období 2007 – 2013 ukazuje tabulka č.1.

Tabulka 1: Dluh sektoru vládních institucí a jeho subsektorů (2006-2012)

(v % HDP)

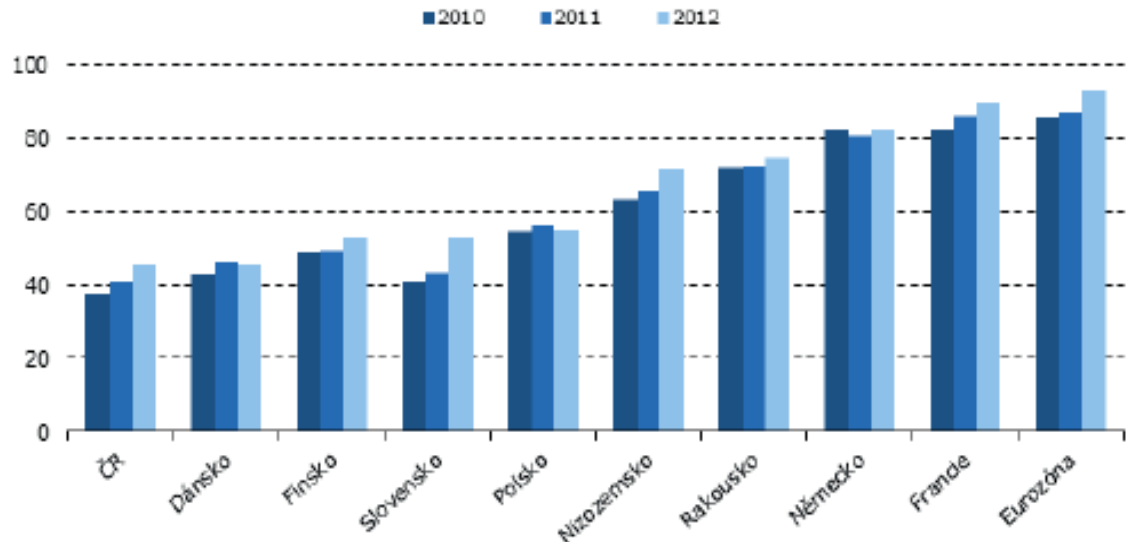
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Dluh vládních institucí	28,3	27,9	28,7	34,4	38,1	41,2	45,5
Dluh ústředních vládních institucí	25,9	25,6	26,4	31,8	35,6	38,6	42,8
Dluh místních vládních institucí	2,6	2,4	2,4	2,6	2,6	2,6	2,7
Dluh fondů sociálního zabezpečení	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Zdroj: MF (2012b)

Z tabulky vyplývá, že se v uplynulých letech vládní dluh stabilizoval kolem hodnoty 30 % HDP. Od zlomového roku 2009 dochází k prudkému nárůstu úrovně dluhu. Ke konci roku 2011 dluh vládního sektoru překročil psychologickou zlomovou hranici 40% hrubého domácího produktu. V absolutních číslech to představuje 1567,9 miliard korun. Za předpokladu meziročního méně než jedenáctiprocentního (10,8) růstu dluhu tak podle odhadů ministerstva financí ve fiskálním výhledu na rok 2012 překročí hranici 45,5% hrubého domácího produktu (1736,6 mld Kč). Nárůst dluhu je způsoben zvýšením rezerv na plynulé financování výdajové stránky státního rozpočtu.[4]

V porovnání s jinými státy Evropské unie patří Česká republika k zemím s relativně nízkou úrovní podílu vládního dluhu na hrubém domácím produktu, jak vyplývá z tabulky 2.

Tabulka 2 Dluh vládního sektoru ve vybraných zemích EU v roce 2010-2012 (% HDP, ESA95)



Zdroj: MF (2012d).

[4] Fiskální výhled České republiky. listopad 2012b. MF ČR. [online].[cit.2013-01-06] Dostupný z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/FiskalniVyhled_2012-11.pdf

Velikost veřejného dluhu ovlivňují různé faktory: hospodářská situace dané země, hospodářský růst nebo stagnace, míra nezaměstnanosti, důvěra či nedůvěra investorů anebo ukazatele demografického vývoje či fáze politického cyklu, ve které se země nachází (zpravidla to bývá období před volbami, které má na výši dluhu značný vliv), úrokové míry a primární deficity.

1.3 Veřejné příjmy a veřejné výdaje

Vlády mohou plnit své funkce jen za předpokladu, že disponují patřičnými prostředky. Jejich zdrojem jsou veřejné příjmy. Ty se většinou se spojují s nedobrovolným odnímáním prvotním příjemcům a následným přerozdělováním jiným subjektům nebo ve prospěch vlády. V malé míře je možné se setkat s veřejnými příjmy, které jsou založeny na dobrovolném principu, návratnosti a ekvivalentnosti. Obecnou teoretickou charakteristiku veřejných příjmů a výdajů, jejich strukturování apod. podává Peková (2005), Nahodil(2009), Hamerníková a Maaytová (2007), Ujec (2005), Dvořák (2008).

Do soustavy veřejných příjmů se zahrnují daně, cla, odvody, poplatky, příjmy z veřejného podnikání a nakládání s veřejným majetkem, pokuty, výnosy z emisí státních cenných papírů, úvěry od peněžních ústavů a řada dalších. Všeobecně největší položkou veřejných příjmů jsou daně všeho druhu.

Veřejné příjmy je možné dělit podle celé řady kritérií, které zohledňují způsob a místo jejich vzniku, časové hledisko, návratnost nebo rozpočtové určení.

Podle rozpočtového určení můžeme veřejné příjmy dělit na:

- příjmy nadnárodních rozpočtů,
- příjmy centrálního rozpočtu,
- příjmy státních rozpočtů,
- příjmy municipálních rozpočtů.

Podle časového hlediska se veřejné příjmy dělí na krátkodobé a dlouhodobé. Nejvýznamnějším krátkodobým uvěrovým příjmem, důležitým pro snižování krátkodobého deficitu státního rozpočtu, jsou krátkodobé státní obligace. Dlouhodobé veřejné příjmy různého druhu přesahují časový horizont jednoho roku.

Podle hlediska návratnosti se veřejné příjmy mohou dále dělit podle kritéria návratnosti. Pak hovoříme o dvou druzích veřejných příjmů: nenávratných (neúvěrových) a návratných (úvěrových).

Vedle veřejných příjmů tvoří druhou součást veřejných financí veřejné výdaje. Na ně je možné pohlížet jako na tu část hrubého domácího produktu, která se spotřebovává „kolektivním“ způsobem. Veřejnými výdaji se obvykle charakterizují jako tok finančních prostředků, které jsou alokovány prostřednictvím veřejných rozpočtů na plnění fiskálních funkcí státu a veřejné správy jako celku. Veřejné výdaje jsou přesným odřezem hospodářské politiky státu, protože se v nich přesně promítají politická rozhodnutí k realizaci vládního programu.

V rozpočtové skladbě se používá členění veřejných výdajů podle Časového a druhového hlediska.

Časové hledisko dělí veřejné výdaje na běžné a kapitálové. Běžnými výdaji jsou výdaje na pokrytí každoročně se opakujících potřeb v jednom rozpočtovém období v soustavě veřejných rozpočtů. Jsou to především tzv. nárokované mandatorní výdaje, které je nutno uhradit, platy, sociální výdaje, splácení úroků a splátek úvěrů, plnění mezinárodních závazků vůči mezinárodním institucím a řada dalších.

Kapitálové výdaje slouží k financování dlouhodobých potřeb a investic. Většinou jde o jednorázové výdaje v delším časovém horizontu než jeden rok. Tyto výdaje se používají na investiční činnost veřejného sektoru anebo na splácení emisí státních dluhopisů.

Všeobecně je možné konstatovat, že veřejné výdaje mají tendenci neustále vzrůstat v závislosti na růstu velikosti veřejného sektoru. Tuto tendenci jako první postřehl a teoreticky charakterizoval německý ekonom Adolf Wágner v 19. století, když formuloval zákon o rostoucích veřejných výdajích. S určitým časovým odstupem pak ve dvacátém století aplikoval jeho teorii při zkoumání veřejných financí a veřejných výdajů R.A. Musgrave v knize „Fiscal System“ (1969). Jejich závěry jsou dnes v odborné literatuře zkráceně označovány jako Wagnerovy zákony a Musgraveho hypotézy.

Čím větší je angažovanost státu, tím větší je objem veřejných výdajů Objem a struktura veřejných výdajů jsou pod přímým vlivem faktorů ovlivňujících rozsah a zaměření státních aktivit. Jedná se o různé faktory historické, kulturní, etické či náboženské, geografické, demografické, urbanistické, politické, ekonomické a jiné.

S růstem veřejných výdajů se stále více předmětem diskuzí stává také otázka jejich efektivnosti. Současná teorie přinesla celou řadu jedno i vícekriteriálních modelů pro její posuzování.

Obecně se členění veřejných příjmů a veřejných výdajů ve státním rozpočtu ČR opírá o dvě základní legislativní normy: řídí se zákonem č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech v platném znění a zákonem č. 250/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech územních rozpočtů v platném znění. Podle nich je rozpočtová soustava ČR tvořena centrálním rozpočtem, regionálními rozpočty (rozpočty krajů), místními rozpočty (rozpočty obcí a svazu obcí) a rozpočty. Struktura veřejných příjmů a veřejných výdajů je uvedena v tabulce č. 3.

Tabulka 3 Příjmy a výdaje státního rozpočtu

PŘÍJMY	VÝDAJE
Daňové příjmy	**Běžné výdaje**
- výnosy ze svěřených daní	- výdaje na činnost OSS
- výnosy ze sdílených daní (daň z příjmů, DPH)	- výdaje na dávky důchodového pojištění
- pojistné na sociální zabezpečení	- dotace a návratné finanční výpomoci
- výnosy cel a celních poplatků	- dotace obč. sdružení a příspěvky polit. str.
Nedaňové příjmy	- dotace státním fondům
- správní a soudní poplatky	- dotace na sociální dávky
- příjmy od OSS a PO	**Kapitálové výdaje**
- odvody od CNB	- peněžité vklady státu do a. s.
- příjmy z pronájmu majetku	- nákup cenných papírů
- přijaté sankce za porušení rozpoč. kázně	- peněžité dary poskytnuté do zahraničí
- přijaté úroky	- vklady a příspěvky mezinárodním organizacím
- úhrady spojené s realizací státních záruk	- úhrada závazků ze státních záruk
- splátky návratných finančních výpomocí	- výdaje související s dluhovou službou
- ostatní	- výdaje Evropským společenstvím
Kapitálové (investiční) příjmy	- splátky úvěrů
- z prodeje a pronájmu majetku	- nákup hmotného a nehmotného majetku

- z prodeje akcií a majetkových podílů	- poskytnuté investiční účelové dotace
- příjmy z emisí obligací	- investiční půjčky
- splátky návratných finančních výpomocí	- ostatní
- výnosy z majetkových účastí státu	
- ostatní	

Zdroj: PILNÝ (2007)

Konkrétní výše výdajů a příjmů státního rozpočtu bývá stanovena zvláštním zákonem o státním rozpočtu na kalendářní rok. V zákoně o státním rozpočtu č.455 z 13.prosince 2011, který pro rok 2012 schválila poslanecká sněmovny byly stanoveny veřejné příjmy ve výši 1 084,7 mld. Kč a veřejné výdaje ve výši 1 189,7 mld. Kč. Sněmovna v něm schválila i schodek státního rozpočtu v objemu 105,0 mld. Kč a způsob jeho vypořádání státními dluhopisy do výše 101,3 mld. Kč a dlouhodobými úvěry do výše 5,9 mld. Kč a také změnou stavů na účtech státních finančních aktiv zvýšením o 2,2 mld. Kč.

Tabulka 4 Schválený rozpočet 2012 a jeho tendence k rozpočtu a skutečnosti 2011 (v mld. Kč)

	2011		2012	Rozdíl SR 2012-SR 2011	Rozdíl SR 2012 Skut.2011	Index v % SR 2012/ SR 2011	Index v % SR 2012/ Skut.2011
	Rozpočet schválený *)	Skutečnost	Rozpočet schválený				
Celkové příjmy	**1 055,70**	**1 012,76**	**1 084,70**	**29,00**	**71,95**	**102,7**	**107,1**
Daňové příjmy (bez poj. na SZ)	***543,16***	***523,43***	***561,52***	***18,36***	***38,09***	***103,4***	***107,3***
DPH	195,10	191,89	221,60	26,50	29,71	113,6	115,5
Spotřební daně **)	140,80	139,21	142,30	1,50	3,09	101,1	102,2
DPPO	84,00	82,30	85,60	1,60	3,30	101,9	104,0
DPFO	101,50	90,61	92,00	-9,50	1,39	90,6	101,5
Ostatní daňové příjmy	21,76	19,41	20,02	-1,74	0,61	92,0	103,1
Pojistné na SZ	***373,29***	***366,82***	***384,01***	***10,73***	***17,20***	***102,9***	***104,7***
Nedaňové a ost. příjmy	***139,25***	***122,51***	***139,16***	***-0,09***	***16,66***	***99,9***	***113,6***
Celkové výdaje	**1 190,70**	**1 155,53**	**1 189,70**	**-1,00**	**34,17**	**99,9**	**103,0**
Běžné výdaje	***1 086,20***	***1 036,65***	***1 092,80***	***6,60***	***56,15***	***100,6***	***105,4***
Sociální dávky	446,47	444,07	491,58	45,11	47,51	110,1	110,7
Kapitálové výdaje	***104,50***	***118,87***	***96,90***	***-7,60***	***-21,97***	***92,7***	***81,5***
Saldo SR	**-135,00**	**-142,77**	**-105,00**	**30,00**	**37,77**	**77,8**	**73,5**

Zdroj: MF (2012a)

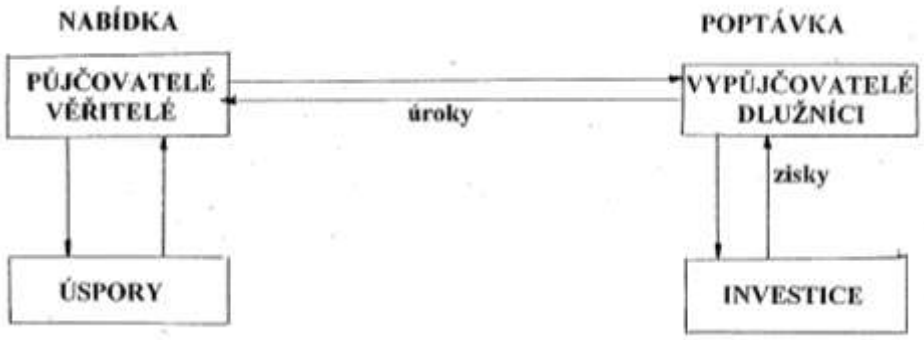
2. Finanční trhy

Rozpočty téměř všech zemí v Evropské Unii i jinde ve světě jsou deficitní. Státní dluh je financován převážně pomocí vydávání státních dluhopisů. Státní dluhopisy jsou hodnoceny jako jeden z nejbezpečnějších instrumentů na kapitálovém trhu a bývají spojeny s nejnižším výnosem v konkrétní ekonomice. Výnos ze státních dluhopisů je vázán na celkové zadlužení daného státu. Finanční trhy jsou místem, kde se státní dluhopisy nabízejí k obchodování.

2.1 Charakteristika finančních trhů

Finanční trh je obecný pojem, kterému jsou různými stranami přikládány různé významy. Finanční trhy jsou prostředím, ve kterém dochází k transferu disponibilních prostředků od přebytkových k deficitním jednotkám.(Černohorský, Teplý, 2011) Základní vztahy na finančním trhu znázorňuje schéma č. 1.

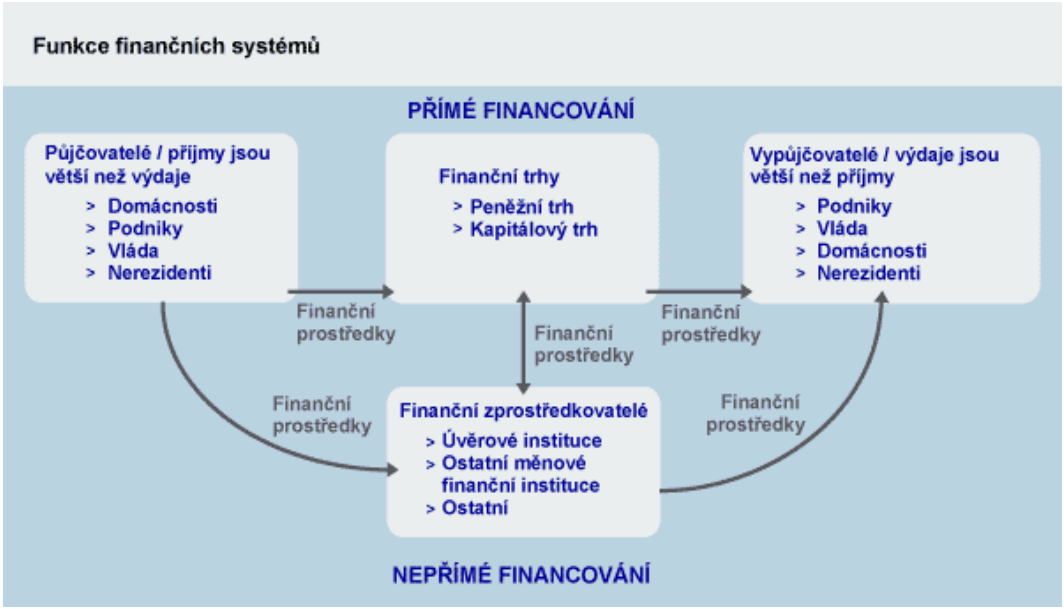
Schéma č. 1 Vztahy na finančním trhu



Zdroj: www.ef.umb.sk/upload/zamestnanec/547/Kapitalove_trhy.ppt

Fungující finanční trhy jsou neodmyslitelnou součástí finančních systémů (jak je patrné z funkcí finančního systému) a předpokladem hospodářského růstu.

Obrázek č. 1



Zdroj: http://www.ecb.int/ecb/orga/tasks/html/financial-stability.cs.html

Na finančních trzích probíhají veškeré operace, na kterých stát obchoduje s krátkodobými, střednědobými a dlouhodobými dluhopisy. Špatně fungující finanční trhy mohou ekonomiku výrazně oslabit, v nejhorším případě ji uvrhnout do globální finanční krize, jak se tomu stalo před čtyřmi lety.

Finanční trhy se dělí podle různých kritérií. Nejběžnější je rozdělení finančních trhů podle doby splatnosti finančních prostředků. Podle toho rozlišujeme:

a) peněžní trh, kde se přerozdělují krátkodobé finanční prostředky, obvykle na dobu do 1 roku – např. netermínované vklady, krátkodobé termínované vklady, krátkodobé úvěry, depozitní certifikáty, směnky, krátkodobá mezibankovní depozita, státní pokladniční poukázky;

b) kapitálový trh, na kterém se přerozdělují střednědobé a dlouhodobé termínované vklady, střednědobé a dlouhodobé úvěry, emise akcií, emise obligací, penzijní připojištění, stavební spoření, finanční pronájem.

Podle druhu používaných nástrojů rozlišujeme:

- úvěrový trh
- devizový trh
- trh s cennými papíry (např. s akciemi, s dluhopisy)
- trh s drahými kovy, s uměleckými předměty.

Trh s cennými papíry se dále člení na:

a) primární – jsou na něm nabízeny nově emitované cenné papíry (např. nová emise státních dluhopisů),

b) sekundární – cenné papíry dříve emitované a již někým koupené mění majitele.

2.2 Kapitálový trh

Jedním z předpokladů zdravé ekonomiky je dobře fungující kapitálový trh. Zde dochází ke směně střednědobého a dlouhodobého kapitálu prostřednictvím cenných papírů. Na kapitálový trh vstupují emitenti (státní a veřejné instituce, podniky a finanční instituce), aby formou emise - vydáním cenných papírů- získali zdroje pro financování vlastní činnosti či rozvoje. Vedle toho sem vstupují investoři (fyzické osoby, banky, podílové a penzijní fondy a pojišťovny), aby zde zhodnotili své volné peněžní prostředky. Na kapitálovém trhu se tak odehrává pohyb kapitálu mezi přebytkovými a deficitními subjekty.

Kapitálový trh můžeme obecně rozdělit na trh akciový a trh dluhopisů. Akciovým trhem se zpravidla rozumí všechny veřejně obchodované, tedy registrované akcie a podílové listy. Trh dluhopisů představuje všechny veřejně obchodované dluhopisy státních a veřejných institucí a dluhopisy podniků.

2.3 Trh státních dluhopisů

Trh státních dluhopisů rozdělujeme na primární a sekundární. Na primárním trhu se obchoduje s nově emitovanými dluhopisy, na sekundárním trhu státních dluhopisů se obchoduje s již emitovanými dluhopisy.

Primární trh dluhopisů obstarává Česká národní banka. Podmínky pro fungování primárního trhu upravují Pravidla pro primární prodej střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů organizovaný Českou národní bankou. Státní dluhopisy se obvykle prodávají formou aukce pro přímé účastníky aukcí anebo přímým prodejem vybraným přímým účastníkům anebo administrátorovi emise. Přímým účastníkem trhu se může stát domácí banka, obchodník s cennými papíry nebo zahraniční banka, případně fyzická osoba s příslušnou licencí.

Pravidla upravují aukční proceduru prodeje na primárním trhu. Aukce probíhá buď s cílem prodat dluhopisy za maximální cenu anebo s cílem dosáhnout minimálního výnosu. Objem emise je před aukcí stanoven předem a jednotliví účastníci posílají své objednávky. Na straně nabídky dluhopisů vystupuje na primárním trhu jako jediný emitent, kterým je stát. Jakožto emitent. Poptávajícími jsou přímí účastníci trhu. Ti ale často nebývají konečnými zájemci o dluhopisy. Jejich poptávka odráží vývoj na sekundárním trhu, kde se získané dluhopisy stávají předmětem dalšího obchodování.

S dluhopisy, které jsou emitovány na primárním trhu, se pak dále obchoduje na sekundárním trhu. Na sekundárním trhu mají právo obchodovat jen obchodníci s cennými papíry, kteří jsou držiteli licence ČNB. Státní dluhopisy se také obchodují na mimoburzovním trhu. Trh tvoří banky, pojišťovny, investiční i penzijní fondy a další investoři, kteří mají zájem o koupi dluhopisů.

Na trhu státních dluhopisů se obchoduje nejvíce s těmito produkty: spořícími státnímu dluhopisy a státními pokladničními poukázkami.

Spořicí státní dluhopisy jsou určeny pro drobné investory, jejichž cílem je dlouhodobé a bezpečné spoření prostřednictvím konzervativních investičních nástrojů. Domácnosti, právnické osoby z neziskového a vládního sektoru tak mohou bezpečně investovat a podílet se na správě veřejných prostředků. Ministerstvo financí vydává tyto druhy spořicích státních dluhopisů:

- Diskontovaný spořicí státní dluhopis
- Prémiový spořicí státní dluhopis
- Kuponový spořicí státní dluhopis
- Reinvestiční spořicí státní dluhopis
- Proti-inflační spořicí státní dluhopis.

Vedle státních spořících dluhopisů jsou vydávány i státní pokladniční poukázky. Pokladniční poukázka je diskontovaný dluhový papír, vydaný emitentem (státem) se splatností do 1 roku. Je určena fyzickým osobám – podnikatelům a právnickým osobám (včetně měst, obcí a neziskových organizací). Trh s pokladničními poukázkami je neveřejný a je organizován Českou národní bankou. Vzhledem k nominální hodnotě 1 ks pokladniční poukázky 1 mil. Kč a poplatkům ve prospěch České národní banky se jeví

ekonomicky vhodné investovat do tohoto produktu v objemu od 100 mil. Kč. Investor tak umisťuje volné prostředky do dluhových instrumentů českého státu - emitenta s nejvyšším bonitním hodnocením v České republice.

Základní charakteristikou dluhopisu je jeho nominální (jmenovitá) hodnota, která se rovná částce, jaká bude v době splatnosti vyplacena jeho majiteli emitentem. Nominální hodnota slouží k výpočtu absolutní výše úrokového výnosu, pokud na něj majitel má nárok.

Pokud se bude hovořit o ceně dluhopisu, musí se rozlišovat cena tržní a cena teoretická. Tržní cena je taková, za kterou je dluhopis možné koupit na sekundárním trhu (pokud je zde obchodován) a je obecně dána poměrem nabídky a poptávky. Lze ji pouze s určitou pravděpodobností predikovat. Teoretickou cenu je možné vypočítat.

Dluhopis je cenný papír, který po dobu své existence přináší svému majiteli výnosy a v době splatnosti dochází k výplatě nominální hodnoty. Teoretickou cenou je současná hodnota těchto plateb s daným dluhopisem spojených. Z důvodu výplaty kupónů v ročních nebo šestiměsíčních intervalech se hodnota dluhopisu během období mění. Čím blíže je datum výplaty kupónu, tím má dluhopis pro držitele vyšší cenu. Z praktických důvodů nedochází ke změnám kurzu dluhopisu, k vyjádření změny se používá alikvotní úrokový výnos. Výnosy z prodeje státních dluhopisů jsou používány k financování schodků státního rozpočtu.

3. Možnosti financování veřejného dluhu vládními cennými papíry

3.1 Veřejný dluh

Jak už bylo naznačeno v předchozích částech textu, veřejný dluh se obvykle chápe jako souhrn pohledávek ekonomických subjektů vůči státu nehledě na to, jestli tyto pohledávky vznikly přes státní rozpočet anebo jiným způsobem. I když se to může zdát obtížně pochopitelné, pro veřejný dluh není ani tak důležité jak vznikl, ale především jakým způsobem bude uhrazen. Veřejný dluh je vlastně pohledávkou vůči aktuálním a budoucím daňovým platbám obyvatel, event. dluhovým závazkem pro budoucí generace. Hrubý veřejný dluh v sobě zahrnuje souhrnný objem závazků vládního sektoru. Obvykle mají tyto závazky fyzickou podobu vládních obligací, v nichž převládají obligace střednědobého charakteru, resp. krátkodobého charakteru. Jak uvádí Musgrave a Musgrave (1994), v krizových nebo recesivních obdobích hospodářského cyklu se preference investorů přesouvají směrem ke krátkodobým dluhopisovým produktům.

Státní dluh je tvořen závazky vlády. Součtem s dluhem mimorozpočtových fondů, místních rozpočtů a dluhem zdravotních pojišťoven vznikne veřejný dluh. Státní dluh je výsledkem deficitního státního rozpočtu a je financován pokladničními poukázkami, státními dluhopisy (obligacemi), přímými půjčkami nebo půjčkami od Evropské investiční banky.

Pro hodnocení míry zadlužení státu se používají tzv. maastrichtská kritéria. Prvním je podíl deficitu na hrubém domácím produktu. Ten nesmí překročit hranici 3%. Druhým kritériem je kritérium hrubého veřejného dluhu. Kritérium hrubého veřejného dluhu k hrubému domácímu produktu, což je poměr hrubého dluhu vládního sektoru v nominální hodnotě vyjádřený ke hrubému domácímu produktu v tržních cenách. Tento poměr by neměl překročit 60 %.[5] Proč byla zvolena právě tato kritéria a proč byly definovány jejich konkrétní limity vysvětlují Kalouda, Mecha a Povolný (2007).

[5] *Definice a měření státního dluhu*.[online] [cit.2013-01-04]. Dostupný z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd_definice_sd.html

Česká republika má v současnosti v porovnání s okolními zeměmi sice relativně nízký, ale v posledních letech prudce se zvyšující státní dluh.

Výši českého veřejného dluhu ovlivňují podle Ochrany a kol, (2010) tyto hlavní faktory: ekonomická a politická situace země, nastavení fiskálních pravidel, nastavení sociální politiky a demografický vývoj. Ekonomická situace je charakterizována poklesem tempa růstu hrubého domácího produktu, mírně rostoucí míra nezaměstnanosti a výše úrokových sazeb. Velmi důležitým faktorem je míra zadluženosti země. Politická situace zejména v předvolebních obdobích vytváří tlak veřejné výdaje a změnu daňových sazeb, které pak generují růst rozpočtového deficitu. Veřejný dluh ovlivňuje také nastavení fiskálních pravidel a sociální politika státu – především dávkový systém.

V teorii veřejných financí je také důležitá odpověď na otázku, kdo a na jak dlouho bude veřejným dluhem zatížen; jinak řečeno, jak velké dluhové břemeno se přenese na budoucí generace. V případě domácího dluhu to značné břemeno být nemusí. V případě zahraničního dluhu, který obvykle mívá dlouhodobý charakter, jde jednoznačně o zatížení budoucí generace a omezení zdrojů na tvorbu kapitálu v budoucnosti. Budoucí generace pak nemají jinou volbu, než dluh splatit nebo refundovat. Pokud by bylo potřebné z hlediska dluhového břemena pro budoucí generace volit mezi domácím a zahraničním dluhem, pak podle Musgrave a Musgrave (1994) je při volbě důležité jen jedno: jaké jsou náklady dluhu.

3.2 Strategie řízení státního dluhu

Strategií řízení státního dluhu ČR se zabývá Odbor řízení státního dluhu a financování majetku Ministerstva financí. Ten vydává každoročně (zpravidla v říjnu – listopadu kalendářního roku) dokument, nazvaný Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky. Do kompetencí a odpovědností tohoto odboru patří finanční operace spojené s financováním státu, aktivním řízením čistého dluhového portfolia, řízením likvidity souhrnného účtu státní pokladny a krátkodobým a dlouhodobým investováním volných peněžních prostředků, které se nachází na účtu státních finančních aktiv.

Management státního dluhu a strategie financování státního dluhu má svou oporu ve dvou hlavních teoretických koncepcích. Podle keynesiánského přístupu rozpočtový deficit vytěsňuje soukromé výdaje jako důsledek růstu cen na trzích služeb a

produktů,vysvětlit a také v důsledku růstu úrokových sazeb. Deficit je možné financovat ze soukromých domácích nebo také zahraničních úspor, podle toho, jak je ekonomika daného státu otevřená a také podle toho, jaká je situace na zahraničních kapitálových trzích. Pokud poroste zahraniční zadlužení, musí se počítat s tím, že v budoucnu porostou odchozí platby do zahraničí. Malá ekonomika v případě růstu deficitu bude typická růstem domácích investic, aby se deficit nemusel pokrývat ze zahraničních zdrojů

3.3 Řízení a financování veřejného dluhu

Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky vychází a je zpracována v souladu s Návrhem zákona o státním rozpočtu České republiky na příslušný rok. Opírá se o Střednědobý výhled státního rozpočtu České republiky na rok 2013 až 2014 a Střednědobé výdajové rámce na roky 2013 až 2014. Dalšími dokumenty ministerstva financí, o které se opírá, jsou Fiskální výhled České republiky z května a listopadu 2012 a Makroekonomická predikce České republiky z října 2011 pro rok 2012 a obdobné dokumenty MF z roku 2012 s predikcí pro rok 2013

Management státního dluhu se ve střednědobém výhledu zaměřuje na ty segmenty vládní finanční rozvahy, jejichž řízení je v přímé zodpovědnosti ministra financí a jejichž struktura má přímý dopad na peněžní toky státního rozpočtu následkem kolísání ekonomických a finančních rizikových faktorů, zejména úrokových sazeb a měnových kurzů.

Hlavní finanční položkou vládní rozvahy je státní dluh, který představuje více než 90 % celkové hrubé zadluženosti sektoru vládních institucí národního hospodářství a v roce 2011 dosáhne zhruba 39 % hrubého domácího produktu (dále HDP). Ve střednědobém výhledu se předpokládá, že dojde ke snížení tempa růstu státního dluhu, který nepřesáhne hranici 42 % HDP v roce 2014. Koncipování Strategie v horizontu let 2012 až 2014 vychází z výhledu velmi mírného hospodářského růstu, z prostředí stabilního domácího bankovního sektoru, vnější makroekonomické rovnováhy, důvěryhodné měnové politiky centrální banky a stabilní většinové vlády s programem stabilizace veřejné rozpočtové soustavy prostřednictvím strukturálních reforem s cílem snížit saldo hospodaření vládního sektoru pod hranici 2 % HDP do roku 2014 a dosáhnout

vyrovnaného salda hospodaření vládního sektoru nejpozději v roce 2016 za předpokladu ekonomického růstu v daném období.[6]

Strategie financování a řízení státního dluhu vychází z predikce hlavních makroekonomických indikátorů české ekonomiky, jak je ukazuje tabulka č. 5.

Tabulka 5 Hlavní makroekonomické ukazatele České republiky na roky 2011-2015

	2011	2012	2013	2014	2015
Reálný růst HDP (%)	1,7	-1,0	0,7	1,9	2,6
Růst spotřeby domácností (%)	-0,6	-3,0	-0,5	1,2	2,3
Růst spotřeby vlády (%)	-1,7	-1,1	-1,3	-1,2	0,1
Růst hrubé tvorby fixního kapitálu (%)	-0,9	-0,6	0,3	1,8	2,8
Příspěvek zahraničního obchodu k růstu HDP (p.b.)	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Průměrná míra inflace (%)	1,9	3,3	2,1	2,3	2,0
Míra nezaměstnanosti (%)[1]	6,7	6,9	7,3	7,2	7,0
Objem nominálních mezd a platů (%)	2,3	2,0	2,1	4,3	3,9
Podíl běžného účtu na HDP (%)	-2,9	-1,3	-1,2	-1,0	-1,3
Směnný kurz CZK/EUR	24,6	25,1	24,9	24,7	24,5
Reálný růst HDP eurozóny (%)[2]	1,4	-0,5	0,3	1,1	1,8

[1] *Míra nezaměstnanosti dle metodiky Výběrového šetření pracovních sil.*

Zdroj: MF (2012b)

„Financování státního dluhu vychází ze zreálněného předpokladu, že Česká ekonomika prochází od druhé poloviny roku 2011 mírnou recesí, v níž pravděpodobně po zbytek roku 2012 setrvá. Predikce růstu reálného HDP pro rok 2011 ve výši 2,1 %, se kterou pracovala Strategie pro rok 2012, se ukázala jako příliš optimistická, ve skutečnosti činí pro rok 2011 aktuální odhad růstu reálného HDP 1,7 %. Pro rok 2012 se podle říjnové predikce očekává pokles reálného HDP o 1,0 %. V průběhu následujících let očekává Ministerstvo postupné oživování ekonomické aktivity a reálný HDP by měl v roce 2013 vzrůst o 0,7 %, v roce 2014 o 1,9 % a v roce 2015 o 2,6 %, což představuje další zhoršení výhledu vývoje české ekonomiky, které predikovalo Ministerstvo v červnové predikci, kdy byl pro rok 2012 predikován nepatrný růst o 0,2 % a v roce 2013 růst o 1,3 %“.[7]

[6] Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky na rok 2012 [online] [cit.2012-12-18]. Dostupné z http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/st_dluh_66229.html,

[7] Viz Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky na rok 2013 [online] [cit.2012-12-26]. Dostupné z:http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vf_stratefie_financovani_rizeni_sd.html

Strategie také počítá s tím, že začala narůstat nejistota zejména ve vztahu k problematickým zemím eurozóny. Rozšiřování dluhové krize na další státy eurozóny a neschopnost politického konsenzu řešení vedla k nárůstu nedůvěry ve schopnost vlád postižených zemí splácet dluhy a k všeobecné nervozitě na finančních trzích. Bankovní sektor v eurozóně rovněž snižuje aktivitu na mezibankovních trzích a řadě bank bylo v důsledku jejich expozice vůči státním dluhopisům problémových států sníženo ratingové hodnocení.

Finanční program vlády vychází z plánované hrubé výpůjční potřeby[8] vlády na rok 2013, jak ukazuje tabulka č. 6

Tabulka 6 Hrubá výpůjční potřeba a financování centrální vlády v letech 12011-2015

	2011	2012		2013	2014	2015
mld. Kč	Skutečnost	Plán	Predikce		Plán	
Čistá výpůjční potřeba	**151,0**	**107,2**	**172,7**	**101,6**	**91,5**	**79,6**
Splátky SDD v daném roce	102,1	115,6	115,6	108,6	133,3	138,8
Zpětné odkupy a výměny SDD z předchozích let	0,0	-2,0	-2,0	-8,1	-10,0	-10,0
Zpětné odkupy a výměny SDD splatných v dalších letech[1]	2,0	10,0	8,1	10,0	10,0	10,0
Splátky SSD v daném roce[2]	0,0	9,5	9,6	7,5	12,5	19,5
Splátky úvěrů EIB	1,1	3,1	5,3	1,1	1,7	2,1
Další závazky státu[3]	0,0	0,0	0,0	10,0	10,0	10,0
Hrubá výpůjční potřeba	**256,2**	**243,4**	**309,3**	**230,7**	**249,0**	**250,1**
Čistá emise instrumentů peněžního trhu [4]	49,3	50,0	26,5[5]	0,0	0,0	0,0
Hrubá emise SDD na domácím trhu[6]	181,2	117,5	164,6	149,3	169,6	161,1
Hrubá emise SDD na zahraničních trzích[6]	0,0	50,0	68,8	49,8	49,4	49,0
Hrubá emise SSD[6]	20,4	20,0	45,4	30,0	30,0	40,0
Úvěry EIB	5,3	5,9	4,0	1,6	0,0	0,0
Čisté výpůjčky ze státní pokladny	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Financování hrubé výpůjční potřeby	**256,2**	**243,4**	**309,3**	**230,7**	**249,0**	**250,1**

Bez operací s SDD splatnými v běžném rozpočtovém roce.
Včetně předčasných splátek SSD na žádost vlastníka.
Ke krytí předčasných splátek SSD a úvěrů EIB před datem splatnosti a dalších neplánovaných závazků.
Bez revolvingu splatných instrumentů v rámci běžného roku.
Z toho do trhu 40,0 mld. Kč a operace Ministerstva v rámci investičních porfolií –13,5 mld. Kč.
Nominální hodnota, tj. prémie a diskonty jsou zahrnuty v čistých výdajích na obsluhu státního dluhu, tj. v rámci salda státního rozpočtu.

Zdroj: MF (2012)

Pro fina cování hrubé výpůjční potřeby vlády jsou k dispozici tři tradiční nástroje: čerpání úvěrů od Evropské investiční banky, výnosy z emise střednědobých dluhopisů a výnosy ze státních pokladničních poukázek. V porovnání s předchozími obdobími a hlavně s rokem 2012 došlo ke značnému snížení úvěrů od Evropské investiční banky.

[8] Hrubá vypůjčni potřeba vlády je čistá vypůjčni potřeba vlády rozšířená o splátky a odkupy státnich dluhopisů splatných v daném roce, splátky půjček EIB, zpětné odkupy a výměny státních dluhopisů splatných v dalšich letech a přecenění rezerv financování..

Počínaje rokem 2013 nebude Ministerstvo podle Strategie… „*při financování hrubé výpůjční potřeby pokračovat v navyšování emisí instrumentů peněžního trhu, tj. zejména státních pokladničních poukázek. To odpovídá cíli stabilizace míry refinančního rizika. Nárůst podílu těchto instrumentů je projektován tak, aby nebyl překročen základní limit státního dluhu splatného do jednoho roku. Ten je pro rok 2013 ponechán ve výši 25 %. Podíl instrumentů peněžního trhu na státním dluhu poklesne z cca 11,3 % na konci roku 2012 na cca 9,8 % na konci roku 2015.*“ [9]

Vláda bude podle Strategie usilovat o snižování státního dluhu především výnosy ze střednědobých dluhopisů. Do roku 2000 byly vydávány jen tříleté a pětileté dluhopisy. V roce 2000 se poprvé objevila emise dluhopisů na 7,10,15 a 20 let. Největší zájem byl o desetileté dluhopisy, sedmileté dluhopisy byly krátce po svém zavedení zrušeny. Za standard se považují dluhopisy na dobu 5 let.

V současné době jsou české státní dluhopisy vydávány jako dluhopisy s pevným úročením na doručitele a roční výplatou kuponu s dobou splatnosti 3,5,10 a 15 let. Prodávají se pouze přímým účastníkům aukce, kterými jsou Barclays Bank, Citibank Europe, Deutsche Bank, ERSTE Bank, HSBC BANK, ING Bank, Komerční banka, PPF banka, The Royal Bank of Scotland a UniCredit Bank Czech Republic.

Strategie snižování státního dluhu předpokládá, že hrubá emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů se bude na domácích i zahraničních trzích pohybovat v rozmezí 200-220 miliard korun a čistá emise státních střednědobých dluhopisů by měla být na úrovni 70 – 90 mld. korun. Plánovaná výše vychází ze zkušeností předchozích let. Z ní také vychází program financování a plán emisní činnosti na nejbližší období. Oproti finančnímu programu na rok 2012 došlo ke zvýšení výpůjční potřeby vlády o 65,9 mld Kč na celkových 309,3 mld Kč. To je důsledkem revize plánu tvorby rezervy peněžních prostředků kvůli přetrvávající nejistotě v perspektivě vývoje eurozóny a také toho, že došlo k mírnému navýšení splátek úvěrů od Evropské investiční banky ve výši 2.2 mld. Kč. Na domácím trhu střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů bylo v roce 2012 uskutečněno celkem 6 samostatných primárních aukcí a 17 primárních aukcí dvou různých instrumentů v jednom aukčním dnu. Prostřednictvím primárních aukcí byly v roce 2012

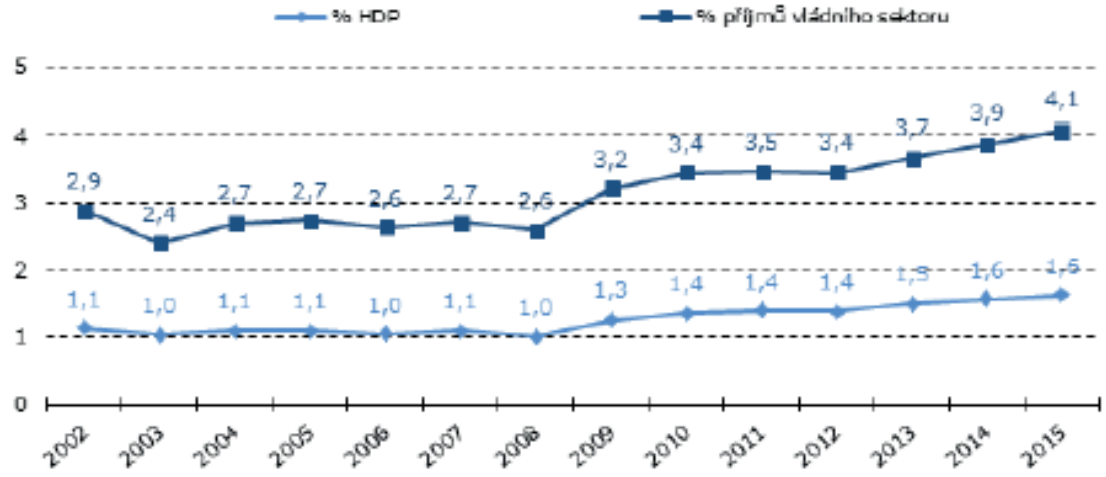
[9] Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky na rok 2013 [online] [cit.2012-12-26]. Dostupné z:http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vf_stratefie_financovani_rizeni_sd.html

prodány střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 151,2 mld. Kč.[10]

Dalším nástrojem, jehož pomocí chce vláda dosáhnout výrazného snížení státního dluhu, jsou náklady na jeho obsluhu. O výraznou úsporu nákladů na obsluhu státního dluhu usiluje vláda od roku 2009.

Podle údajů ministerstva financí v období 2002 až 2011 došlo téměř ke zdvojnásobení úrokových výdajů na obsluhu dluhu vládního sektoru v metodice ESA95 z 29 mld. Kč na 53 mld. Kč. Ve vztahu k ekonomické výkonnosti oscilovaly úrokové výdaje kolem 1 % HDP s tím, že v roce 2011 dosáhly 1,4 % HDP. Ve vztahu k celkovým příjmům vládního sektoru se pak pohybovaly v pásmu 2,4 až 3,5 %. Příspěvek úrokových výdajů ke změně dluhu bude hrát ve výhledu do roku 2015 významnější roli než primární saldo vládního sektoru.[11] Celkový přehled vývoje úrokových výdajů ukazuje graf 2

Graf 2 Úrokové výdaje na dluh vládního sektoru 2002 - 2015



Zdroj: MF (2012d)

Podle předpokladů ministerstva financí se ke konci roku 2012 dá očekávat čistá úspora výdajů na obsluhu státního dluhu ve výši 23,3 mld. Kč.

[10] tamtéž
[11] Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky na rok 2013 [online] [cit.2012-12-26]. Dostupné z:http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vf_stratefie_financovani_rizeni_sd.html

V souladu s předpovědí salda státního rozpočtu v nejbližších letech poroste závazek státu v odkupech státních dluhopisů a také ve splátkách. Vláda na období 2012-2014 plánuje snížení čisté výpůjční potřeby. Více se ale zatíží splátkami a odkupy státních dluhopisů. Fakticky v roce 2013 naroste závazek státu ze splátek dluhopisů v porovnání s rokem 2011. Vláda bude muset značně snížit rozpočtové výdaje a současně dosáhnout zvýšení příjmů státního rozpočtu. Vzhledem k tomu, jak se očekává vývoj hrubého domácího produktu a v souvislosti s problematickými postoji politických subjektů to bude přinejmenším problematický úkol.

3.4 Porovnání České republiky s Evropskými státy

Schodek státního rozpočtu české republiky byl v uplynulých letech financován především výnosy z prodeje státních dluhopisů. Stejnou strategii financování zvolily i jiné státy Evropské unie. Porovnání vývoje výnosu českých státních dluhopisů v porovnání s výnosy dluhopisů jiných evropských států znázorňuje tabulka č. 7.

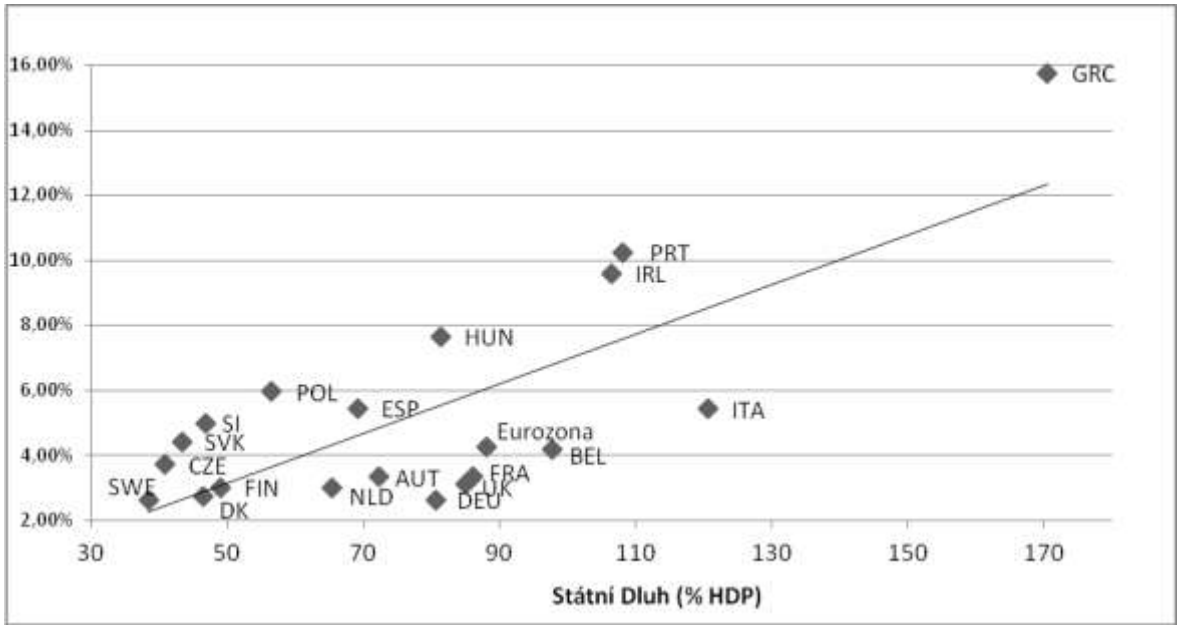
Tabulka č.7 Porovnání výnosů 10letých státních dluhopisů v roce 212

Země	**Výnos**
Česká republika	2,9%
Německo	1,51%
Francie	2,6%
Španělsko	5,9%
Švýcarsko	2,9%
Polsko	5,1%
Belgie	3,0%
Řecko	22,9%
Itálie	5,52%

Zdroj: OECD (2012d)

V následujících dvou grafech jsou znázorněny výnosy 10letých státních dluhopisů v závislosti na velikosti státního dluhu v roce 2011 a 2012. Lze vypozorovat určitý vztah mezi výší veřejného dluhu a úrokem, který věřitelé požadují. Menší úrok u zemí s větším zadlužením lze vysvětlit důvěrou v ekonomiku země a naopak.

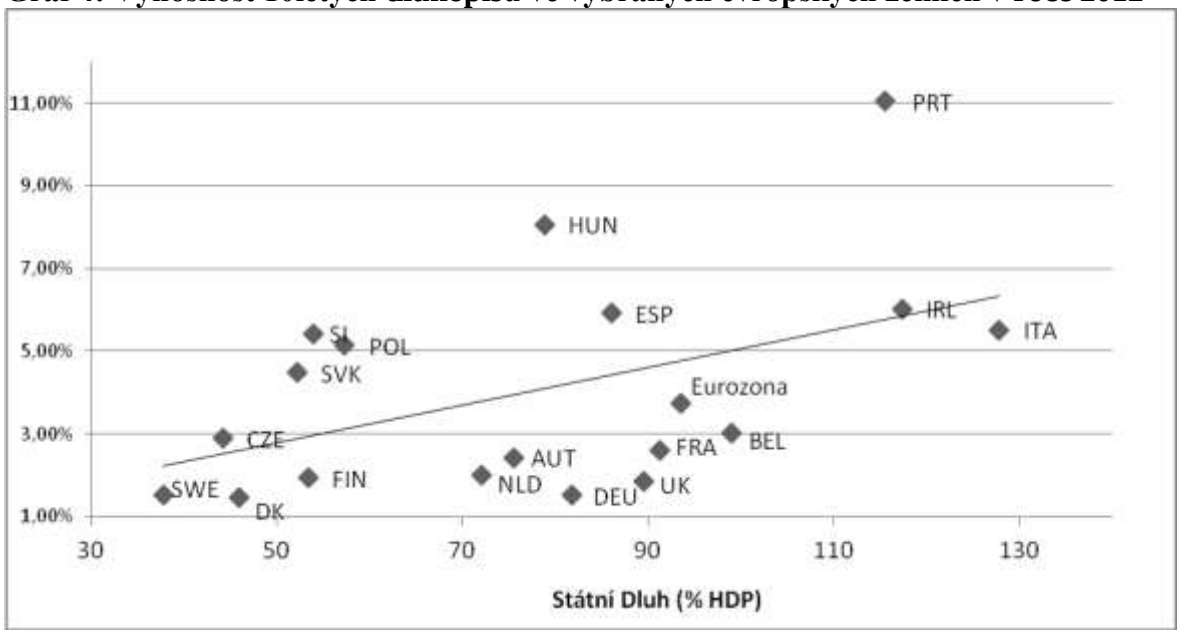
Graf 3: Výnosnost 10letých dluhopisů ve vybraných evropských zemích v roce 2011



Zdroj: OECD (2012d)

V roce 2011 byl po České republice požadován výnos 3,7% i přes to, že měla jedno z nejmenších zadlužení v EU (40,8% HDP). Opačná situace byla například u Itálie.

Graf 4: Výnosnost 10letých dluhopisů ve vybraných evropských zemích v roce 2012



Zdroj: OECD (2012d)

V roce 2012 požadovaný výnos pro Českou republiku klesl. Vliv na to mělo zlepšení situace na Evropských trzích a zlepšení ratingu České republiky u mnoha ratingových agentur na konci roku 2011. Naopak u mnoha zemí, které začaly být vnímané jako více rizikové, došlo k nárůstu požadovaného výnosu.

3.5 Financování veřejného dluhu výnosy vládních cenných papírů

Problematika nárůstu zadlužení státu a financování veřejného dluhu, jak podotýkají přední finanční odborníci České bankovní asociace, není novým tématem, diskutovaným ekonomy i politiky v České republice. I přes to, že počátek transformace ekonomiky po roce 1989 „zdědil“ nízkou úroveň zadlužení a rétorika tehdejších ekonomických lídrů byla ve prospěch makroekonomické disciplíny (a tedy i zodpovědné fiskální politiky), od doby samostatnosti ČR hospodařil náš stát s jedinou výjimkou vždy s deficity. Ty dosáhly i v období rychlého růstu v této dekádě hodnot, které nezajistily ani za těchto velmi příznivých okolností pokles veřejného dluhu v poměru k velikosti ekonomiky.[12]

Vývoj vnosů českých státních dluhopisů je poměrně stabilní. V roce 2011 jej přerušila prohlubující se dluhová krize v eurozóně. Nejistota na evropských dluhopisových trzích přetrvávala i v prvním pololetí roku 2012, kdy výkyvy ve výnosech přetrvávaly. Míra výnosů se pak ustálila na hodnotě 2,42%. Vývoj výnosů českých státních dluhopisů v letech 2007 – 2012 dokumentuje Graf 3.

Graf 5: Vývoj výnosů českých státních dluhopisů v letech 2007 až 2012 (% p.a.)



Zdroj: MF (2012d)

V roce 2012 na základě výnosů obchodování se státními dluhopisy na finančních trzích vláda vypracovala strategii financování schodku státního rozpočtu na nejbližší dvouleté období.

[12] MAREK, David, MERTLÍK, Pavel, NIEDERMAYER, Luděk a Pavel Sobíšek. *Růst státního dluhu rizika pro ekonomiku, podniky, občany i finanční sektor* Praha: Česká bankovní asociace – listopad 2009. 24 s. s.4

V roce 2012 na financování deficitu státního rozpočtu vláda získala „jarní“ a úspěšnou „vánoční“ emisí spořicích státních dluhopisů zdroje v celkové výši 45,3 mld. Kč, což představovalo 14,7 % vládní výpůjční potřeby. V únoru 2012 vydalo ministerstvo financí eurobond 3,875 %, v objemu 2 mld. eur. Pro silnou poptávku po tomto dluhopisu byla v říjnu 2012 vydána druhou tranše emise ve výši 750 mil. eur a celková jmenovitá hodnota emise se navýšila na výsledných 2,75 mld. eur. Přímé prodeje na sekundárním trhu dosáhly jmenovité hodnoty 12,4 mld. Kč. Z toho přímé prodeje střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů primárním dealerům činily 9,1 mld. Kč a prodeje do portfolia EIB činily 3,3 mld. Kč. Čistá emise státních pokladničních poukázek byla na trhu podle údajů ministerstva financí a Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky realizována v rámci plánovaného rozpětí na úrovni 40,0 mld. Kč za celý rok 2012. Celková čistá emise instrumentů peněžního trhu dosáhne výše 26,5 mld. Kč a podílí se tak na financování hrubé výpůjční potřeby z 8,6 %. Pro pokrytí hrubé výpůjční potřeby vlády se pro rok 2013 počítá s emisí korunových střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na domácím trhu v objemu, který nepřekročí 219,1 mld. Kč. Výpůjční potřeba bude dále zajišťována dlouhodobými korunovými úvěry od Evropské investiční banky v hodnotě 1,6 mld. Kč.

Pro rok 2012 plánovalo ministerstvo financí emisi spořících dluhopisů v objemu nejvýše 40 miliard korun. Poptávka po spořících dluhopisech byla ale tak velká, že se prodej musel předčasně ukončit.

Server Finanční noviny zhodnotil prodej druhé emise dluhopisů, který začal v pondělí 5. listopadu. Úřad původně plánoval prodat dluhopisy maximálně za 20 miliard korun, kvůli velkému zájmu proto čtyřtýdenní termín prodeje zkrátil do pondělí 12. listopadu. Lidé si objednali spořicí státní dluhopisy za 31 mld. Kč. Zájemci si mohli pořídit prémiový dluhopis s tříletou splatností a průměrným ročním výnosem 2,77 procenta, pětiletý kuponový dluhopis s průměrným ročním výnosem 3,22 procenta, pětiletý reinvestiční spořicí dluhopis s ročním výnosem 3,41 procenta, 1,5letý diskontovaný dluhopis s výnosem 2,05 procenta a sedmiletý protiinflační dluhopis. Ten je úročen podle míry inflace."Pro občany je výhodou to, že mají k dispozici další investiční příležitost s poměrně nízkým rizikem, výhodou pro ministerstvo financí je diverzifikace investorské báze při dluhovém financování," uvedl hlavní ekonom Patria Finance David Marek. Vysoká poptávka a pokles tržních úrokových sazeb dávají podle něj

prostor k tomu, aby u příští emise spořících dluhopisů klesl nabízený výnos, a tedy i náklady na financování státního dluhu. "Úspěch emise lze jednoznačně připsat nabízeným výnosům, které jsou o dost vyšší než ty, které požadují investoři do standardních státních dluhopisů," uvedl Vácha. Například dluhopisy splatné za 1,5 roku na trhu vynášejí podle něj zhruba 0,20 procenta ročně a pětileté pak 0,65 procenta ročně.[13]

[13] *Lidé si objednali spořicí státní dluhopisy za 31 mld. Kč* [online] [cit.2012-12-14]. Dostupný z: http://www.financninoviny.cz/zpravy/lide-si-objednali-sporici-statni-dluhopisy-za-31-mld-kc/865260

Závěr

Problematika veřejných financí a deficitů veřejných rozpočtů, resp. možnosti financování veřejného dluhu výnosy z vládních cenných papírů je velmi široká. Bakalářská práce se proto ve svém cíli zaměřila na teoretické objasnění podstaty veřejných financí a finančních trhů a jejich vzájemných vztahů. V analytické části byla jejím cílem deskripce možností financování veřejného dluhu výnosy z prodeje vládních cenných papírů.

Pro financování schodku státního rozpočtu mají vlády k dispozici v podstatě tři základní instrumenty: snižování výdajů na obsluhu státního dluhu, vydávání státních dluhopisů různého typu a zahraniční půjčky. Česká vláda zvolila ve strategii snižování státního dluhu jednu z možných cest – vydávání státních dluhopisů, doplněnou o půjčky od Evropské investiční banky.

Při hodnocení možností financování veřejného dluhu se i přes větší nákladnost jeví jako výhodné pokračovat ve vydávání státních spořících dluhopisů. Postupně by se tím mohlo změnit portfolio domácího dluhu a ve veřejnosti by se mohl stimulovat zájem o dluhovou situaci státu.

Na druhé straně se ale domnívám, že vlastnictví státních spořících dluhopisů bude na určitou dobu vázat část použitelných finančních prostředků domácností a tak se sníží objem disponibilních zdrojů na jejich spotřebu či investice. To zase jako nezamýšlený a nechtěný důsledek může znamenat pokles poptávky po zboží a službách. Na druhou stranu se mohou uvolnit zdroje institucionálních investorů. I přes nesporný zájem o emise státních dluhopisů je asi na místě konstatování, že jejich vliv díky malému objemu na ekonomiku nebude velký. Budou ale vhodným nástrojem aktivní fiskální politiky.

V textu práce byly využity především analytické a predikční materiály Ministerstva financí ČR – především Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky na rok 2012 a 2013, o které se závěry práce opírají. Tyto zdroje statistických údajů byly použity jako primární.

Přínos práce je ve shrnutí základních teoretických poznatků o řešeném problému. Snažil jsem se najít odpověď na otázku, jak spolu souvisí veřejné finance a finanční trhy a najít odpověď na otázku, jaké produkty může stát obchodovat na finančních trzích, aby výnosy z jejich prodeje použil na financování schodku státního rozpočtu. Také jsem se

snažil popsat, kdo a jakým způsobem vypracovává strategii řízení a financování státního dluhu. Studiem odborných materiálů jsem pochopil řadu souvislostí dané problematiky a při hledání odpovědí na některé otázky jsem si ujasnil, jak by mohla být koncipována diplomová práce, v níž by mohl být podrobně analyzován vývoj výnosů konkrétní emise státních dluhopisů na finančních trzích.

Literatura

Odborné publikace:

ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ. *Základy financí*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011, 304 s. ISBN 978-80-247-3669-3.

ČERVENKA, Miroslav. *Soustava veřejných rozpočtů*. Vyd. 1. Praha: Leges, 2009. 205 s. ISBN 9788087212110.

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

DVOŘÁK, Pavel. Mimorozpočtové důvody růstu veřejného zadlužení. *Politická ekonomie*. 2010, 4, s. 522-541

GRÚŇ, Ľubomír. *Finanční právo a jeho instituty*. Praha: Linde, 2004, 307 s. ISBN 8072014749.

HAMERNÍKOVÁ, Bojka; MAAYTOVÁ, Alena a kol. *Veřejné finance*. Praha: ASPI, 2007, ISBN 978-80-7357-301-0

KALOUDA, František, MECH, Josef a POVOLNÝ, Pavel. *Metody analýz výdajů státního rozpočtu*. 1. vyd. Praha: Alfa Publishing, 2007. 125 s. ISBN 978-80-86851-75-4.

KUBÁTOVÁ, Květa. *Úloha veřejných financí v řešení problémů a dopadů současné krize*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011. 164 s. ISBN 9788073576097.

KOHOUT, Pavel. *Finance po krizi: Evropa na cestě do neznáma*. 3., rozš. vyd. Praha: Grada, 2011, 328 s. ISBN 978-80-247-4019-5.

LAJTKEPOVÁ, Eva. *Veřejné finance*. Vyd. 1. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2007. 151 s. ISBN 978-80-7204-495-5.

MAREK, David, MERTLÍK, Pavel, NIEDERMAYER, Luděk a Pavel Sobíšek. *Růst státního dluhu rizika pro ekonomiku, podniky, občany i finanční sektor* Praha: Česká bankovní asociace – listopad 2009. 24 s

NAHODIL, František. *Veřejné finance v České republice*. Plzeň: Aleš Čeněk, 2009.359 s. ISBN 978-80-7380-162-5.

MALÝ, Ivan a Juraj NEMEC. *Možnosti zvyšování efektivnosti veřejného sektoru v podmínkách krize veřejných financí*. Vyd. 1. Brno: Masarykova univerzita, Ekonomicko-správní fakulta, 2011, 222 s. ISBN 978-80-210-5668-8.

MUSGRAVE, Richard Abel a MUSGRAVE, Peggy B. *Veřejné finance v teorii a praxi*. Vyd. 1. Praha: Management Press, 1994. 581 s. ISBN 80-85603-76-4.

PEKOVÁ, Jitka. *Veřejná správa a finance veřejného sektoru*. 2. vyd. Praha: ASPI, 2005. 555 s. ISBN 80-735-7052-1.

PEKOVÁ, Jitka. *Veřejné finance: úvod do problematiky*. 3., přeprac. vyd. Praha: ASPI, 2005. 527 s. ISBN 80-7357-049-1.

PILNÝ, J. *Veřejné finance*. 5,vydání. *Pardubice:*Univerzita Pardubice – Fakulta ekonomicko-správní, 2007.226 s. ISBN 978-80-7194-963-3.

OCHRANA, František a Milan PŮČEK. *Dosahování úspor a omezování plýtvání ve veřejném sektoru*. Vyd. 1. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2012, 227 s. ISBN 978-80-7357-909-8.

OCHRANA, František a kol. *Veřejný sektor a veřejné finance: financování nepodnikatelských a podnikatelských aktivit*. 1. vyd. Praha: Grada, 2010. 261 s. ISBN 978-80-247-3228-2.

REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. Vyd. 1. Ostrava: Key Publishing, 2008, 559 s. ISBN 978-80-87071-87-8.

UJEC, Jindřich. *Finanční trhy a veřejné finance I.*. Vyd. 1. Ostrava: Vysoká škola podnikání, a.s., 2005. 58 s. ISBN 80-86764-23-0.

Elektronické zdroje:

Definice a měření státního dluhu.[online] [cit.2013-01-04]. Dostupný z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd_definice_sd.html

MF. Fiskální výhled České republiky. květen 2012a. [online]. Dostupný z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/FiskalniVyhled_2012-05.pdf

MF. Fiskální výhled České republiky. Listopad 2012b. MF ČR. [online]. Dostupný z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/FiskalniVyhled_2012-11.pdf

Lidé si objednali spořicí státní dluhopisy za 31 mld. Kč [online] [cit.2012-12-14]. Dostupný z: http://www.financninoviny.cz/zpravy/lide-si-objednali-sporici-statni-dluhopisy-za-31-mld-kc/865260

MF.Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky na rok 2012.2012c [online] [cit.2012-12-14].Dostupné z http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/st_dluh_66229.html

MF. Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky na rok 2013. 2012d[online[[cit.2012-12-15]. Dostupný z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vf_stratefie_financovani_rizeni_sd.html

*Economic Outlook No 92 - December 2012 - OECD Annual Projections***.** Dostupný z: http://stats.oecd.org/Index.aspx?QueryId=40567#

Zpráva o plnění státního rozpočtu České republiky za první pololetí 2012. Dostupný z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/polol_poklpln.html