

Tendence vývoje veřejného zadlužení v zemích EU

Public Indebtedness Trends in EU Countries

PAVEL DVOŘÁK
PETR LEJTNAR

Růst veřejného zadlužení je teoreticky i prakticky velmi aktuálním problémem jak v Evropě, tak v České republice. O redukci nadměrné relativní váhy veřejného dluhu se v etapě před vstupem do Eurozóny pokoušela většina států EU. Přesto je průměrná hodnota tohoto ukazatele za země Eurozóny vyšší než hodnota maastrichtského dluhového kritéria a v polovině roku 2007 dosahuje téměř 70 %. Rozhodující podíl na tomto stavu má ve většině zemí EU i u nás centrální vláda.

V České republice je prudký nárůst veřejného zadlužení bezesporu jedním z vážných makroekonomických problémů. I když před termínem našeho zamýšleného vstupu do Eurozóny podíl veřejného dluhu k HDP zřejmě nedosáhne maastrichtské hodnoty, jsou tempo i důvody jeho růstu znepokojující. Mezi roky 2002 a 2005 bylo tempo růstu českého veřejného dluhu nejrychlejší v Evropě.

Přes zjevnou závažnost problému zůstává v teoretické oblasti řada otázek spojených s důsledky veřejného dluhu nevyřešena, nebo se výsledky empirických studií, testujících existující hypotézy, významně liší¹.

Jak ukazuje nedávná analýza IMF, trend růstu veřejného zadlužení se týká celého segmentu rozvojových a tranzitivních ekonomik. K jeho zhoršení došlo v roce 1997, především v souvislosti s asijskou finanční krizí. Zatímco v ekonomicky rozvinuté zemi nedošlo k dluhové krizi od konce druhé světové války, postihly dluhové krize řadu ekonomicky slabších zemí – v posledních letech např. Argentinu, Ekvádor, Pákistán, Rusko, Ukrajinu nebo Uruguay. Z toho vyplývá, že rozvojové a tranzitivní ekonomiky jsou zranitelnější finanční krizí, spojenou s růstem fiskální nerovnováhy. Trend zvyšování veřejného zadlužení v České republice nelze proto v žádném případě ignorovat.

V následujícím textu se pokusíme popsat základní trendy ve vývoji objemu a struktury veřejného dluhu ve vybraných zemích EU a na základě komparace s vývojem u nás vyvodit závěry pro Českou republiku.

Vývoj veřejného zadlužení – data

Při analýzách vývoje objemu a struktury veřejného zadlužení se výzkum setkává s řadou potíží. Mezi nejvýznamnější patří problém dosažitelnosti a spolehlivosti dat. Tuto skutečnost jasně deklaruje přehledná studie IMF z roku 2003, která upozorňuje na dva hlavní problémy. Prvním je **dotupnost dat**. Řada rozvojových a tranzitivních ekonomik není schopna poskytnout delší časové řady věcně konzistentních údajů o vývoji veřejného dluhu. Data

1 *Nejednoznačné výsledky poskytují např. studie věnované vlivu veřejného dluhu na úrokovou míru (Cebula et al., 2002; Laubach, 2003; Engen et al., 2004), na hodnotu směnného kursu (Ganelli, 2005) nebo na spotřební chování (Afonso, 2001).*

o externím veřejném zadlužení země jsou často přesnější než data o zadlužení vnitřním. Pro některé země nejsou data, potřebná k podrobnější analýze (např. data o měnové denominaci veřejného dluhu, struktuře jeho splatnosti apod.), vůbec k dispozici.

Druhý problém je **metodický**. Existující statistické přehledy zachycují v naprosté většině pouze zadlužení centrální vlády. Pozornosti tak unikají objemově významné součásti veřejného dluhu, skryté v parařiskálních fondech, ve státem spravovaných penzijních fondech i v nejrůznějších institucích, které jsou ze sledování vyloučeny². Problémy jsou tradičně i se zahrnutím dluhů státem vlastněných, či spoluvlastněných podniků a bank. Zvláštní třídu problémů tvoří implicitní vládní závazky³, hlavně vládní úvěrové garance, které se vykazují teprve v poslední době⁴. Značné rozdíly existují i v tom, jaká aktiva jsou brána do úvahy při konstrukci čistého veřejného dluhu a jak jsou oceňována.

Tyto a další věcné i metodické problémy způsobují problémy při komparaci údajů o vývoji veřejného zadlužení v jednotlivých zemích i mezi nimi. Ve zmíněné studii IMF se konstatuje, že neexistuje žádný souhrnný přehledný datový zdroj, ze kterého by bylo možno při analýzách vycházet⁵. Naznačené problémy limitují počet a kvalitu existujících studií i jejich vypovídací schopnost.

Ze stejného důvodu se následující analýza týká pouze dluhu centrální vlády, označované v EU jako vládní, u nás jako státní dluh. Na základě současné metodiky ESA 95 je struktura vládního dluhu rozdělena na dluh centrální vlády, společně vykazovaný dluh federálních států (např. federální státy Německa, Rakouska apod.) a místní vlády. S několika výjimkami⁶ jsou samostatnou součástí i fondy sociálního zabezpečení.

Ve většině evropských zemí je význam dluhu centrální vlády rozhodující. Pouze v Estonsku, Lucembursku a Německu hrály státní a místní vlády důležitější roli. V Estonsku tvořil jejich podíl 48 %, v Lucembursku 44 % a v Německu 39 %.

2 *Jedná se nejen o z podstaty podezřelé instituce typu Konsolidační agentury, ale často i o instituce velmi významné. Např. způsob zahrnutí závazků Centrální banky do veřejného dluhu se mezi zeměmi významně liší a ani v ČR není konsolidace důsledně provedena.*

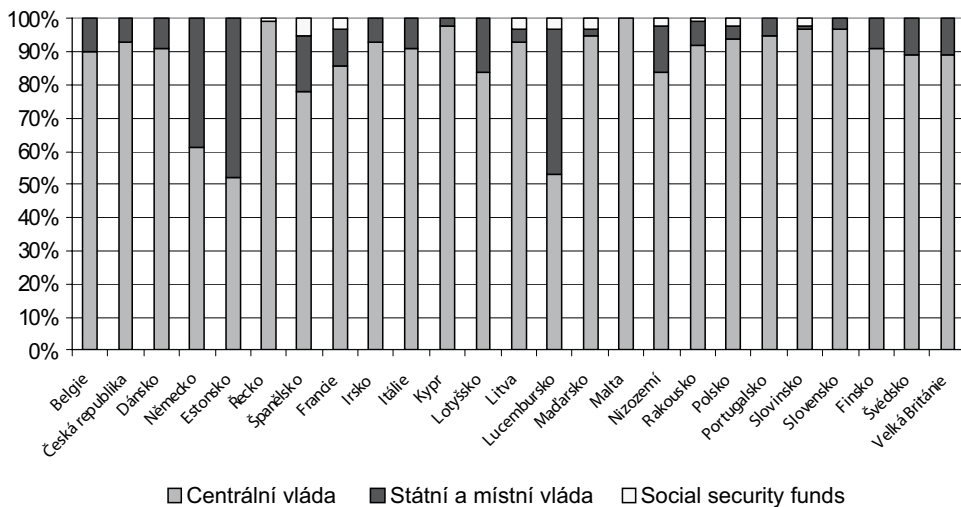
3 *Contingent liabilities of the government. Tyto závazky často způsobují i to, že u konkrétní země dluhová a fiskální data poskytují odlišné údaje (přírůstek veřejného dluhu za dané období se nerovná deficitu státního rozpočtu).*

4 *Aktualizovaný objem rizikových státních záruk, zahrnovaných do integrovaného portfolia státního dluhu a rizikových státních záruk v České republice dosahuje výše 56 mld. Kč.*

5 *„ The data for emerging market economies were collected from IMF staff reports and country economists. Of these 34 countries, 19 had data for the public sector, 10 for the general government, and 5 for the central government. For most countries, data are on a gross basis (i.e., financial assets are not netted out)“. (Public debt in emerging markets: is it too high?, Chapter III, WEO 2003 Box 3.1, p. 115).*

6 *Ve Velké Británii, na Maltě a na Kypru netvoří fondy sociálního zabezpečení samostatnou kategorií a jsou zahrnuty v dluhu centrální vlády.*

Graf 1: Struktura vládního dluhu podle jednotlivých vládních úrovní (2003)



Vývoj objemu vládního dluhu v EU

Ve většině existujících analytických studií se operuje výhradně ukazatelem označovaným jako relativní váha veřejného dluhu – tzn. podílem vládního dluhu k HDP. To je oprávněno vzhledem k tomu, že tento ukazatel odráží nejen růst zadlužení, ale také růst ekonomiky dané země. Tento ukazatel se v EU nijak dramaticky nezhoršuje.

Vzhledem k růstu objemu HDP však **znamená i meziročně stabilní poměr veřejného dluhu k HDP nárůst jeho objemu**, který může být značný hlavně v letech vyššího růstu HDP a týká se tedy i většiny evropských zemí v posledním desetiletí.

Podle Evropského statistického úřadu se celkový objem vládního dluhu v období let 1995 až 2005 zvýšil v EU ve dvanácti z celkem patnácti původních členských států⁷, přičemž nejvyšší absolutní zvýšení objemu vládního dluhu zaznamenaly Německo, Francie a Itálie. V těchto třech významných evropských ekonomikách se objem dluhu ve sledovaném období zvýšil o více než 400 miliard eur. Ve Francii se objem vládního dluhu zvýšil o téměř 75 %⁸, v Německu a v Itálii o více než 40 %. Celkový přehled vývoje objemu vládního dluhu podává následující tabulka:

7 Dluh původních patnácti států je z hlediska objemu dluhu EU25 naprosto rozhodující (tvoří téměř 97 %).
8 Stejným tempem se zvyšoval i objem vládního dluhu Portugalska a Velké Británie. Vládní dluh těchto zemí je však komparativně menší než dluh francouzský.

Tab. 1: Hrubý vládní dluh zemí EU15 (mld. eur)

	1995	1997	1999	2001	2003	2005	Poměr 2005/1995
Německo	1065	1129,8	1210,3	1241,5	1381	1521,6	1,43
Itálie	1066,4	1233,4	1279,5	1351,4	1392,3	1510,8	1,42
Francie	657,3	735,7	792,1	840,8	994,5	1138,4	1,73
V. Británie	439,6	617,5	654,5	633,2	622,7	769,0	1,75
Španělsko	291,6	327,1	357	378,3	381,5	390,5	1,34
Belgie	282,3	268,1	270,7	274,4	270,8	278,2	0,99
Nizozemí	243,9	230,8	236	227	248	266,3	1,09
Řecko	95	114,9	122,3	150,7	167,7	194,7	2,05
Rakousko	123,7	116,9	133	142,8	146,1	155,3	1,26
Švédsko	150	152,6	152,2	132,5	140,2	143,6	0,96
Portugalsko	53	54,5	58,7	68,5	78,4	94,4	1,78
Dánsko	101,3	97,5	93,6	85,2	84	74,7	0,74
Finsko	56,5	57,5	56,4	59,1	64,7	65,1	1,15
Irsko	41,3	44,2	43,5	41,4	43,3	44,2	1,07
Lucembursko	0,9	1	1,1	1,5	1,6	1,8	2,01

Zdroj: Eurostat

Nejvyšší dynamiku růstu dluhu zaznamenaly Řecko a Lucembursko. V těchto státech se objem vládního dluhu zdvojnásobil (v případě Lucemburska však zůstává absolutní výše vládního dluhu velmi nízká, nedosahuje ani výše 2 mld. eur).

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. eur (zhruba o 25 %). V Belgii a ve Švédsku se vládní dluh objemově snížil pouze nepatrně (v Belgii o 4,1 mld. eur a ve Švédsku o 6,4 mld. eur).

Vývoj objemu vládního dluhu v nových členských zemích EU

Při pohledu na vývoj vládního dluhu deseti nově integrovaných členských států unie lze konstatovat, že absolutní výše zadlužení těchto států, je vzhledem k tomu, že jde ve většině případů o menší země, podstatně nižší. Celkový vládní dluh všech deseti zemí dosahoval v roce 2005 výše 228 mld. eur⁹, zatímco celkový dluh původní evropské patnáctky výše 6 648,6 mld. eur. Nejvyšší vládní dluh z nových zemí EU má Polsko, kde přírůstek vládního dluhu ve sledovaném období mezi roky 1998 až 2005 dosáhl výše 50,2 mld. eur.

Z hlediska dynamiky růstu dluhu se nejvíce zvýšilo vládní zadlužení ČR, ve které se objem dluhu ve stejném období více než zčtyřnásobil. Z tohoto hlediska je tedy tempo růstu českého vládního dluhu mimořádné.

⁹ To je méně, než kolik činí vládní dluh např. Nizozemí.

Tab. 2: Hrubý vládní dluh nově integrovaných členských států EU (mld. eur)

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

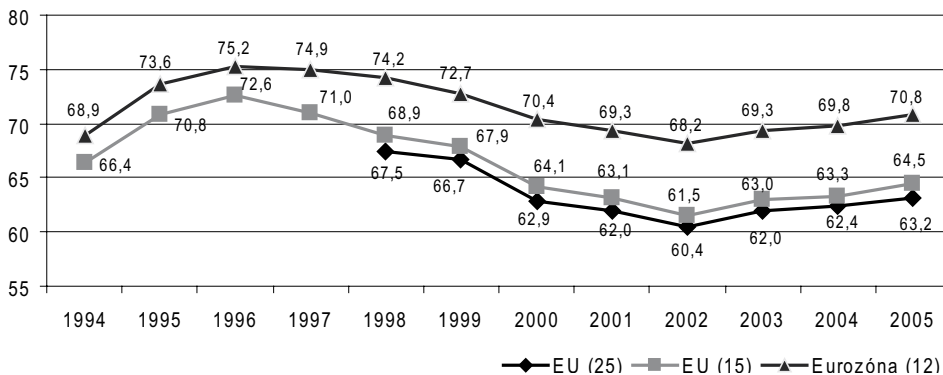
Zdroj: Eurostat

Poznámka: Sledované období je z důvodu omezené dostupnosti relevantních dat umožňujících vzájemnou komparaci o tři roky kratší.

Vývoj relativní váhy vládního dluhu v EU

Vzhledem k odlišné velikosti srovnávaných zemí i jejich ekonomického výkonu je ve standardních analýzách srovnáván vývoj relativní váhy vládního dluhu (tj. poměr hrubého vládního dluhu v nominální hodnotě k HDP v tržních cenách). Podívejme se nyní podrobněji na vývoj tohoto ukazatele.

V roce 1996 dosahoval vládní dluh v EU podílu 72,6 % HDP. V období let 1996 – 2002 docházelo vlivem snahy vyrovnat se s Maastrichtským konvergenčním kritériem k jeho snižování až na úroveň 61,5 % (EU15), respektive 60,4% (EU25). V roce 2002 však došlo ve vývoji ke zlomu a relativní váha vládního dluhu v EU se začala opět zvolna zvyšovat.

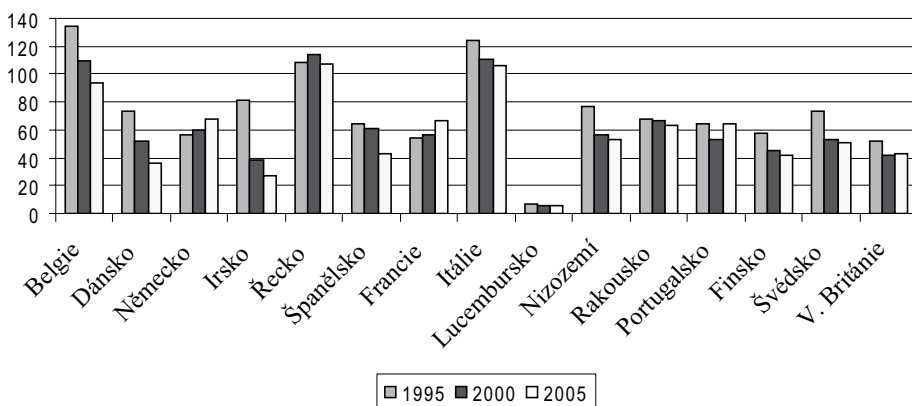
Graf 2: Relativní váha vládního dluhu EU (% HDP)

Zdroj: data Eurostatu

Mezi země s nejvyšší relativní váhou vládního dluhu, která přesahuje 100 % HDP patří dlouhodobě Itálie a Řecko. Dále Belgie, kde jsou však v posledních letech realizovány významné a úspěšné stabilizační programy.

Ke konci roku 2005 překračovala hranici Maastrichtského kritéria (podíl 60 % HDP) i řada dalších zemí EU (Německo, Francie, Rakousko a Portugalsko).

Graf 3: Relativní váha vládního dluhu zemí EU15 (% HDP)



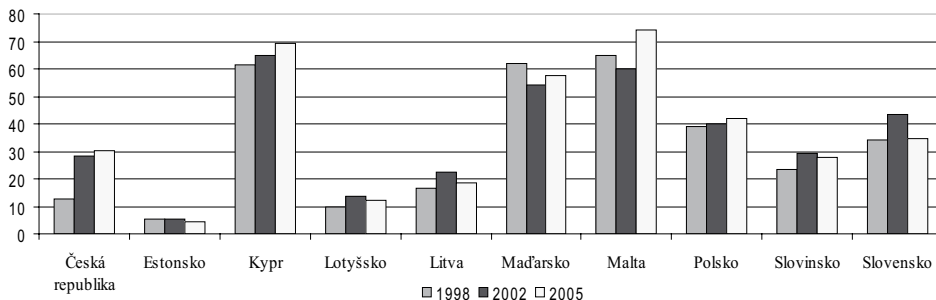
Zdroj: data Eurostatu

Ve sledovaném období lze identifikovat i země, kterým se podařilo hodnotu tohoto ukazatele výrazně snížit. Nejúspěšnější je v tomto ohledu Irsko, kterému se podařilo relativní váhu vládního dluhu zredukovat o 54,4 procentního bodu. Mezi další státy, kterým se podařilo relativní váhu snížit o více než dvacet procentních bodů, patří i Belgie (40,8 p.b.), Dánsko (37,3 p.b.), Nizozemí (24,5 p.b.), Švédsko (23,3 p.b.) a Španělsko (20,8 p.b.).

K nárůstu relativní váhy dluhu došlo v tomto období pouze u dvou zemí. Jedná se však o významné ekonomiky Francie (zvýšení o 12 procentních bodů) a Německa (zvýšení o téměř 11 procentních bodů), což vzhledem k jejich velikosti zhoršuje i celkový průměr EU. Fiskální nerovnováha těchto zemí je závažným problémem EU i vzhledem k tomu, že tyto země porušují ustanovení Paktu stability a růstu. Základním důvodem v obou zmíněných zemích je snaha redukovat nezaměstnanost i fiskální náročnost sociálních programů.

Pokud jde o nově integrované členské státy, překračuje maastrichtskou hranici Maďarsko, Kypr a Malta. Nejvyšší nárůst relativní váhy vládního dluhu zaznamenala Česká republika, kde tento ukazatel vzrostl o 17,5 procentního bodu. 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 se i přes existenci persistentních rozpočtových deficitů, díky vysokému ekonomickému růstu, tento ukazatel nezhoršuje - stagnuje těsně nad úrovni 30 %.

Graf 4: Relativní váha vládního dluhu nově integrovaných členských států EU (% HDP)



Zdroj: data Eurostatu

Vzhledem k tomu, že tato hodnota dosahuje pouze polovinu hodnoty požadované příslušným maastrichtským kritériem, je situace České republiky v oblasti veřejného zadlužení někdy interpretována optimisticky. Skutečností je, že řada zemí v EU i mimo ni je zadlužena podstatně více. Od počátku devadesátých let do r. 2002 se např. podíl veřejného dluhu k HDP zvýšil v Argentíně z 30 % na 150 % HDP, v Libanonu z 50 % na 180 % HDP apod. Můžeme však pozorovat i opačný trend - např. Bulharsko ve stejném období snížilo relativní váhu veřejného dluhu ze 160 % na 60 % HDP.

Chceme-li situaci zhodnotit objektivně, je nutné zkoumat příčiny růstu veřejného zadlužení. Pokud přírůstek veřejného dluhu kryje veřejné investice, nebo je vynucen snahou rozložit daňové břemeno při mimořádných šocích, vyžadujících jednorázové významné zvýšení veřejných výdajů, je situaci nutno hodnotit odlišně od případů, kdy je tento přírůstek způsoben financováním populisticky zaměřených veřejných výdajových programů, nebo neprůhlednými operacemi, při kterých vláda přebírá nesplácené dluhy soukromých subjektů.

Faktory působící na růst relativní váhy veřejného dluhu

Vývoj relativní váhy nominálního veřejného dluhu v daném roce je ovlivněn čtyřmi faktory:

1. výchozí hodnotou tohoto ukazatele na počátku rozpočtového období, která vyjadřuje míru zděděné dluhové zátěže;
2. velikostí primárního deficitu v daném rozpočtovém období, která vyjadřuje nárůst zadlužení vlivem vládní fiskální politiky a exogenních faktorů;
3. mírou monetizace dluhu, vyjadřující do jaké míry byl veřejný dluh transformován operacemi na volném trhu do přírůstku peněžní zásoby;
4. poměrem úrokové míry a tempa růstu HDP, který vyjadřuje negativní vliv růstu úroku z veřejného dluhu a pozitivní vliv růstu ekonomického.

Souhrnný vliv jednotlivých faktorů je vyjádřen tradiční rovnicí:

$$(1) \quad \overline{d}_1 = \overline{d}_0 \times R_0 + \overline{pd}_1 - \overline{dM}_1$$

\overline{d}_1 je výsledný podíl veřejného dluhu k HDP

$\overline{d}_0 \times R_0$ je člen vyjadřující změnu podílu veřejného dluhu vlivem exogenních faktorů:

úrokové míry (r) a tempa růstu HDP (q): $R^t = \frac{1+r}{1+q}$

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

\overline{dM}_1 je člen vyjadřující kompenzační vliv monetizace dluhu

Převyšuje-li úroková míra, kterou je úročen dluh, tempo růstu HDP (R_0 větší než 1), roste podíl dluhu na HDP i při nulovém primárním deficitu. Dochází k situaci označované jako dluhová past (debt trap). Tato situace je častá v rozvojových a tranzitivních ekonomikách, kde způsobuje zhoršení celkového podílu veřejného dluhu na HDP, i v situaci, kdy **většina z nich vykazuje primární rozpočtové přebytky**. Naopak v obdobích vysokého tempa růstu a nízkých úrokových měr (R_0 menší než 1) může tento faktor výrazně vylepšit dluhovou aritmetiku a zakrývat tak negativní vliv rozpočtových deficitů.

Zásadním problémem české situace je z tohoto hlediska fakt, **že k růstu relativní váhy veřejného dluhu dochází i v období souběhu dlouhodobě příznivého vysokého tempa růstu a evropsky mimořádně nízkých úrokových měr**. Pokud nás zvyšující se úrokové sazby v Evropě donutí reagovat a vzniknou recesní tendence, může vliv uvedeného faktoru stávající relativně příznivou situaci výrazně změnit k horšímu.

Další okolností, která podtrhuje potřebu střízlivého optimismu v dané oblasti, je fakt, na který poukazuje IMF – že pro ekonomicky méně rozvinuté země, ke kterým stále patříme, je bezpečná podstatně nižší relativní váha veřejného dluhu než pro země rozvinuté. Nic nám tedy nezaručuje, že před dluhovou krizí nás uchrání prostý fakt, že relativní váha českého veřejného dluhu je nižší než maastrichtské kritérium.

Ukazatel relativní váhy veřejného dluhu nelze přeceňovat. V řadě pozorovaných případů neschopnosti vlád dostát svým závazkům při splácení veřejného dluhu v posledních třiceti letech **nebyla hodnota tohoto ukazatele nijak vysoká**. V 55 % sledovaných případů dluhových krizí byla rok před jejím vznikem relativní váha veřejného dluhu v postižených zemích nižší než maastrichtská úroveň 60 % HDP. Ve 35 % případů byla dokonce nižší než 40 % HDP¹⁰.

Je tedy zřejmé, že vysoká relativní váha veřejného dluhu je pouze jednou z příčin dluhové krize. Vzhledem k souvislosti dluhové krize s dalšími formami finančních krizí (především

¹⁰ Medián byl 50 % HDP. Naopak, existují rozvojové země, ve kterých přes extrémně vysoký podíl veřejného dluhu k HDP k dluhové krizi nedošlo (např. Indie nebo Malajsie).

krizí měnovou¹¹⁾ zde působí i další faktory. Riziko dluhové krize zvyšují vysoký podíl zahraničního veřejného dluhu, kratší doba splatnosti a jeho měnová denominace v zahraniční měně.

Z tohoto důvodu bude při další analýze věnována hlubší pozornost struktuře vládního zadlužení. Zaměříme se na popis struktury vládního zadlužení zemí EU a v ČR ze tří hlavních hledisek:

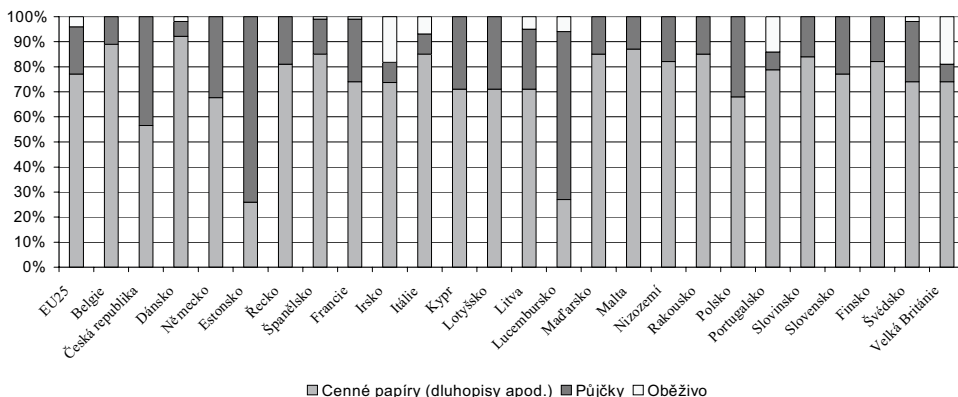
- z hlediska typu dluhového instrumentu,
- z hlediska doby splatnosti,
- z hlediska podílu domácího a vnějšího vládního dluhu.

Struktura vládního dluhu podle typu finančních instrumentů

Podle současné metodiky ESA 95 jsou základními formami, ve kterých se vládní dluh vyskytuje, obligace (krátkodobé, střednědobé a dlouhodobé) a bankovní půjčky. Jako forma krytí rozpočtového deficitu je vykazován i přírůstek oběživa.

Pro většinu zemí EU je v současné době rozhodující formou krytí rozpočtového deficitu emise vládních obligací. Nejvyšší podíl sekuritizace vládního dluhu vykazovalo v roce 2003 Dánsko (93 %) a Belgie (88 %). Nejnižší naopak Estonsko (26 %) a Lucembursko (27 %). Nízký podíl dluhopisů v Estonsku je dán financováním dluhu pomocí bankovních půjček, které jsou v tomto případě (podobně jako v dalších zemích s nedokonalě rozvinutým finančním trhem) méně nákladné a flexibilnější než emise dluhopisů.

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



Zdroj: Eurostat

¹¹ blíže viz Dvořák (2004).

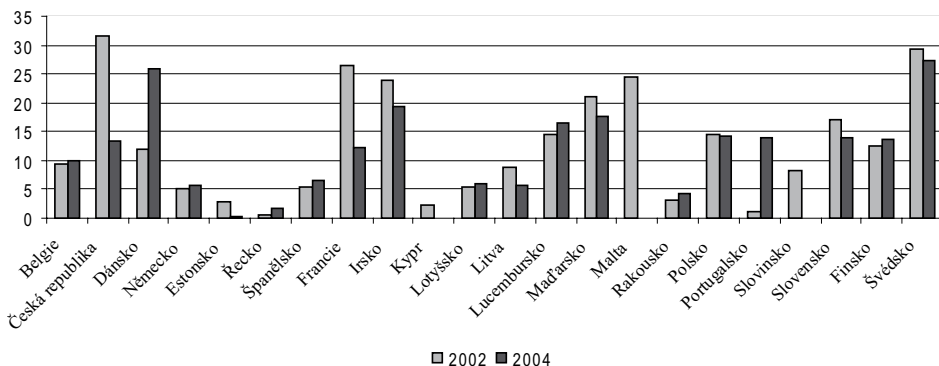
Struktura vládního dluhu podle doby splatnosti

V rámci převládající kategorie vládních obligací je základním trendem, patrným v posledních patnácti letech, **nárůst podílu dlouhodobých dluhových instrumentů (se splatností nad 10 let) na úkor ostatních**. Průměrná splatnost vládního dluhu se v členských státech EU pohybuje v rozmezí od 3 do 7 let s výjimkou Velké Británie, která má průměrnou splatnost vládních obligací delší než 11 let.

O detailní struktuře emitovaných vládních obligací v EU neexistuje dokonalý přehled. Některé země vykazují vládní dluh pouze ve dvou kategoriích (se splatností do jednoho roku a se splatností delší než jeden rok, např. Belgie, Řecko). Naopak Francie využívá dvě kategorie dlouhodobé splatnosti. První z nich je se splatností od 7 do 10 let, druhá se splatností delší než 30 let apod.

Podle údajů Eurostatu nejvyšší podíl krátkodobého dluhu vykazují Irsko, Švédsko a Dánsko, ve kterých byl podíl krátkodobého dluhu v roce 2004 kolem 20 %. V Rakousku a Řecku se krátkodobý dluh v témže roce podílel na celkovém dluhu méně než 5 % (Řecko 0,7 % a Rakousko 3,1 %). V rámci nově integrovaných zemí je relativně nízký podíl krátkodobého dluhu na Kypru a v Estonsku. Nejvyšší podíl v r. 2002 byl v České republice (31,7 %), na Maltě (24,5 %) a v Maďarsku (21,1 %). V roce 2004 došlo ve všech těchto zemích k významnému poklesu tohoto podílu.

Graf 6: Krátkodobý vládní dluh vybraných zemí EU (%)



Zdroj: data Eurostatu

Pokud jde o měnovou denominaci vládních obligací, v zemích EU naprosto převládá denominace v eurech.

Struktura vládního dluhu podle věřitelů

Z hlediska členění vládního dluhu na vnitřní a vnější (v závislosti na tom, zda jej drží rezidenti nebo nerezidenti) byl v roce 2004 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 %).

Charakteristickým trendem pro země EU je **rostoucí podíl zahraničního dluhu**. Nejvyšší podíl zahraničního dluhu má Finsko (přibližně 80 % v roce 2004). Mezi další země, ve kterých byl podíl rovněž vysoký, patří Irsko (72,0 %) a Rakousko (70,4 %). V nově integrovaných členských státech má nejvyšší podíl zahraničního dluhu Litva společně s Estonskem (kolem 60 %).

Struktura státního dluhu ČR

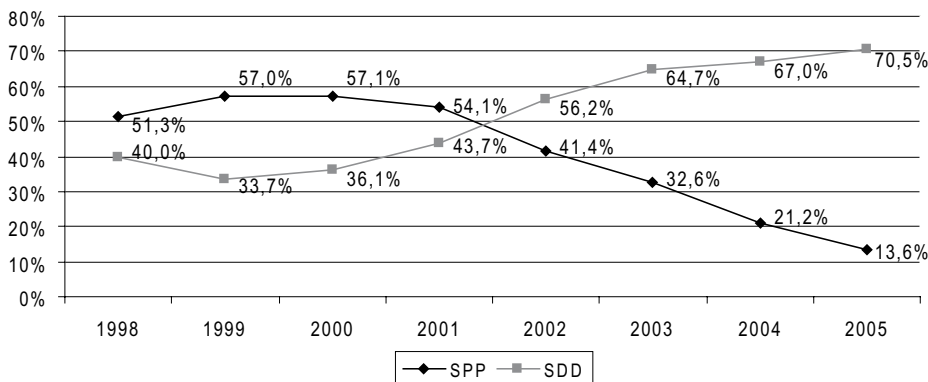
Koncem roku 2005 činila oficiálně vykázaná hodnota státního dluhu ČR 691,2 mld. Kč. Podle údajů MF ČR se objem českého státního dluhu ve srovnání s koncem r. 2004 zvýšil o 16,6 %. Za jediný rok tedy vzrostl o 98,3 mld. Kč. Z tohoto přírůstku bylo 56,3 mld. Kč způsobeno schodkem státního rozpočtu, 30 mld. Kč tvořila úhrada části ztráty České konsolidační agentury a 8,3 mld. Kč tvořilo krytí rozdílu mezi příjmy pojistného a výdaji na důchodové pojištění.

Z hlediska umístění tohoto dluhu se vnitřní dluh zvýšil o 59,2 mld. Kč a vnější dluh o 39,1 mld. Kč. 95,6 % objemu státního dluhu bylo tvořeno státními dluhopisy, zbytek tvořily půjčky od Evropské investiční banky. Umístitelnost vládních obligací na kapitálovém trhu byla velmi dobrá¹². Vývoj struktury státního dluhu od r. 1993 do r. 2005 podává tab. 3 na protější straně.

Podíl zahraničního vládního dluhu na celkovém zadlužení se mění. V roce 1993 dosahoval téměř 50 %, v r. 2001 klesl na 2 %. Vlivem dvojí emise eurobondů činí dnes jeho podíl přibližně 16 %.

Dochází rovněž k poklesu podílu krátkodobého dluhu a k nárůstu dluhu dlouhodobého. V roce 1999 tvořil podíl střednědobých a dlouhodobých dluhopisů pouze 33,7 % z celkové výše dluhu, v roce 2005 již 70,5 %.

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



Zdroj: Převzato z materiálů MF ČR

¹² Podle údajů MF ČR byly ze 17 aukcí domácích střednědobých a dlouhodobých dluhopisů, které se uskutečnily v průběhu roku 2005, v 10 případech výsledkem premie, pouze ve zbývajících 7 případech diskont.

Tab. 3: 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, dlouhodobé státní dluhopisy	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
Zahraniční 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

Souhrnné informace o vývoji státního dluhu v roce 2006 podává poslední dostupná tabulka publikovaná MF ČR (tabulka 4).

Tab. 4: Srovnání vývoje základních parametrů státního dluhu ČR v r. 2006

UKAZATEL	K 31. 12. 2005	K 31. 12. 2006
Státní dluh celkem (mld. Kč)	691,2	802,5
Krátkodobý státní dluh (%)	22,1	17,1
Průměrná splatnost (roky)	5,8	6,2
Cizoměnový státní dluh bez měnových derivátových operací (%)	10,6	9,3

Zdroj: MF ČR

Měnová skladba českého státního dluhu

Naprosto převládající podíl objemu českého státního dluhu (91 %) je denominován v korunách. Zbytek tvoří euroobligace¹³.

Postupná externalizace českého veřejného dluhu je vzhledem k omezené absorpční schopnosti domácího finančního trhu zřejmě nevyhnutelná, má však i svá rizika. I při relativně nízkém stávajícím podílu státu je výše zahraničního zadlužení ČR poměrně vysoká a blíží se 40 % HDP¹⁴. Jeho další nárůst, podpořený externalizací veřejného dluhu může být negativním signálem pro ratingové agentury, a tedy i pro investory. Zvyšování zahraničního zadlužení rovněž zvyšuje expozici vůči kurzovému riziku¹⁵.

Skladba podle splatnosti

Podíl krátkodobého dluhu (splatnost do 1 roku) jak bylo uvedeno, klesá. Podrobnější údaje jsou k dispozici ke konci roku 2005. V té době mělo již více než 42 % státních obligací splatnost delší než 5 let, což lze hodnotit pozitivně. Detailnější přehled o skladbě českého státního dluhu podává tab.5 na protější stránce.

Skladba podle držitele

Rozhodující objem českého veřejného dluhu drží domácí finanční instituce a pojišťovny. Zvyšuje se však i podíl veřejného dluhu drženého nerezidenty. Podíl domácností je zatím zanedbatelný, což je způsobeno především vysokými nominálními hodnotami obligací.

¹³ 2. emise eurobondů proběhla v březnu 2005 v hodnotě 1 mld. EUR. Splatnost emise – 15 let. Kupon 4,125 %.

¹⁴ Zahraniční dluh ČR ke konci r. 2006 dosahoval výše 1 217 bil. Kč. Z toho tvořil podnikový dluh 57 %, bankovní 23 %, vládní zahraniční dluh 21 %.

¹⁵ Varovný je příklad Mexika, kde v r. 1994 při poklesu umístitelnosti domácích bondů došlo k externalizaci veřejného dluhu (v únoru pouze 6 % zahraničního veřejného dluhu, v říjnu 66 %). Následný kurzový pokles za jediný měsíc téměř zdvojnásobil výši mexického veřejného dluhu.

Tab. 5: Vývoj skladby českého státního dluhu dle doby splatnosti mezi roky 2004 a 2005

Reziduální splatnost	Stav v mil. Kč k 31. 12. 2004	%	Stav v mil. Kč k 31. 12. 2005	%
do 1 roku	148 360	25,0	153 013	22,1
nad 1 rok a do 3 let	97 761	16,5	103 736	15,0
nad 3 roky a do 5 let	72 904	12,3	88 368	12,8
nad 5 let a do 7 let	72 197	12,2	52 728	7,6
nad 7 let a do 10 let	111 329	18,8	148 465	21,5
ostatní	90 349	15,2	144 866	21,0
Celkem	592 900	100,0	691 176	100,0

Zdroj: Převzato z Návrhu státního závěrečného účtu České republiky za rok 2005, str. 4

Tab. 6: Vývoj skladby držitelů českého státního dluhu mezi roky 2004 a 2005

Typ držitele	Stav v mil. Kč k 31. 12. 2004	%	Stav v mil. Kč k 31. 12. 2005	%
Nefinanční podniky	5 308	0,90	4839	0,70
Finanční instituce a korporace	333 332	56,22	344968	49,91
Pojišťovny	123 985	20,91	146069	21,13
Vládní sektor	7 682	1,30	8775	1,27
Neziskové instituce sloužící domácnostem	140	0,02	166	0,02
Domácnosti	544	0,09	1299	0,19
Zahraniční subjekty	121 909	20,56	185 060	26,77
Celkem	592 900	100,00	691 176	100,00

Zdroj: Převzato z Návrhu státního závěrečného účtu České republiky za rok 2005, str. 5

Náklady státního dluhu

S růstem objemu českého státního dluhu se logicky zvyšuje i objem vyplacených úroků z něho, i když díky postupné restrukturalizaci státního dluhu a momentálně nízkým úrokovým sazbám roste pomaleji než dluh sám. V absolutním vyjádření je však objem ročních úroků ze státního dluhu vysoký – je přibližně třikrát vyšší než roční rozpočet Ministerstva kultury ČR a pětikrát vyšší než výdaje, které směřují ze státního rozpočtu Akademii věd.

Naprostá většina objemu českého státního dluhu je úročena fixně, což zajišťuje eliminaci inflačního rizika.

Tab. 7: Vývoj úroků z českého státního dluhu mezi roky 1993 a 2005

Rok	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Výdaje na státní dluh (mil. Kč)	15 141	13 716	13 330	14 069	17 652	19 253	16 549	17 924	17 650	18 945	21 629	26 834	25 431
z toho úroky	15 066	13 681	13 268	14 042	17 591	18 545	16 105	17 378	16 989	18 629	21 328	26 765	25 335
Podíl úroků na HDP (%)	1,48	1,16	0,9	0,85	0,99	0,94	0,79	0,81	0,73	0,77	0,83	0,97	0,86

Zdroj: Převzato z Návrhu státního závěrečného účtu České republiky za rok 2005, str. 13

Důsledky nárůstu českého veřejného dluhu

Shrneme-li závěry předchozí analýzy, je možné konstatovat, že z komparace základních strukturálních trendů ČR a zemí EU nevyplývají žádné dramatické negativní závěry. Cíle stanovené Ministerstvem financí ČR ve strategii řízení státního dluhu jsou plněny – dochází ke snižování průměrné splatnosti státního dluhu, která činí 6,2 roku, snižuje se i podíl obligací se splatností do 1 roku, který činil koncem r. 2005 22,1%. V evropském srovnání je však stále relativně vysoký.

Daří se snižovat průměrnou úrokovou zátěž, která se pohybuje pod 0,9% HDP. Přesto stát zaplatil na úrocích ze státního dluhu za poslední 4 roky téměř 100 mld. Kč. Tato zátěž výrazně přispívá k růstu objemu mandatorních výdajů. Skutečnost, že v posledních letech se zmírňuje nárůst objemu úroků z veřejného dluhu, lze přisuzovat především nízkým úrokovým sazbám, které nemusí mít dlouhé trvání. Pozornost je tedy třeba věnovat dlouhodobému vývoji fiskální situace, který není ve všech scénářích příznivý.

Dlouhodobá udržitelnost veřejného zadlužení

Vzhledem k omezené vypovídací schopnosti ukazatele relativní váhy veřejného dluhu jsou v současné době velmi aktuální teoretické diskuse o tom, jakým způsobem co nejkorektněji hodnotit solventnost vlády (robustnost systému veřejných financí dané země) a v této souvislosti i to, jak hodnotit **z dlouhodobého hlediska** únosnost míry veřejného zadlužení¹⁶. Pokud jde o první problém, je nutno konstatovat, že neexistuje žádná ekonomicky opodstatněná a politicky průchodná míra solventnosti vlády¹⁷.

Ve smyslu standardní obecné definice je vláda solventní tehdy, jestliže je schopna generovat primární přebytky ve výši, umožňující splatit existující veřejný dluh. Techničtěji řečeno, v tom případě, kdy čistá současná hodnota součtu budoucích primárních přebytků se rovná minimálně objemu současného veřejného dluhu. Tento požadavek však není prakticky

¹⁶ Sustainability of public debt.

¹⁷ To konstatuje i zmíněná IMF studie: „Unfortunately, there is no simple rule for determining whether, in practice, a government's debt is sustainable or not“, p. 122.

splnitelný, protože žádná vláda na světě není schopna zajistit generování dlouhodobých rozpočtových přebytků v potřebné výši (především vzhledem k vlivu cyklických deficitů v období recese). Rovněž politická průchodnost trvalejších rozpočtových škrtů a zvyšování daňových sazeb, potřebných pro takové řešení, je nízká.

Z tohoto důvodu je tedy potřebné konstruovat takovou míru fiskální solventnosti vlády, která by byla jak ekonomicky, tak politicky reálnější. Obvykle se přitom používá volnější vymezení vládní solventnosti. Za solventní je vláda považována tehdy, **je li schopna dodržet vládní rozpočtové omezení bez velkých a nerealistických budoucích deformací primární fiskální bilance**. Toto vymezení je však velmi obecné a nemá praktičtější význam. Nosnější by bylo definovat, ve kterých případech lze označit vládu za insolventní, a hlavně stanovit závazný mezinárodní postup pro řešení takových případů, který v současné době neexistuje.

Vážné problémy v dané oblasti existují i při snaze odlišit problémy solventnosti a likvidity. Řada autorů se totiž domnívá, že bezprostřední příčinou některých finančních (i dluhových) krizí poslední doby nebyla insolvence, ale pouze momentální nedostatek likvidity. Diskuse v tomto smyslu pokračují nejen ve spojitosti s velkou hospodářskou krizí ve třicátých letech minulého století, ale i s nedávným případem asijské finanční krize.

Tento problém je složitý obecně a ve vztahu k veřejným financím speciálně. Z uvedených důvodů je v novějších teoretických přístupech problém fiskální solventnosti vlády transformován do konkrétnějšího problému: jak hodnotit z dlouhodobého hlediska únosnost veřejného zadlužení, případně jakou relativní váhu veřejného dluhu lze ještě považovat za bezpečnou. Při analýze existující teoretické literatury lze odlišit několik přístupů k uvedenému problému. IMF uvádí tři základní použitelné přístupy¹⁸.

Stabilizace relativní váhy veřejného dluhu

První a nejjednodušší přístup k hodnocení únosnosti vládního zadlužení vychází z předpokladu, že fiskální politiku lze hodnotit jako dlouhodobě udržitelnou, jestliže zajišťuje stabilní podíl veřejného dluhu k HDP. V tomto případě není určena žádná konkrétní normativní hodnota - za postačující se považuje, jestliže daný ukazatel dynamicky neroste a nedochází ke „snowballing“ efektu.

Podmínkou je to, že systém veřejných financí dokáže generovat takové primární saldo, které nezhoršuje relativní váhu veřejného dluhu. Je zřejmé, že toto hypotetické saldo nemusí být nutně primární přebytek - v příznivých podmínkách (vysokého tempa růstu a nízkých úrokových sazeb) si může vláda dovolit i existenci primárního deficitu.

Při aplikaci této metody se porovnává skutečné a hypotetické primární fiskální saldo rozpočtu, s tím, že případný rozdíl (při kterém je skutečný rozpočtový deficit vyšší než vypočtená hodnota) představuje prostor pro nutné korekční zásahy do rozpočtu. Následně se hodnotí, zda potřebná korekce je v dané ekonomické situaci (např. v dané fázi cyklu) a v dané politické situaci (kdy se hodnotí schopnost vlády změny politicky prosadit) reálná.

¹⁸ Bližší charakteristika uvedených postupů a jejich ekonometrické výsledky jsou uvedeny v appendixu 3.1. studie IMF z r. 2003.

Takto formulovanému požadavku vyhovuje jen velmi malé procento tranzitivních ekonomik. Ve většině zemí byly skutečně dosahované primární deficity výrazně vyšší, než takové, které by stabilizovaly podíl veřejného dluhu k HDP na výchozí úrovni. Z rozvinutých zemí tato podmínka není splněna např. v Japonsku.

Výhodou naznačeného přístupu je relativně jednoduchý výpočet a jasná interpretovatelnost výsledku. Zásadní nevýhodou je to, že vyhovuje pouze v případech, kdy relativní váha vládního dluhu není příliš vysoká. Neřeší tedy problém zemí, ve kterých je vládní dluh vyšší než 100 % HDP (např. Řecko, Belgie, Itálie, Japonsko).

Alternativní přístup – formulace požadavků na žádoucí fiskální politiku

Tento přístup je flexibilnější a vychází ze vztahu mezi tím, jak jsou definovány základní cíle fiskální politiky pro danou etapu. Z nich se odvozuje množina potřebných hospodářsko-politických opatření a formulují se požadavky na takovou fiskální politiku, **kteřá je konzistentní s dosažením dlouhodobé fiskální rovnováhy**. Ty se následně srovnávají s reálnou fiskální politikou¹⁹. V tomto případě se potřebná výše primárního salda neodvozuje pouze z nutnosti stabilizovat podíl veřejného dluhu k HDP, ale je respektováno i existující makroekonomické a politické prostředí.

Při komparaci vztahu mezi očištěným primárním saldem a vývojem veřejného dluhu mezi tranzitivními a rozvinutými ekonomikami lze vyvodit tři hlavní závěry:

1. Tranzitivní ekonomiky vykazují v průměru **nižší primární přebytky** než skupina rozvinutých ekonomik **pro všechny úrovně výše veřejného zadlužení**.
2. Ochota a schopnost produkovat primární přebytky, stabilizující vývoj výše veřejného zadlužení, u tranzitivních zemí výrazně klesá, pokud relativní váha veřejného dluhu překročí 50 % HDP. Jakmile je totiž dosaženo této úrovně veřejného zadlužení, možnosti potřebné reakce fiskální politiky jsou velmi omezené (což je dáno mj. i rostoucí vahou úroků z veřejného dluhu). U rozvinutých zemí je tomu naopak (pokud je relativní váha veřejného dluhu vyšší než 80 % HDP, je vykazovaný primární přebytek podstatně vyšší než při nízké úrovni dluhu).
3. V rozvinutých zemích je zřetelné účinnější stabilizační nastavení systému veřejných financí (odchylka vývoje veřejných výdajů od trendu je vždy menší než trendová odchylka vývoje HDP). Funkci automatických stabilizátorů v rozvinutých ekonomikách plní především rozsáhlé systémy sociálního zabezpečení. V důsledku toho jsou v rozvinutých zemích v obdobích konjunktury dosahovány výrazně vyšší přebytky než na emerging markets²⁰. To je způsobeno především vyšší citlivostí vývoje objemu veřejných výdajů na cyklické pohyby ekonomiky v rozvojových a tranzitivních ekonomikách.

Tento vývoj umožňuje rozvinutým zemím realizovat proticyklickou fiskální politiku, aniž by to v obdobích fiskální expanze vzbuzovalo obavu o udržitelnost dlouhodobé fiskální rovnováhy.

¹⁹ Uvedený přístup je častější u monetární politiky. O jeho aplikaci na hodnocení fiskální politiky EM se pokusila zmiňovaná studie IMF. Viz pozn. 17 na str. 125.

²⁰ 1% zúžení produktové mezery vede k 0,87% zlepšení primárního salda v rozvinutých ekonomikách a pouze k 0,04% zlepšení v rozvojových zemích Latinské Ameriky.

Třetí metoda – hodnocení předlužení

Třetí metodou hodnocení dlouhodobé udržitelnosti veřejného dluhu je postup, při kterém je jako předlužená, označena taková země, která má vyšší relativní váhu veřejného dluhu, než je vypočtená hypotetická hodnota.

Postup výpočtu této hodnoty vychází ze schopnosti země produkovat primární rozpočtové přebytky. Velikost únosné relativní váhy veřejného dluhu je odvozena z čisté diskontované hodnoty očekávaných budoucích primárních přebytků. Při praktickém použití je tato veličina odvozena z průměrné hodnoty primárních rozpočtových přebytků dosažených ve vybraném minulém období. Na základě tohoto postupu je vypočítán hypotetický únosný podíl veřejného dluhu k HDP, který je následně srovnán se skutečností. Je-li výsledný podíl obou ukazatelů vyšší než 1, je země označena jako předlužená.

Při výpočtu se bere do úvahy vliv podílu reálné úrokové míry, která je při výpočtu aproximována rozdílem mezi sazbou LIBOR s připočtením rizikové prémie země (country spread) a reálného tempa růstu HDP.

Ve zmíněné studii IMF byla na základě tohoto postupu vypočtena kritická hodnota relativní váhy veřejného dluhu pro soubor 50 zemí za období 1985 – 2000. Střední hodnota ukazatele pro rozvinuté země činila 75 % HDP, zatímco **pro emerging markets byla třikrát nižší – pouze 25 % HDP**. Tato skutečnost plyne z dříve popsané nižší schopnosti těchto zemí produkovat primární přebytky v obdobích růstu.

Při použití této hodnoty by byly hodnoceny jako předlužené i ty přistupující země, které plní maastrichtské fiskální kritérium. Aby bylo možno označit jejich dluhovou situaci za dlouhodobě udržitelnou, musely by produkovat podstatně vyšší primární rozpočtové přebytky.

Tento závěr lze plně aplikovat i na Českou republiku.

Možnosti řešení situace při neúnosné relativní váze veřejného dluhu

Rostoucí úrokové tlaky, spojené s existencí veřejného dluhu, vyvolávají logicky otázku, zda a jakým způsobem je možné nadměrně nakumulovaný veřejný dluh odstranit, případně redukovat na přijatelnou míru, při které by bylo reálné rozpočtové řešení. Snížení objemu veřejného dluhu způsobují **dvě hlavní skupiny faktorů**:

- pasivní – pozitivní vliv exogenních faktorů (situace se zlepšuje bez aktivních vládních zásahů);
- aktivní – vládní hospodářsko politická opatření.

Z hlediska vlády se jako nejméně invazivní faktor, redukující podíl veřejného dluhu na HDP, jeví situace, ve které tempo ekonomického růstu převyšuje efektivní úrokovou sazbu z veřejného dluhu. Vliv uvedeného faktoru může být značný hlavně v období vrcholící konjunktury. Působí hlavně v rozvinutých ekonomikách, ve kterých úročení vládních obligací neobsahuje vysokou rizikovou prémii.

Příkladem vlivu tohoto faktoru na redukcii relativní váhy veřejného dluhu může být např. poválečný vývoj v USA. Zde byla reálná úroková míra v období 1948 – 1958 záporná

(-0,7 %) proti průměrnému reálnému růstu 3,5 %, a v období 1958 – 1968 velice nízká (0,5 %) proti 4,0 % reálnému růstu. Rozdíl mezi tempem růstu a úrokovou mírou za dvacet let byl tedy v průměru 4 procentní body ročně. Důsledkem bylo, že přes občasné primární rozpočtové deficity, došlo ke snížení relativní váhy veřejného dluhu ze 103 % na 43 % HDP.

Tento vliv přispívá k nesprávnému dojmu, že na růst relativní váhy veřejného dluhu není třeba hospodářsko-politicky reagovat, protože k její redukci dojde automaticky, vlivem exogenních faktorů. Souběh vysokého tempa růstu a nízkých úrokových měr je však jevem poměrně vzácným a délka jeho pozitivního působení nebývá příliš dlouhá. Např. v osmdesátých a devadesátých letech se ve většině zemí tempo růstu dlouhodobě pohybovalo pod úrovní reálné úrokové míry, což bezesporu významně přispělo k prohloubení váhy dluhového problému v Evropě.

V České republice pozitivní působení tohoto faktoru v současné době bezesporu přispívá k tlumení růstu relativní váhy veřejného dluhu. Jeho dynamika se, pokud dojde k růstu úrokových měr a poklesu tempa růstu, může v budoucnosti výrazně urychlit.

Vzhledem k tomu, že na působení exogenních faktorů nelze spoléhat, musí často zasahovat vláda. Ta se však s úkolem redukovat relativní váhu veřejného dluhu smíruje jen velmi těžce. K boji s veřejným dluhem jí většinou chybí dostatečně silný motiv²¹. Zásadní je získat pro myšlenku řešení dluhového problému potřebnou politickou podporu (což není vzhledem k okolnostem snadné). Vládní neochotu řešit zásadně dluhový problém zvyšuje obecně několik faktorů:

- Omezený vládní horizont. Ekonomická racionalita požaduje na vládě, aby respektovala dlouhodobé hledisko, přesto, že její horizont je konečný.
- Lobbistické tlaky skupin profitujících z redistribuce, ke které dochází prostřednictvím veřejného dluhu.
- Nepopulárnost většiny hospodářsko-politických alternativ, vedoucích k radikálnějšímu snížení relativní váhy veřejného dluhu, která vyvolává politické náklady pro vládní stranu.

Pokud se vláda přesto k redukci relativní váhy veřejného dluhu rozhodne, má několik alternativ hospodářsko-politického postupu. Žádný však není snadný, všechny jsou nákladné a jejich úspěch nejistý.

Rozpočtové řešení se snaží odstranit veřejný dluh cestou, kterou v rozhodující míře vznikl – skrze státní rozpočet. Snaží se dluh splácet z rozpočtových přebytků.

Tato snaha, která se zdá na první pohled nejpřirozenější, je však reálná pouze do určité relativní váhy dluhu. Úspěšnost rozpočtového řešení v situaci, kdy objem veřejného dluhu se blíží 100 % HDP, je řadou ekonomů vylučována. Dosažení primárních přebytků v delším období je politicky obtížně průchodné a také politicky drahé. Nutné zvyšová-

21 Z tohoto hlediska je nutno hodnotit existenci jak Maastrichtských kritérií, tak Paktu stability a růstu pozitivně.

ní daní a redukce vládních výdajových programů snižuje významně vládní popularitu a může se negativně projevit v dalších volbách. Navíc jde o vynucenou fiskální restrikcii, která se může negativně odrazit v růstu nezaměstnanosti a vést ke kontraproduktivnímu cyklickému schodku. To je problém, který Bispham označuje jako nejvážnější současné ekonomické dilema Evropy. Problémy s dodržením Paktu stability v zemích, které bojují s nezaměstnaností, tento názor potvrzují.

Existuje také **možnost veřejný dluh monetizovat** tím, že emitované vládní obligace kupuje v rámci operací na volném trhu centrální banka. Tato její reakce však není vládou vynutitelná a bez inflačních důsledků je možná pouze v situaci dostatečného tempa růstu. V minulosti, kdy centrální banky nebyly nezávislé a vláda mohla takovou situaci vynutit, byla monetizace veřejného dluhu častou příčinou inflace i finančních krizí. Navíc v Tobinově pojetí monetizací nedochází k redukci objemu veřejného dluhu, pouze k transformaci jednoho pasiva (bondů) do jiného (peněz).

Velmi lákavou, a lze říci, že i prakticky neúspěšnější možností redukce relativní váhy veřejného dluhu, je **použití výnosů z prodeje státního majetku** (privatizace). V řadě členských zemí EU, které byly nuceny přijímat mimořádná opatření pro splnění Maastrichtských kritérií, byly právě mimořádné příjmy z privatizace základním klíčem k úspěchu při snižování relativní váhy veřejného dluhu v devadesátých letech²².

Politika fiskálně motivované privatizace je však účinná pouze tehdy, nejsou-li takto získané příjmy spotřebovány v běžném rozpočtu, a je samozřejmě limitována objemem existujícího vládního majetku. Při užití výnosů z privatizace sice klesá objem veřejného dluhu, ale čistá finanční pozice země se tímto krokem nemění. Často jsou privatizovány ekonomicky úspěšné státní podniky, což vede ke ztrátě podílu na jejich budoucích ziscích, z dlouhodobého hlediska může být výsledný fiskální vliv takového kroku negativní a může též výrazně zhoršovat bilanci ve finančním účtu platební bilance.

Úspěšné stabilizační programy

Při hodnocení účinnosti jednotlivých uvedených možností redukce relativní váhy veřejného dluhu a zvýšení dlouhodobé udržitelnosti vládní fiskální pozice není možné spoléhat pouze na teorii. Účelné je poučit se z úspěšných stabilizačních programů.

Jako příklad úspěšné redukce nadměrného vládního zadlužení bývá často uváděno např. Chile, které v období 1990 – 2002 snížilo relativní váhu veřejného dluhu z 54 % HDP na 21 %. Při tom bylo využito jak fiskální konsolidace tak výnosů z privatizace. Příznivé byly i další makroekonomické faktory – vysoký ekonomický růst a apreciacie kurzu domácí měny.

22 „The privatisation drive in the 1990s was fuelled by the need to reduce budgetary deficits, attract investment, improve corporate efficiency and liberalising markets in sector such as energy and telecommunications. The second half of the 1990s brought an **acceleration of privatisation activity especially among the members of the European Monetary Union, as they started to meet the requirements of the convergence criteria of the Maastricht treaty**“. Recent privatisation trends, OECD, Financial market trends, Nr. 79, June 2001, p. 43.

Dalším případem je Maďarsko, kde ve stejném období byla snížena výše veřejného zadlužení z 85 % HDP na 60 %. Šlo opět o kombinaci opatření fiskální konsolidace (vedoucí k primárním přebytkům), užití výnosů z privatizace a období vysokého ekonomického růstu.

Ze zemí EU byly realizovány úspěšné stabilizační programy v Belgii, Dánsku a Irsku. V Belgii se podíl dluhu k HDP snížil ze 134 % v roce 1995 na 84,2 % v roce 2005. Základním pozitivním faktorem byly trvalé vysoké rozpočtové přebytky dosažené redukcí veřejných výdajů. Pozitivně působil pokles úrokových nákladů, které dosahovaly díky vysokému vládnímu zadlužení téměř 10 % HDP. Irsku se podařilo redukovat hodnotu zmíněného ukazatele ve stejném období o více než 50 procentních bodů (z 81,8 % na 27,4 % HDP). Hlavními faktory byl souběh nízkých úrokových měr a vysokého tempa růstu a rovněž trvalé primární přebytky. V obou zemích byly rovněž použity výnosy z privatizace.

Další případy byly identifikovány ve studii IMF, která uvádí výsledky analýzy způsobů úspěšné redukce relativní váhy veřejného dluhu, ke kterým došlo v období 1970 – 2002. Zkoumaný soubor obsahoval 79 zemí a bylo vybráno 15 % nejvýznamnějších redukcí relativní váhy veřejného dluhu, dosažených v období tří let. Zahrnuty tak byly případy, kdy byla hodnota tohoto ukazatele v období tří let snížena nejméně o 18 % HDP. Takových případů bylo identifikováno 26²³.

Toto číslo, uvážíme-li problematičnost všech využitelných způsobů redukce relativní váhy veřejného dluhu, je překvapivě vysoké. To je způsobeno faktem, že 19 z uvedených 26 případů bylo řešeno defaultem, kdy hlavní příčinou poklesu relativní váhy veřejného dluhu byla vynucená restrukturalizace dluhu. Z tohoto důvodu není zkoumání těchto případů z ekonomického hlediska zajímavé, protože způsob redukce objemu dluhu je administrativní. Navíc se ukazuje, že toto řešení v řadě případů nezlepšuje situaci z dlouhodobého hlediska a v řadě zkoumaných případů se relativní váha veřejného dluhu, takto uměle snížená, v následujících letech opět zvyšuje.

Pro vyvození závěrů uvedené analýzy IMF bylo tedy použito 7 zbývajících případů, které se týkaly pěti zemí. Průměrné tříleté snížení hodnoty relativní váhy veřejného dluhu v těchto sedmi případech bylo 34 % HDP, což je extrémně vysoká hodnota, jasně naznačující, že řešením nemohly být v žádném případě pouze primární rozpočtové přebytky, i když v mnoha případech byly uplatněny rozpočtové škrty. Základním pozitivním faktorem byla **příznivá kombinace nízkých úrokových měr a vysokého tempa růstu produktu** (v daném vzorku v průměru 8,5 % ročního reálného růstu).

Závěr

Veřejný dluh, podobně jako soukromý, se snadno zvyšuje, ale velmi nesnadno snižuje. Při určitém zjednodušení lze říci, že neexistuje žádná v krátkém období dostatečně účinná vládou vynutitelná a současně reálná strategie řešení tohoto problému. Proto bychom se neměli spokojovat s tím, že relativní váha veřejného dluhu je v případě České republiky pod maastrichtským kritériem. Tempo jejího růstu v posledních deseti letech je jedno z nejvyšších v Evropě.

23 Lze srovnat s výsledky studie Reinhart, Rogoff, Sevastano 2003.

Zkušenosti ukazují, že významného snížení hodnoty veřejného zadlužení lze stěží dosáhnout pouze primárními přebytky. Jejich nesporný význam je však v tom, že obnovují fiskální disciplínu a zabraňují dalšímu zvyšování zadlužení. Ke snížení relativní váhy veřejného dluhu je nutno využít především období nízkých úrokových měr a vysokého růstu. Pomoci mohou také výnosy z privatizace. Uvedené faktory však zůstávají v případě České republiky opominuty. V příznivé růstové situaci máme místo přebytku rostoucí rozpočtový deficit a rovněž nemalé příjmy z privatizace nebyly použity k redukci relativní váhy veřejného dluhu, ale ke změkčení vládního rozpočtového omezení.

Zatímco tempo růstu objemu českého státního dluhu je tedy v rámci evropské komparace příliš vysoké, změny v jeho struktuře, vyplývající z realizace strategie jeho řízení, schválené Ministerstvem financí ČR, je možné označit za pozitivní.

Souhrn

Jedním ze základních rysů českého makroekonomického vývoje posledních let je dynamický růst státního zadlužení, jehož příčiny a důsledky jsou předmětem odborných diskusí. Článek analyzuje základní trendy vývoje objemu a struktury vládního dluhu v zemích EU a srovnává je s vývojem v České republice.

Podíl českého státního dluhu k HDP je v evropské komparaci nízký, tempo růstu tohoto poměru mezi lety 1998 – 2005 však bylo nejvyšší v EU. Základní trendy změn struktury českého státního dluhu je možné označit za pozitivní.

Základním problémem je skutečnost, že vzhledem k perzistentnímu rozpočtovému deficitu se mimořádně příznivé období souběhu vysokého tempa růstu a nízkých úrokových měr neprojevuje poklesem relativní váhy veřejného dluhu.

Klíčová slova

Evropská unie, státní dluh, trendy vývoje objemu a struktury, stabilizační programy

Abstract

One of the main features of nowadays Czech macroeconomic development is a highly dynamic growth of the volume of the public debt, which is in the centre of the policy debate in the Czech Republic. Paper analyses the basic development trends of its volume and pattern in EU countries for comparing with Czech Republic.

The debt to GDP ratio is comparatively low, but its growth rate between 1998 – 2005 was the highest in EU. The basic trends of the government debt structure is possible to denote as positive.

The main problem is that on account of persistent budget deficit the extraordinary high growth rate of product and in European context low interest rate are not manifesting in the debt to GDP ratio lowering.

Key words

European Union, government debt, development trends, stabilization programs

Kontaktní adresa / Contact address

doc. Ing. Pavel Dvořák, CSc.

Vysoká škola finanční a správní, Estonská 500, 101 00 Praha 10

(e-mail: pavel.dvorak@vsfs.cz)

Ing. Petr Lejtnar

Vysoká škola ekonomická, Fakulta managementu, Sekce ekonomie, Jarošovská 1117, Jindřichův Hradec.

Literatura

AFONSO, A. *Government Indebtedness and European Consumers Behaviour*. ISEG Economics Department WP 12/2001/DE/CISEP, October 2001.

BESNARD, D. *Structure of government debt in Europe, 2002 data* (Statistics in focus, Theme 2 – 19/2004).

BISPHAM, J. A. Rising public sector indebtedness. Some more unpleasant arithmetics. In **BOSKIN, M.; FLEMING, J.; GORINI, S.** *Private saving and public debt*. Oxford, Blackwell 1987.

BURNSIDE, C.; EICHENBAUM, M.; REBELLO, S. Government guarantees and self-fulfilling speculative attacks. *Journal of Economic Theory*. New York, Vol. 119, Iss. 1; 2004.

CEBULA, R.J.; KOCH, J. V. *Federal budget deficits, interest rates, and international capital flows: A further note* Georgia Institute of technology and Old Dominion University, USA. 2002.

ČERVENKOVÁ, E. *Způsoby redukce relativní váhy veřejného dluhu ve vybraných evropských zemích*. Diplomová práce FM VŠE, 2007.

DUPUIS, J. P. Structure of government debt in the European Union (Statistics in focus, Theme 2 – 33/1999)

DVOŘÁK, P. *Finanční krize jako globální problém a možnost jejího vzniku v České republice*. Studie Národohospodářského ústavu Josefa Hlávky, č. 2/2004.

Dvořák P. Monetární teorie cyklu, dluhový problém a finanční krize, *Politická ekonomie* 2007/2, str. 183 – 205

ENGEN, E.; HUBBARD, R. G. Federal Government Debt and Interest Rates. *NBER Working Paper* No. 10681, 2004.

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

KRÉNUSZ, A.; DE ROUGEMONT, P. Stock-flow adjustment in government accounts, Statistics in focus, *Eurostat*, 26/2006

LAMBERTINI, L. *Volatility and sovereign default*. Boston College, October 2003.

LEJTNAR, P. *Tendence ve vývoji objemu a struktury veřejného dluhu zemí EU*. Diplomová práce FM VŠE, 2007.

LAUBACH, T. *New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt*. Board of Governors of the Federal Reserve System, 2003.

Recent privatisation trends, OECD, Financial market trends, Nr. 79, June 2001.

Strategie financování a řízení státního dluhu na r. 2007, MF ČR 1. prosince 2006.

VILLAUME, S. Structure of government debt in Europe, 2004 data (*Statistics in focus*, 9/2006).

VON HAGEN, J. *Fiscal Sustainability in EMU*. From the Stability and Growth Pact to a Stability Council for EMU. ZEI, University of Bonn, Indiana University, and CEPR, 2003.

WHEELER, G. *Sound Practice in Government Debt Management*. The World Bank, 2004.

WHEELER, M. The macroeconomic impacts of government debt: An empirical analysis of the 1980s and 1990s. *Atlantic Economic Journal*, 27(3), pp. 273 – 284. 1999.

World Economic Outlook 2003: Public debt in emerging markets: is it too high? Chapter III

World Bank and IMF: Developing Government Bond Markets: A Handbook, 2001.

World Bank and International Monetary Fund: Guidelines for Public Debt Management, 2001.

World Bank and International Monetary Fund: Accompanying Document to the Guidelines for Public Debt Management - Case Studies, 2003.

World Economic Outlook 2004. Chapter 4, IMF.

WROBLOVSKÝ, T.; MACHÁČEK, M. Ricardian equivalence in countries in transition: Theory and evidence from the Czech Republic. In: *Public finance and financial markets*. Proceedings from the IIPF Congress, Prague, 2003.