

# Růst státního dluhu rizika pro ekonomiku, podniky, občany i finanční sektor

« David Marek, Pavel Mertlík, Luděk Niedermayer, Pavel Sobíšek – Listopad 2009 »

3 Úvod

4 Shrnutí

### **Kapitoly**

8 Vývoj veřejného dluhu a otázka jeho udržitelnosti

12 Příjmová stránka veřejných rozpočtů

14 Financování státního dluhu

18 Dopady deficitního hospodaření ČR na ekonomiku

22 Příloha

## Úvod

Pro Českou bankovní asociaci, a tedy pro všechny její členy, partnery, sympatizanty a přátele, je tato publikace a navazující odborný workshop jedním z dalších kroků při realizaci dlouhodobějších záměrů v oblasti komunikace a oslovování širší odborné veřejnosti. Jedním z cílů této strategie je vytváření aktuálních platforem na žhavá či citlivá ekonomicko-společenská témata a vtažení p.m. všech relevantních hráčů do diskusí, publikací a prezentací. Nejde nám přitom o vytváření jakýchsi typizovaných cyklů či sérií přednášek. Jde nám o naplnění a „strefení se“ do akutní potřeby vyjádřit se a nechat vyjádřit k tomu, čím naše ekonomika, finanční komunita, státní orgány a politika právě žijí. Je přitom nepodstatné půjde-li o široký či úzký okruh účastníků, debatu nebo seminář k připravovanému zákonu nebo o přednášku, nebo třeba o setkání s členy vlády, zákonodárci či politickými lídry; za podstatné považujeme podchytit vůli, schopnost a vnitřní potřebu vyjádřit se a konfrontovat naše pohledy s názory jiných. Velmi nám přitom pomáhá svými podněty Prezidium asociace a její stálé Komise a Pracovní skupiny.

Nemusím zajisté nijak přesvědčovat, že pojednávané téma státního dluhu zaměstnává naše úvahy a prognózy v nebývalé míře (i když téma státního dluhu je brizantní vždycky) a s pohledem na vývoj, kterým jsme si prošli před a po propuknutí této stále ještě současné - nejdříve finanční a poté celohospodářské (pokud věříme, že ta finanční už odeznívá...) - krize nám přináší množství tíživých otázek, ať už je vnímáme jako lidé z oboru nebo jako více či méně prostí občané.

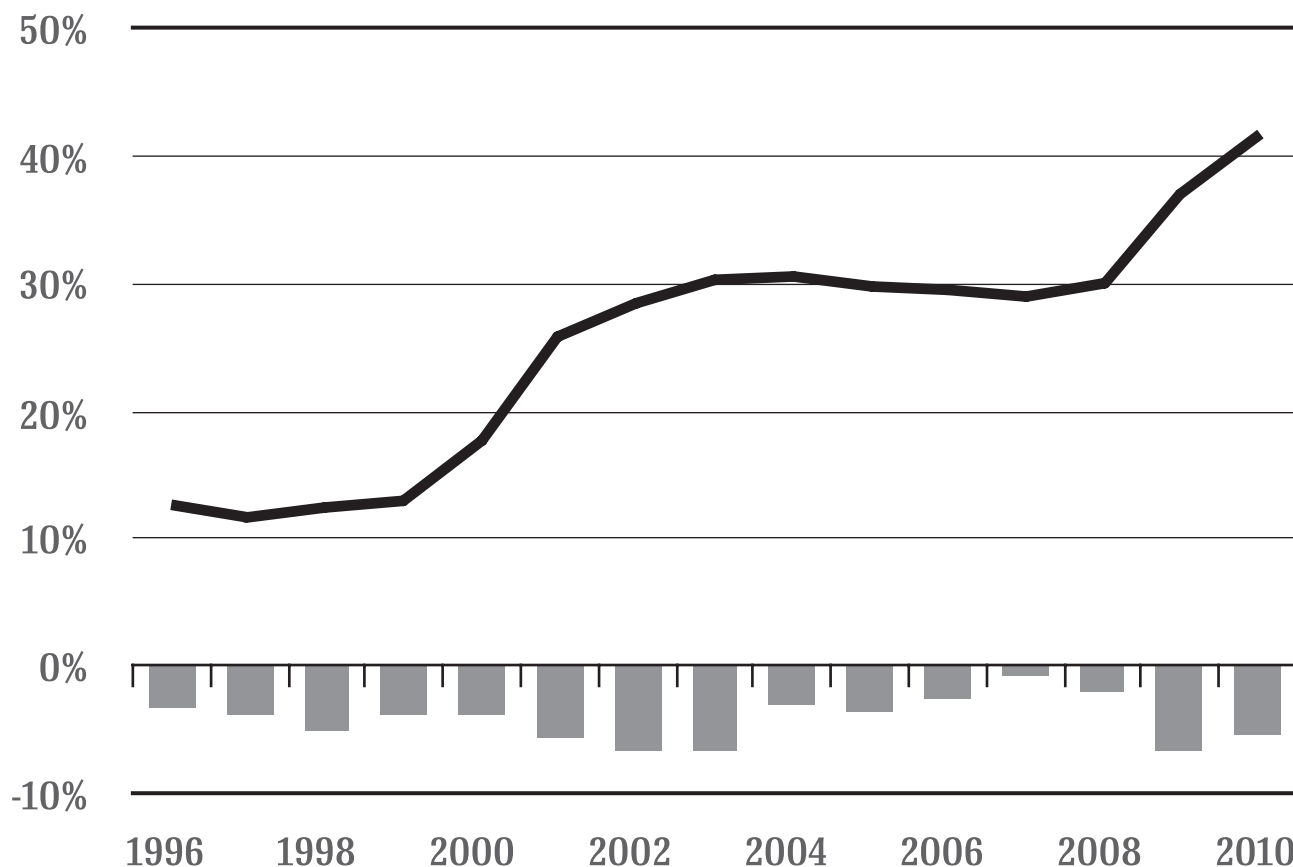
Vedení asociace si velmi váží angažovaného přístupu všech, kteří se na této práci, která je zamýšlena nikoli pouze jako podklad k diskusi, ale k dalšímu rozvíjení či aktualizaci, podíleli; a samozřejmě všech, kteří názorem či polemikou přispějí či přispěli ke zvládnutí tohoto nelehkého tématu.

## Shrnutí

Problematika nárůstu zadlužení státu není novým tématem, diskutovaným ekonomy i politiky v České republice. I přes to, že počátek transformace ekonomiky po roce 1989 „zdedil“ 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 deficitem. 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.

## Saldo a dluh vládního sektoru (% HDP)

■ dluh vládního sektoru ■ saldo vládního sektoru



Zdroj: ČSÚ

V posledních letech sílí hlasy ekonomů, že fiskální politika, která jen díky ekonomickému růstu byla sto snižovat schodky státních rozpočtů, nepostupuje dostatečně razantně, aby zajistila dobrou výchozí pozici pro období pomalejšího růstu. Bohužel, světová finanční a ekonomická krize přinesla pro fiskální politiku mnohem horší podmínky, než měli tito kritici českého vývoje na mysli. Propad české ekonomiky s sebou přinesl rychlé zhoršení fiskální pozice, které, ačkoliv nevybočuje z vývoje ostatních zemí postižených ekonomickým poklesem, vytváří obtížnou situaci pro fiskální konsolidaci. Ta se bude muset utkat nejen s krizí oslabenou ekonomikou a rizikem, že očekávaný návrat k růstu ekonomiky bude jen pomalu zlepšovat fiskální příjmy, ale také s tím, že v dobrých časech nebyly řešeny strukturální

problémy našich veřejných financí. Chybí zejména penzijní reforma a s demografickým vývojem taktéž souvisí problém ufinancovatelnosti veřejného zdravotního systému.

Následující práce není zaměřena na politické otázky spojené s nezbytnou konsolidací českých veřejných financí ani není analýzou různých přístupů k jejich řešení. Ambicí je zejména poukázat na důsledky politik, které by tolerovaly nárůst zadlužení státu. Ty jsou diskutovány zejména z kontextu udržitelnosti vývoje veřejného dluhu či způsobu jeho ufinancovatelnosti. V obecné rovině jsou také uváděny důsledky růstu veřejného dluhu a jak tento vývoj zasáhne jednotlivé části společnosti.

## Shrnutí

Otázka udržitelnosti veřejného dluhu, diskutovaná v kapitole I, je spojena s faktem, že v každém systému, který nesměruje ke státnímu bankrotu, dříve či později musí stát přejít na udržitelnou trajektorii správy veřejných financí. Čím později to učiní (tedy čím vyšší dluh do té doby vytvoří), tím vyšší bude požadavek na primární fiskální saldo.

Znamená to tedy, že při vyšším dluhu bude muset stát trvale mít nastaveny vyšší daně (čímž omezí potenciální růst ekonomiky) a pracovat s nižšími výdaji (a tedy pravděpodobně nižším rozsahem poskytovaných služeb), aby mu zbývaly prostředky na splácení úroků ze svého dluhu (tedy placení ceny za předchozí deficitní hospodaření).

Již samotný dopad vysokých krizových deficitů roku 2009 a 2010 zřejmě zvýší velikost veřejného dluhu o třetinu, ze zhruba 30 % HDP před krizí na 40 % HDP. To při i mírném zvýšení úrokových sazeb (díky všeobecně rostoucí rizikové příirážce) povede k růstu nákladů státu na placení úroků o desítky miliard, které bude stát při každoročním sestavování rozpočtu bolestně postrádat.

Výpočty uvedené v kapitole I ukazují, že pouze velmi příznivá výše nákladů na financování státu umožňuje stabilizovat systém veřejných financí bez vytváření výrazných přebytků primárního salda státního rozpočtu (tedy výsledku, bez započtení úrokových nákladů). Naopak, horší hodnoty primárního salda, které se v praxi často pojí s vysokými úrokovými náklady (jako sankci za špatnou fiskální politiku) zajistí nejen rychlé navýšení dluhu, ale často i jeho explozi, tedy zrychlování růstu poměru dluhu na HDP. Je zřejmé, že tento stav vede pak dříve či později k nezbytnosti přijetí drastických ekonomických opatření.

Kapitola I i II se částečně zabývají „kvalitou“ českých veřejných financí. Z analýzy vyplývají mimo jiné neschopnost fiskální politiky přispívat k makroekonomické stabilitě, dominance zákonodárné moci na směřování veřejných financí i ne zcela typická struktura příjmů státního rozpočtu. Ačkoliv je tato vždy

specifická pro danou zemi, přes to česká struktura daňových příjmů vykazuje některé rysy, které se v mezinárodním srovnání jeví jako extrémní. Jde o vysoký podíl daně z příjmu právnických osob (DPPO) na celkových daňových příjmech (v poslední době i vyšší než podíl daně z příjmu fyzických osob (DPFO), což je velmi neobvyklé), okrajovou úlohu majetkových daní a rekordně vysoký podíl sociálního pojištění. Z pohledu výše daňové kvóty nepatří ČR mezi země k ani jednomu z extrémů. Přejít mezi země s vyšší daňovou kvótou by zajistil zřejmě navýšení příjmů státu, ale na úkor zbrždění potenciálního růstu ekonomiky.

Kapitola III se zabývá otázkou profinancování rostoucích deficitů. ČR v oblasti struktury financování veřejného dluhu patří mezi země s „bezpečnější strukturou“ financování. Podíl nerezidentů, jejichž chování je obvykle méně stabilní a tudíž pro financování deficitu více nebezpečný, roste jen pomalu, a nyní dosahuje zhruba čtvrtiny.

Předkládaná analýza ovšem ukazuje, že profinancování vysokých schodků (nad 100 miliard ročně) může narazit na omezení absorpční schopnosti některých účastníků trhu s dluhopisy, a takovéto nárůsty pak předpokládají banky jako investory, kteří tento vyšší nárůst nabídky veřejného dluhu profinancují. Tento „tlak“ na banky se může projevit i za optimistických předpokladů nárůstem ceny dluhu (díky omezené kapacitě na straně bank) i důsledky pro další ekonomické subjekty. Jak je uvedeno na závěr této kapitoly, řešení spočívající v růstu zahraničních zejména cizoměnových výpůjček není zdaleka prosté rizik.

Závěrečná část se soustředí na popis dopadů scénáře „rychlého růstu“ veřejného dluhu na ekonomiku. Vzhledem k tomu, že fiskální politika není jedinou proměnnou, která vývoj ekonomiky determinuje, jsou diskutovány spíše směry a typy dopadů, než aby tyto mohly být jednoznačně číselně kvantifikovány.

Jak ukazují výsledky této analýzy, značná rizika tohoto scénáře padají na toho, kdo ho způsobí

- tedy stát. Nejde jen o komplikace při běžném sestavování státního rozpočtu (díky vysokým nárokům dluhové služby), ale díky vyššímu objemu poptávaných zdrojů se zvyšuje riziko poruch při zajišťování financování. Nermalou roli může sehrát i riziko růstu úrokových sazeb, které se pak promítá negativně na potenciál růstu ekonomiky (což dále komplikuje fiskální situaci).

Zatímco negativní vliv „nižší kvality“ státních dluhopisů a růstu obecného rizika turbulencí v ekonomice v tomto scénáři pro finanční sektor do jisté míry kompenzuje vyšší inkasovaný úrok, dopad na sektor podniků je výhradně záporný, díky horší dostupnosti kapitálu i jeho ceně. Podniky totiž dříve či později ponesou část vyšší daňové zátěže nutné pro stabilizaci veřejného dluhu. U domácností je dopad diferencovaný, negativní například na klienty čerpající hypotéku a pochopitelně na ty, kteří budou subjektem vyšších daní či omezení státních výdajů.

# Kapitola 1 » Vývoj veřejného dluhu a otázka jeho udržitelnosti

## 1. Vývoj deficitu a dluhu vládního sektoru od roku 1993 do současnosti

Česká republika za dobu své samostatné existence dosáhla přebytku vládního sektoru pouze v jediném roce, a to hned v úvodu. Od roku 1994 do současnosti jsou finance vládního sektoru deficitní. V letech 1993-2008 deficit vládního sektoru překročil hranici 3 % HDP desetkrát (1995-2003 a 2005). V roce 2007 klesl deficit na 0,7 % HDP díky zvýšení příjmů v souvislosti s rychlým růstem ekonomiky (HDP se reálně zvýšil o 6,1 %). Nicméně v roce 2007 se deficit opět prohloubil na 2,1 % HDP. Příčinou byl vysoký nárůst sociálních výdajů související s opatřeními přijatými před volbami do Poslanecké sněmovny.

Statistika veřejných financí prošla od roku 1993 do současnosti několika proměnami a ne vždy byly informace jednoduše transparentní. Nyní je standardem metodika ESA 95 vycházející z národních účtů. Výsledná salda jsou ovlivněna nejen běžným hospodařením a investicemi vládního sektoru, ale také kapitálovými transfery. Nejvyšších deficitů dosáhl vládní sektor v letech 1995, 2002 a 2003. Tyto deficity souvisely s transformací rizikových státních záruk do vládního deficitu prostřednictvím kapitálových transferů na účtu změn čistého jmění vlivem úspor a kapitálových transferů. Tyto kapitálové transfery zvyšují jednorázově deficit v daném roce v celé nominální hodnotě jistiny státní záruky. Při hodnocení fiskální politiky je ovšem nezbytné zohlednit i tyto fiskální operace, neboť také ovlivnily ekonomický vývoj a explicitně se promítly do vývoje dluhu vládního sektoru. Zároveň tyto údaje používají nadnárodní instituce, ratingové agentury a finanční trhy k vyhodnocování kreditního rizika českého státu a makroekonomické stability.

Do bilance vládního sektoru se započítává hospodaření centrální vlády, krajů, obcí a fondů sociálního zabezpečení. Dominantní roli ve vývoji celkového salda vládního sektoru ovšem hraje prvně jmenovaný faktor. V posledních dvou letech dosahují obecní a krajské rozpočty i fondy sociálního zabezpečení mírných přebytků. Naopak rozpočet centrální vlády je permanentně deficitní.

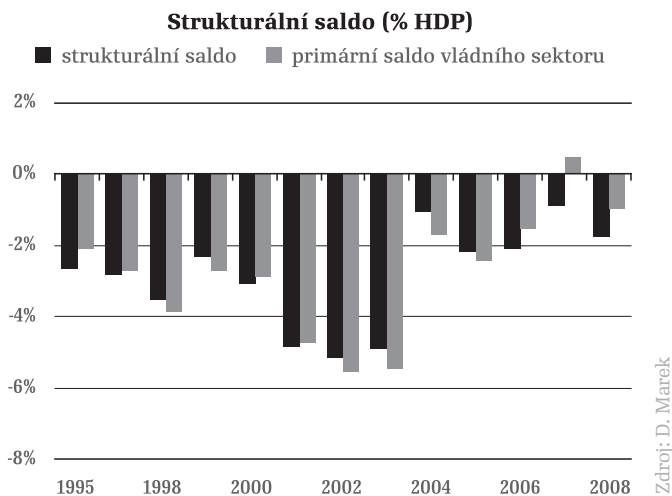
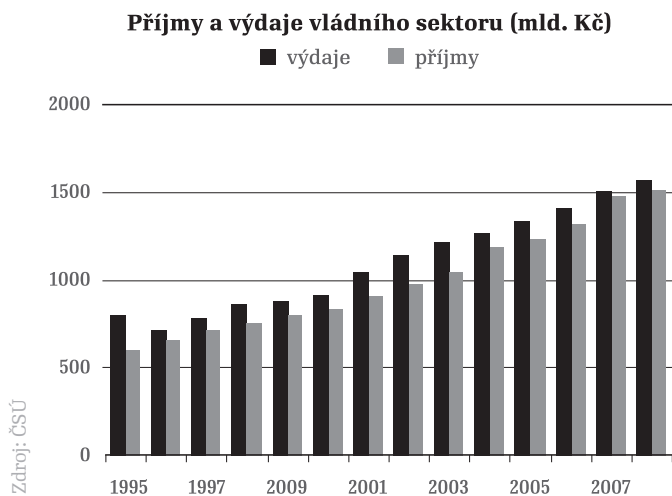
Podíl výdajů a příjmů vládního sektoru, který ukazuje na míru redistribuce prostředků v ekonomice prostřednictvím fiskální politiky, je dlouhodobě stabilní a pohybuje se mírně nad 40 %. V rámci výdajů rozpočtu centrální vlády zůstává operativní prostor výrazně omezen vysokým podílem mandatorních výdajů vyplývajících ze zákona, jiných právních norem či smluvních závazků a kvazimandatorních výdajů. V roce 2008 činil podíl těchto výdajů na celkových výdajích státního rozpočtu 73,6 %. V rámci mandatorních a kvazimandatorních výdajů patří mezi nejvýznamnější výdaje na sociální transfery, platby státu do zdravotního pojištění, příspěvky do rozpočtu EU, výdaje v kapitole Ministerstva obrany a mzdy ve státním sektoru. Vysoký podíl těchto výdajů na celkovém rozpočtu omezuje možnosti Ministerstva financí ovlivnit výši salda státního rozpočtu. Zodpovědnost za fiskální situaci tak do značné míry nese nikoli výkonná moc, nýbrž zákonodárná moc.

Trvale deficitní hospodaření vládního sektoru vede ke kumulaci dluhu. V roce 1993 činil dluh vládního sektoru 192 miliard korun, na konci roku 2008 již dosahoval 1 105 miliard korun. V relaci k HDP nejdřív dluh vládního sektoru klesl z 18 % v roce 1993 na 12 % v roce 1997. Poté ovšem začal stoupat a v roce 2003 dosáhl 30 % HDP. Na této úrovni se stabilizoval a setrval až do roku 2008.

Zlom ve vývoji financí vládního sektoru přinesla současná finanční krize a následná hospodářská recese. Při poklesu HDP o 5,0 % by se letos měl deficit prohloubit na 240 miliard korun, tj. 6,6 % HDP. V příštím roce by potom měl deficit vládního sektoru činit 196 miliard korun, tj. 5,3 % HDP, a to i při zahrnutí posledních úprav státního rozpočtu na příští rok. Dluh vládního sektoru by se za těchto podmínek měl zvýšit na 36 % HDP letos, resp. 40 % HDP na konci příštího roku.

## 2. Analýza vlivu hospodářského cyklu a identifikace strukturálního deficitu

Vývoj financí vládního sektoru bývá ovlivněn hospodářským cyklem. Na straně příjmů by se tento faktor měl teoreticky projevit



v inkasu daní a sociálního pojistného. U výdajů lze předpokládat citlivost na hospodářský cyklus u dávek v nezaměstnanosti. Obecně lze říci, že citlivěji by měly reagovat rozpočtové příjmy, zatímco výdaje jsou spíše acyklické.

Ekonometrická analýza ovšem prokázala statisticky významnou citlivost pouze u daní a sociálního pojistného s celkovou elasticitou vůči HDP 0,94.

K identifikaci dopadu hospodářského cyklu je dále potřeba rozkladu HDP na trendovou a cyklickou složku. Pro analýzu fiskální politiky bývá k tomuto účelu zpravidla používána metoda produkční funkce. Trendová složka je definována Cobb-Douglasovou produkční funkcí a odchylka pozorovaného HDP od trendu reprezentuje vliv hospodářského cyklu.

Cyklickou složku deficitu lze definovat jako součin mezery výstupu, podílu daní a sociálního pojistného na HDP a příslušné elasticity. Strukturální saldo, tj. cyklicky očištěné primární saldo vládního sektoru, představuje základní měřítko pro hodnocení uvolněnosti či přísnohlosti fiskální politiky.

Ukazatel strukturálního salda poskytuje pohled na fiskální politiku bez vlivu aktuální fáze hospodářského cyklu.

V letech 2006-2008 česká ekonomika rostla velmi rychlým tempem a s ní i rozpočtové příjmy.

Tato skutečnost vedla k dočasnému snížení schodků. Primární saldo vládního sektoru dokonce dosáhlo v roce 2007 kladné hodnoty. Strukturální saldo se sice v roce 2007 také snížilo, nicméně zůstalo záporné. V roce 2008 se strukturální deficit opět zvýšil a dosáhl 2,3 % HDP. Po přijetí opatření na zmírnění dopadů finanční krize se letos strukturální saldo patrně prohloubí na 4,3 % HDP. Po korekci návrhu rozpočtu na příští rok by mělo toto saldo v roce 2010 opět klesnout na 2,7 % HDP. Vezmeme-li v potaz, že tato hodnota by se měla pohybovat kolem nuly nezávisle na aktuálním ekonomickém vývoji (a tomto smyslu je definován také Pakt stability a růstu), potom lze považovat schodky vládního sektoru v celém analyzovaném horizontu za nadměrné.

Rozklad salda vládního sektoru na strukturální a cyklickou složku lze využít také k analýze změny postoje fiskální politiky. Změna strukturálního salda, tj. fiskální impuls, poskytuje obraz o rozsahu diskreční fiskální politiky, tedy obraz o jejím působení mimo vliv vestavěných automatických stabilizátorů. Strukturální saldo se zvýšilo o 38 miliard korun loni, resp. 50 miliard letos. V obou letech byla přijata řada opatření na podporu hospodářského růstu a zmírnění dopadů finanční krize. Pokud by měla fiskální politika plnit makroekonomickou stabilizační úlohu měla by ekonomice poskytovat kladný fiskální impuls v recesi a naopak. V historii české fiskální politiky takový konzistentní vzorec nelze vystopovat.

# Kapitola 1 » Vývoj veřejného dluhu a otázka jeho udržitelnosti

## Citlivost terminálního dluhu na vybrané parametry

		Úrokové náklady dluhu vládního sektoru						
		3,25%	3,50%	3,75%	4,0%	4,25%	4,50%	4,75%
primární saldo (% HDP)	0,5%	29%	34%	40%	50%	65%	94%	169%
	0,0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	-0,5%	-29%	-34%	-40%	-50%	-65%	-94%	-169%
	-1,0%	-58%	-67%	-80%	-99%	-130%	-188%	-339%
	-1,5%	-87%	-101%	-120%	-149%	-195%	-281%	-508%
	-2,0%	-116%	-135%	-160%	-198%	-259%	-375%	-678%
	-2,5%	-145%	-168%	-200%	-248%	-324%	-469%	-847%
	-3,0%	-174%	-202%	-241%	-297%	-389%	-563%	-1017%

Zdroj: D. Marek

### 3. Rizika střednědobého vývoje rozpočtu a dluhu vládního sektoru

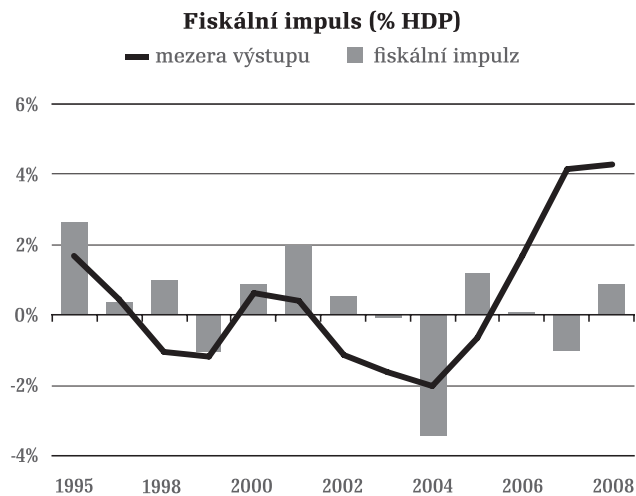
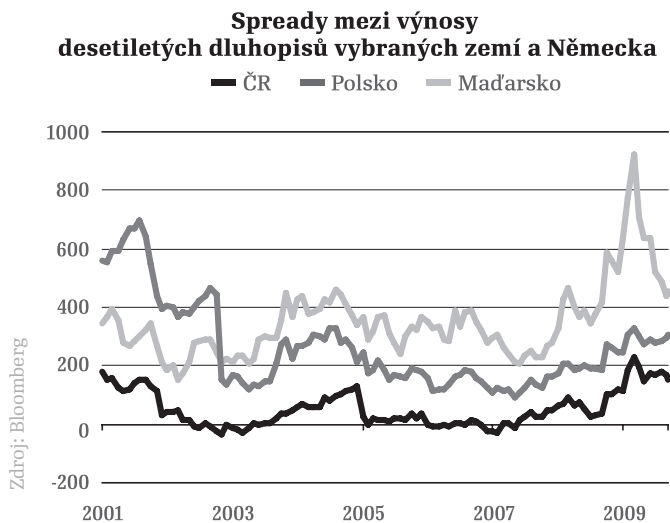
Bez snížení schodku vládního sektoru bude pokračovat rychlé zvyšování jeho dluhu v absolutní hodnotě i poměru k HDP. Relace dluhu a HDP konverguje k určité hodnotě vždy, když tempo růstu nominálního HDP převyšuje požadovanou míru výnosu u státních dluhopisů. Pro ilustraci, loni se HDP v běžných cenách zvýšil o 4,5 %, implicitní úroková sazba pro státní dluh činila 3,8 % (náklady na dluhovou službu: 41 miliard. Kč, výše dluhu vládního sektoru: 1 105 miliard Kč) a primární rozpočtové saldo dosáhlo 0,9 % HDP. Při těchto parametrech by dluh dále narůstal a postupně by konvergoval k hodnotě 140 % HDP. Pokud by ovšem úroková sazba stoupla například na 4,6 %, dluh by k žádné hodnotě nekonvergoval a neustále by rostl.

Podle současných odhadů dosáhne letos primární saldo veřejného sektoru 5,2 % HDP (cyklicky očištěné saldo 4,3 % HDP). Při existujícím návrhu státního rozpočtu dosáhne stejný ukazatel příští rok 3,6 % HDP (cyklicky očištěné saldo 2,7 % HDP). Následující tabulka ukazuje,

kam bude směřovat dluh vládního sektoru pro různé hodnoty primárního rozpočtového salda a úroků placených z vládního dluhu. Dalšími předpoklady je růst potenciálního výstupu o 3 % a inflace na úrovni 2 %.

Pokud by se měl udržet dluh vládního sektoru na 30 % HDP, muselo by se snížit primární rozpočtové saldo na 0,3 % HDP. Pro udržení dluhu alespoň pod 60 % HDP, splnění jednoho z kritérií pro přijetí eura, by se muselo primární saldo snížit na 0,6 % HDP. Průměrná hodnota primárního salda v posledních deseti letech přitom činila 2,7 % HDP. Při této úrovni salda, růstu HDP o 3 %, inflaci na úrovni 2 % a implicitní úrokové sazbě vládní dluhu 4 %, by dluh konvergoval k 268 % HDP.

Snížit primární rozpočtové saldo na úroveň zajišťující konvergenci k akceptovatelné úrovni vládního dluhu bude o to složitější, že se ve veřejných financích projeví dopady stárnutí populace. Evropská komise odhaduje, že se v ČR výdaje na důchody zvýší z 8,2 % HDP v příštím roce na 14 % HDP v roce 2050. Výdaje na zdravotní péči by měly ve stejném období vzrůst z 6,8 na 8,4 % HDP. Výsledkem je prognóza, že pouze tento faktor by zvýšil do roku 2050 dluh vládního sektoru na 207 % HDP v roce 2050. Tomu lze



zamezit reformou penzijního systému, která by zajistila jeho dlouhodobou udržitelnost. Nicméně v úvodu si taková reforma může vyžádat vysoké transformační náklady, které zatíží veřejné finance. O to více se v ostatních částech financí vládního sektoru bude muset snížit schodek resp. dosahovat přebytku.

Při pokračujícím růstu vládního dluhu existuje riziko, že se zvýší riziková prémie a požadované výnosy u státních dluhopisů. Česká republika v posledních letech splňovala všechny důležité aspekty makroekonomické stability, včetně úvěrové kredibility vládního sektoru. Česká republika si získala takovou důvěru investorů, že před finanční krizí požadovali téměř stejné výnosy u desetiletých českých i německých státních dluhopisů, zatímco další země střední a východní Evropy musely platit

určitou rizikovou premií. Finanční krize vedla k přehodnocení rizika napříč všemi trhy finančních aktiv a promítla se i na trzích se státními dluhopisy. Zároveň mnohé vlády, včetně české, zareagovaly poskytnutím fiskálního stimulu, který se promítá i do nabídky dluhopisů na finančních trzích a celkové úrovně veřejného zadlužení. Výsledkem bylo zvýšení rizikových premií. Na konci 1. čtvrtletí letošního roku se spread mezi výnosem českého a německého desetiletého státního dluhopisu zvýšil až na 237 bazických bodů. Od té doby se opět mírně zúžil, v říjnu se pohybuje kolem 150 bazických bodů, stále ovšem zůstává vysoko nad hodnotami z předchozích let. Lze předpokládat, že při stále rostoucím dluhu vládního sektoru by došlo k postupnému zvyšování rizikové prémie, požadovaných výnosů a terminální hodnotě dluhu vládního sektoru.

## Kapitola 2 » Příjmová stránka veřejných rozpočtů

### 1. Vývoj a složené daňové kvóty

Složená daňová kvóta ČR se dlouhodobě pohybuje kolem 35 % HDP (průměr za léta 1995 - 2007, za něž jsou k dispozici konsolidovaná data, činí 35,35 % HDP, viz Eurostat). Výkyvy složené daňové kvóty nejsou velké a nevykazují trend - spíše jde o kolísání způsobené výkyvy HDP, inflace a ostatních makroekonomických dat než o změny v daňové politice.

Příjmová strana veřejných rozpočtů přitom vykazuje značnou cykličnost. To se projevilo v období recese 1998 -1999, kdy složená daňová kvóta klesla z 36,2 % HDP v roce 1995 na 33,3 % v r. 1998. Podobný vývoj probíhá i v současnosti: zatímco v r. 2007 činila složená daňová kvóta ČR 36,9 % HDP (poslední známý údaj dle Eurostatu), pro rok 2009 MF odhaduje její pokles na 33 % HDP. V mezinárodním srovnání je složená daňová kvóta ČR spíše nižší. Vážený průměr EU i eurozóny se pohybuje kolem 40 % a v časovém úseku 1995 - 1997 rovněž vykázal jen malé výkyvy (na rozdíl od vývoje v řadě jednotlivých zemí). Prostý průměr je nižší - snižují jej především malé země s nízkou mírou zdanění.

Nejnižší složená daňová kvóta, kolem 30 % HDP, je v Irsku, Řecku, na Slovensku, na Maltě, v Bulharsku, Rumunsku a v Pobaltí. Kvóta podobná ČR je ve Španělsku, v Lucembursku, Polsku, Portugalsku a v Spojeném království. Ostatní země EU mají složenou daňovou kvótu vyšší než ČR.

### 2. Struktura daňových příjmů

Struktura daňových příjmů je v ČR stejně jako v jiných zemích specifická, žádná typická či obvyklá struktura zdanění charakteristická pro velkou skupinu zemí neexistuje. Přesto česká struktura daňových příjmů vykazuje některé rysy, které se v mezinárodním srovnání jeví jako extrémní. Jde o vysoký podíl daně z příjmu právnických osob (DPPO) na celkových daňových příjmech (v poslední době i vyšší než podíl daně z příjmu fyzických osob /DPFO/, což je velmi neobvyklé), okrajovou úlohu majetkových daní a rekordně vysoký podíl sociálního pojištění.

#### 2.1. Daň z příjmu právnických osob

DPPO v ČR v posledních letech (2003 - 2007) dosahovala 4,6 - 4,8 % HDP (a na celkových daňových příjmech se podílela 12 - 13 %; DPFO představovala 4,3 - 4,9 % HDP a její podíl na složené daňové kvótě činil 11,6 - 13,6 %). Průměr EU a eurozóny se přitom v stejném období u DPPO pohyboval mezi 2,0 - 3,0 % HDP a 5,1 - 7,5 % složené daňové kvóty. Podíl DPPO na složené daňové kvótě v ČR tak byl v posledních letech o 6 - 7 procentních bodů nad průměrem eurozóny.

#### 2.2. Majetkové daně

Majetkové daně jsou v ČR extrémně nízké, jejich podíl na HDP je od r. 2004 let 0,1 % (předtím byl 0,2 - 0,3 %). V EU a eurozóně se tento podíl v posledních letech v průměru pohyboval kolem 1,1 - 1,3 %, byl tedy nejméně o 1 procentní bod vyšší. Co se týče podílu majetkových daní na složené daňové kvótě, ten v ČR v od r. 2004 činil 0,4 %, avšak v EU a eurozóně v průměru 2,4 - 3,4 %, tj o 2 až 3 procentní body více. Majetkové daně jsou v ČR reprezentována prakticky pouze daní z nemovitostí (další skupina majetkových daní, tzv. „trojdaní“ - daň dědická, darovací a z převodu nemovitostí - je ve svém objemu z hlediska veřejných příjmů takřka zanedbatelná). V zahraničí jsou na rozdíl od ČR daně z nemovitostí i ostatní uvedené typy daní běžně vyšší, navíc jsou často majetkovou daní zatíženy i věci movité (např. osobní automobily).

#### 2.3. Sociální pojištění

Podíl příspěvků na sociální pojištění (široce definované, tj. v ČR včetně příspěvků na zdravotní pojištění a povinné úrazové pojištění) na složené daňové kvótě se v ČR soustavně zvyšuje a v r. 2007 dosáhl 16,3 % HDP, což je (spolu s Francií) nejvyšší podíl v EU. Průměr EU a eurozóny se přitom v posledních letech pohyboval v rozmezí 12,4 - 14,5 % HDP a měl nepatrně sestupnou tendenci, což souvisí jednak s hospodářským růstem, jednak s penzijními reformami a reformami národních systémů sociálního zabezpečení. Lví podíl na růstu této složky složené daňové kvóty v ČR má růst zaměstnanosti

v posledních letech (a tím růst okruhu zdaňovaných osob); bez ohledu na tento pohyb je však zásadní skutečností to, že nastavená úroveň příspěvků na sociální pojištění je v ČR v mezinárodním srovnání vysoká a pohybuje se 2 až 4 procentní body nad evropským průměrem.

### **3. Procyklický charakter příjmové stránky českého státního rozpočtu**

Vysoký podíl DPPO na složené daňové kvótě je hlavní příčinou z hlediska mezinárodního srovnání neobvykle velké cykličnosti příjmové strany českých veřejných rozpočtů. Stejným směrem působí rovněž nízký podíl majetkových daní. Jeho příspěvek k cykličnosti české daňové soustavy je však mnohem nižší než příspěvek vysokého podílu DPPO, a to vzhledem k významně menší odchylce podílu majetkových daní na složené daňové kvótě v ČR od evropského průměru, než jaká je odchylka podílu DPPO na složené daňové kvótě.

K doložení této skutečnosti stačí podívat se na pokladní plnění státního rozpočtu ČR v letošním roce. K ultimu září 2009 poklesl výběr DPPO meziročně kumulativně o 36,3 %. Celkový daňový výběr přitom poklesl za stejné období jen o 9,4 % (viz MF).

### **4. Meze dalšího vývoje příjmové strany veřejných rozpočtů**

Změny příjmové strany veřejných rozpočtů jsou výsostně politickou záležitostí, neboť jejich výsledkem je výše daňového břemene a jeho rozdělení mezi různé skupiny daňových poplatníků, resp. obyvatelstva (zejména mezi různé příjmové skupiny). Existující výdajová strana rozpočtu však vytváří pro příjmovou stranu svým objemem v daném čase zadání, kolik je třeba vybrat. Fiskální konsolidace, tj. sladění příjmové a výdajové strany, přitom může probíhat jak přizpůsobením příjmů výdajům, tak naopak. Rozsah veřejných výdajů, povaha a velikost jednotlivých výdajových programů jsou přitom rovněž do značné míry politickou věcí. Řada výdajů je však determinována minulým vývojem a minulými rozhodnutími.

I pro rozsah příjmové strany veřejných rozpočtů však existují objektivní omezení. Jimi jsou především zdanitelný základ (což je v zásadě objem nominálního HDP) a mezinárodní konkurence, resp. mezinárodní srovnání. Země s výrazně vysokými daněmi ztrácí oproti zahraničí část své konkurenceschopnosti, a zvláště obezřetná musí být z tohoto pohledu malá otevřená ekonomika s nižší ekonomickou úrovní (vyspělostí) oproti řadě sousedních a blízkých zemí a s vysokou závislostí na zahraničních investicích.

Stropem pro možné přizpůsobení příjmové strany veřejných financí veřejným výdajům je tak zřejmě v současnosti hladina 40 % HDP, do níž nám chybí 4 - 5 procentních bodů (vycházíme-li z cyklicky očištěné situace před současnou recesí). To v současné úrovni cen představuje 150 - 190 miliard Kč. Vezmeme-li však v potaz tuto hodnotu pro, pro nás z hlediska postavení ekonomiky nejvíce relevantní země EU, je zřejmě teoretický prostor pro přizpůsobení příjmové strany nižší, cca 3 procentní body, tedy (110 - 120 mld Kč (daňové břemeno v zemích nám v EU výkonově a úrovnově nejbližších, což je Slovinsko a Portugalsko: složená daňová kvóta Slovinska před recesí (2007) byla 38,2 % a dlouhodobě je zhruba konstantní, s nepatrnými výkyvy v řádu desetin procentního bodu, u Portugalska činila v r. 2007 36,8 %, přičemž v předchozích letech tam poměrně rychle rostla z hladiny kolem 34 % na počátku dekády a 32 % v r. 1995. Portugalsko však z pohledu hospodářského růstu či stavu veřejných financí nepatří v posledním desetiletí mezi země, z nichž by si ČR mohla brát příklad).

Z hlediska konkurenční situace ekonomiky je pak třeba brát při nastavení jednotlivých daní ohled na nastavení daní i u zemí, které jsou z hlediska bohatství ekonomiky méně rozvinuté, ale představují konkurenci pro rozvoj investic v naší zemi. A tyto země, jak je uvedeno na počátku kapitoly, mají často složenou daňovou kvótu nižší, než ČR dnes.

## Kapitola 3 » Financování státního dluhu

### 1. Vývoj struktury držitelů vládních dluhopisů

Rozhodující část státního dluhu (přes 95 %) byla k 30.6.2009 financována prostřednictvím cenných papírů vydávaných na veřejných trzích. Držitelé státních dluhopisů jsou podle posledních zveřejněných údajů (příloha 1) především finanční instituce (přes dvě třetiny objemu) a nerezidenti (čtvrtina objemu).

Objem dluhopisů v držení obou zmiňovaných skupin v čase významně roste. Během období od 31.12.2003 do 30.6.2009 zvýšily finanční instituce svou expozici vůči české vládě o 328 miliard Kč a zahraniční investoři o 274 miliard Kč. Podíl těchto dvou skupin na přírůstku objemu vládních dluhopisů během uvedeného období dosáhl rozhodujících 93 %.

Procentuální struktura držitelů tuzemských vládních dluhopisů se v čase významně mění. Zatímco v roce 2003 činil podíl finančních institucí téměř 90 %, v polovině roku 2009 to bylo již jen 68 %. Podíl nerezidentů naopak stoupl z původních 8 % v roce 2003 na 27.5 % v polovině 2009.

Nárůst vládních dluhopisů v rukou nerezidentů má částečnou souvislost se zvyšujícím se objemem vydávaných eurobondů. Z celkového objemu 175.6 miliard Kč eurobondů k 30.6.2009 držely 19.1 miliard Kč tuzemské banky a lze předpokládat, že drtivá část zbytku připadla právě na zahraniční subjekty. Zároveň je ale patrné, že nerezidenti drželi také vládní dluhopisy v CZK přinejmenším v objemu 157 miliard Kč a že tudíž svou expozici vůči korunovým dluhopisům od roku 2003 významně zvýšili. K růstu objemu vládních dluhopisů v držení nerezidentů ovšem nedocházelo v čase plynule, ač by se tak z porovnání čísel konců let mohlo zdát. Kupříkladu nástup finanční krize v roce 2008 vyvolal během 4. kvartálu čisté odprodeje tuzemských dluhopisů zahraničními držiteli ve výši 27 miliard Kč.

Ani tuzemské finanční instituce netvoří homogenní skupinu investorů do vládních dluhopisů. Nejvýznamnější podíl na tomto trhu zaujímají banky, jejich dominance se ale snížila při poklesu podílu z 67 % v roce 2003 na 37 % v polovině 2009. Fondy

kolektivního investování zvyšovaly čisté nákupy dluhopisů jen do roku 2006, od něž držený objem o 10.8 miliard Kč poklesl. Nejdynamičtěji naopak zvyšovaly svou expozici pojišťovny a penzijní fondy. Podíl této skupiny na celkové držbě vládních dluhopisů vzrostl z 18.2 % v roce 2003 na 25 % v polovině 2009.

Skupina domácností dosud nebyla významným investorem do vládních dluhopisů. Její podíl začal růst teprve v průběhu roku 2008 v souvislosti se snahami o diversifikaci úspor a využití zajímavých výnosů vládních dluhopisů po vypuknutí krize. Do poloviny 2009 dosáhl podíl této skupiny na vládních dluhopisech 1 %.

### 2. Výhled poptávky po dluhopisech od nebankovních subjektů

#### 2.1. Pojišťovny a penzijní fondy

Obě uvedené kategorie finančních institucí pracují s dlouhodobými závazky, pro něž je držení středně a dlouhodobých dluhopisů vhodným protipólem. Dluhopisy tvoří 57 % veškerých aktiv pojišťoven a dokonce 81 % aktiv penzijních fondů, přičemž uvedené podíly zůstávají vcelku stabilní. Podíl dluhopisů české vlády za obě kategorie dohromady činí 70 % všech držených dluhopisů. Poptávány dosud byly převážně korunové dluhopisy.

Lze očekávat, že poptávka po dluhopisech ze strany uvedených investorů v budoucnu nadále poroste, a to tempem srovnatelným s růstem jejich celkových aktiv. Výsadní postavení vládních korunových dluhopisů v jejich portfoliích zůstane zachováno přinejmenším do období těsně před vstupem země do eurozóny, kdy je teprve myslitelná určitá měnová diversifikace jejich portfolií. Růst aktiv ovšem proti minulosti zpomalí. U pojišťoven je důvodem zpomalení ekonomická krize a související stagnace nominálního HDP, což dává určité předpoklady k opětovné akceleraci od 2011. Na penzijní fondy dolehne kromě ekonomické krize a související nižší schopnosti domácností vytvářet dlouhodobé úspory také vyčerpávání prvotního startovacího (daňového) impulsu systému penzijního připojištění. Čisté nákupy dluhopisů za obě kategorie

dohromady mohou v následujících letech dosáhnout 40 mld Kč ročně, z čehož by při zachování stávajícího podílu připadlo na čisté nákupy tuzemských vládních dluhopisů kolem 30 mld Kč ročně.

## 2.2. Domácnosti

Finanční aktiva domácností v odhadované výši 2600 miliard Kč, z nichž jen necelých 12 miliard Kč je nainvestováno do dluhopisů české vlády, vytvářejí hypoteticky pro poptávku po vládních dluhopisech obrovský potenciál. Otázkou ovšem je motivace domácností ke změně struktury svých úspor. Aktiva domácností uložená u pojišťoven a penzijních fondů zůstanou bezpochyby nedotčena, stejně jako bankovní vklady sloužící domácnostem jako transakční prostředky. V případě úspěšné realizace plánu ministerstva financí na prodej vládních dluhopisů domácnostem by z bankovních produktů bylo nižším přílivem úspor postiženo zřejmě jen stavební spoření, které je svým charakterem investicím do státních dluhopisů nejbližší. Při současných parametrech si z hlediska výnosnosti udržuje stavební spoření před dluhopisy stále určitý předstih, ke změně situace by ovšem mohlo vést uvažované snížení státních příspěvků domácnostem na stavební spoření a poptávka domácností, disponujících rozsahem úspor, které nelze do tohoto produktu umístit. Alternativně si lze také představit vytvoření systému prodeje a zpětného odkupu vládních dluhopisů, který by suploval krátkodobé úložky domácností u bank. Systém by ovšem byl pro stát administrativně i finančně značně náročný, takže jeho zavedení v takové formě nepředpokládáme. Za stávajících podmínek mohou čisté nákupy vládních dluhopisů domácnostmi dosahovat ročně 5-15 miliard Kč.

## 2.3. Fondy kolektivního investování

Nutnou, nikoliv ale postačující podmínkou schopnosti uvedené investorské skupiny nakupovat vládní dluhopisy je přísun nových prostředků od domácností. I po oživení zájmu domácností o investice do fondů, které předpokládáme od 2010, může ale jít převážně o jiný typ investic než o vládní dluhopisy. Případně spuštění projektu Ministerstva financí na přímý

prodej vládních dluhopisů domácnostem by zřejmě ponechal čisté investice fondů do uvedených dluhopisů blízko nule, protože by bylo pro domácnosti výhodnější nakupovat státní dluhopisy přímo než prostřednictvím podílů ve fondech. Bez realizace projektu MF mohou investice do vládních dluhopisů dosahovat 10 miliard Kč ročně, tj. čtvrtiny očekávaného celkového přírůstku aktiv fondů kolektivního investování.

Z uvedeného vyplývá, že absorpční kapacita státního dluhu ze strany tuzemských nebankovních investorů činí kolem 50 miliard Kč ročně. Takové číslo absolutně nekoresponduje s výhledem růstu zadlužení státu. Je tedy zřejmé, že pomíne-li nejistou angažovanost zahraničních investorů, bude pro financování dluhu do budoucna ležet zejména na bedrech tuzemských bank.

## 3. Možnosti tuzemských bank při investicích do vládních dluhopisů

Pozice bank ve vztahu ke státním dluhopisům je ve srovnání s jinými investorskými skupinami specifická. Banky plní na trhu státních dluhopisů nejen roli nejvýznamnějšího investora, ale zároveň obchodníka a tvůrce trhu. Dluhopisy (nejen vládní) jsou druhou největší položkou na aktivní straně bankovní bilance hned po úvěrech klientům. Jejich objem (847.4 miliard Kč k 30.6.2009) se podílí na celkové výši aktiv necelými 21 %. Dluhopisy české vlády tvoří z celkového objemu dluhopisů polovinu.

### 3.1. Pozice bank jakožto obchodníků a tvůrců trhu státních dluhopisů

Vzniká-li na dluhopisovém trhu převis nabídky či poptávky, fungují tradingové knihy bank jako nárazníková zóna. Angažovanost bank jakožto držitelů státních dluhopisů kolísá v čase nepřímou úměrně angažovanosti ostatních investorských skupin. Pokud je ovšem převis nabídky dluhopisů příliš velký, jak se stalo ve 4. kvartálu 2008, mohou banky rezignovat na svou funkci tvůrců trhu, rozšířit spready mezi nákupní a prodejní cenou dluhopisů a tím trh do značné míry znelikvidnit. Epizoda během finanční krize naznačila, že přes značný celkový objem vládních dluhopisů v portfoliích bank

## Kapitola 3 » Financování státního dluhu

je jejich schopnost přes nárazníkovou zónu absorbovat šoky na trhu omezená. Tomu odpovídá fakt, že (nejen vládní) dluhopisy „určené k obchodování“, tj. zaúčtované v tradingových knihách, měly k 30.6.2009 hodnotu 122 miliard Kč, takže tvořily jen 15 % z celkového objemu bankami držaných dluhopisů.

### 3.2. Kapitálová potřeba při investicích do státního rizika

Rozvaha dává bankovnímu sektoru hypoteticky značný prostor pro zvýšení angažovanosti v držení státních dluhopisů. Jelikož jsou investice do státních dluhopisů z pohledu kapitálové přiměřenosti ohodnocovány rizikovou váhou nula, neměly by bankám vznikat při takových investicích dodatečné nároky na kapitál. Riziková váha je ovšem jen jedním aspektem kapitálové potřeby. Kapitál bank může být ovlivněn v situaci propadu tržních cen (nejen státních) dluhopisů, které jsou zaúčtovány ve skupinách „available for sale“, v nichž drží banky největší objem dluhopisů (414 miliard Kč k 30.6.2009). Změny ocenění dluhopisů v těchto skupinách nevstupují do bankovních výkazů zisků a ztrát, ale účtují se proti kapitálu bank. Běžná volatilita dluhopisových trhů tak zvyšuje v tuzemském bankovním sektoru potřebu kapitálu o jednotky miliard Kč.

### 3.3. Zdroje bank pro investice do státního dluhu a možnosti jejich zvýšení

Přes nízkou kapitálovou potřebu při investicích do státních dluhopisů zůstává otázkou zdrojů financování jejich nákupu bankami. Objem primárních zdrojů je v bankovním sektoru omezený a do budoucna lze očekávat roční tempo jeho růstu jen kolem 6-7%. Omezování klientského obchodu bank kvůli investiční příležitosti spojené se státními dluhopisy není příliš pravděpodobné, což dokládá i porovnání bankovní rozvahy k 31.12.2006 a 30.6.2009 (příloha 2). Objem klientského obchodu na aktivní i pasivní straně narostl během uvedeného období o srovnatelnou částku, s čímž koresponduje jen velmi mírný nárůst objemu dluhopisů v portfoliích bank. Klientské obchody negenerují jen úrokové výnosy, ale vytvářejí navíc příležitosti ke cross-sell

operacím, takže zůstanou z podstaty věci pro banky výnosnější. Nadměrná nabídka státních dluhopisů by ovšem zřejmě tlačila na zvyšování dlouhodobých úrokových sazeb, což by se promítlo do zdražení některých klientských úvěrů a tím omezilo poptávku po nich.

Hypotetickou možností bank získávat zdroje pro financování státu jsou dodávací repo operace ČNB. Tímto způsobem by bylo možné multiplikovat částku potřebnou k financování státního dluhu prakticky neomezeně, ale se značným rizikem pro ČNB, neboť tímto způsobem se centrální banka fakticky (nikoliv právně) dostává do pozice blízké subjektu financujícího státní dluh.

### 3.4. VaR a další regulatorní omezení z pohledu bankovních skupin

Epizoda omezené likvidity na dluhopisovém trhu po vypuknutí krize, kdy se stanovení ceny dluhopisů stávalo problémem, prokázala, že držení dluhopisů není pro banky bez rizika. Otázkou je, zda a případně kdy se tato zkušenost promítne do regulatorních opatření. Pro některé tuzemské banky již dnes vstupuje asset-swap spread do výpočtu Value at Risk, čímž jsou banky de facto omezovány v objemu držaných státních dluhopisů. Pro většinu bank takové omezení v současné době neexistuje, jelikož ale je v souladu s principy opatrnosti, může se jeho implementace stát v budoucnu normou.

I kdyby ovšem nahlížela tuzemská banka nadále na držbu českých státních dluhopisů jako na bezrizikovou investici, nebude její pohled totožný s pohledem mezinárodní finanční skupiny, do níž příslušná banka patří. Z pohledu skupiny se jedná o investici s ratingem české vlády, který v mnoha případech není lepší než rating skupiny samotné. Zvažovat musí příslušná skupina při větších investicích do českých dluhopisů koncentrační riziko.

Zvýšení investic tuzemských bank do českého státního dluhu je tedy představitelné ve větším rozsahu než u dalších investorských skupin, podléhá však přesto omezením. Omezení nejsou předem kvantifikovatelná, vyplývají ale z omezenosti primárních zdrojů bank, jakož i pravděpodobného

zprísňování regulatorních limitů na straně mezinárodních bankovních skupin. Při nadměrném zadlužování státu by se patrně vynořovaly postupně další, dnes nepředjímané překážky zvýšení angažovanosti bank na poli státních dluhopisů.

Možnosti tuzemských investorů při financování státního dluhu zjevně jsou omezené. Při roční emisi nového dluhu vyšší než 100 miliard Kč je dost pravděpodobné, že se na jejím upisování budou muset podílet nerezidenti. To v praxi pravděpodobně znamená nutnost denominovat část dluhopisů v zahraničních měnách.

Tato varianta však není zdaleka prosta rizik. Především, často jsou náklady na zahraniční emise ve svém důsledku dražší než domácí půjčky (dodatečné náklady a zejména zajištění). A samotná realizovatelnost zajištění tak, aby nedošlo k nežádoucímu dopadu na směnný kurz je při objemech poptávaných státem taktéž problémem. Zapojení devizových rezerv ČNB do konverzí pak zase vytváří riziko přesouvání fiskálních nákladů na již nyní hluboce ztrátovou centrální banku. Politika růstu zahraničních výpůjček pak přináší sice obtížně kvantifikovatelné, ale jistě rostoucí riziko pro makroekonomickou stabilitu.

Následující text se zabývá důsledky, které by přineslo neřešení fiskální situace ČR a s ní spojeným nárůstem dluhu státu. Ty jsou rozděleny dle dopadu na různé části ekonomiky.

Stejně tak jako je obtížné odhadnout směr vývoje české fiskální politiky, neméně tak obtížné je kvantifikovat její hypotetické dopady na ekonomiku. Roli bude hrát vývoj v ekonomice, situace na domácím finančním trhu i sentiment zahraničních investorů ve vztahu k našemu regionu i samotné české ekonomice.

Z tohoto důvodu tedy existuje značná nejistota v odhadu dopadu těchto opatření. Není však pochyb o jejich směru. Tedy o tom, co rychlý růst státního dluhu způsobí na danou skupinu v ekonomice v porovnání se scénářem více disciplinované fiskální politiky (za hypotetického předpokladu, že ostatní podmínky jsou nezměněny).

Propočty uvedené v jednotlivých částech jsou proto pouze ilustrativní, i když jejich kalibrace odráží alespoň do jisté míry představu autorů o možném rozsahu vlivu zkoumaného vývoje. Specificky není diskutováno riziko toho, že vyšší podíl státního dluhu činí ekonomiku makroekonomicky více zranitelnou, což se může promítnout jak do dostupnosti financování, úrokových sazeb či vývoje směnného kurzu.

## **1. Dopad rychlého růstu státního dluhu na samotný stát**

Stát je na jedné straně tím, kdo rozhoduje o výši svého zadlužení, ale zároveň i tím, kdo na svém hospodaření pocítuje důsledky tohoto konání. Rizika, kterým čelí, jsou jak krátkodobá (riziko likvidity), tak i střednědobá i dlouhodobá (riziko udržitelnosti státních financí a vliv tohoto faktoru na ekonomiku).

### **1.1. Otázka dostupnosti zdrojů**

Jakkoliv pro investory představuje emise státních dluhopisů v domácí měně de facto nejméně rizikový instrument, neznamená to, že finanční trh je schopen kdykoli poskytnout státu libovolné množství finančních prostředků. Nejde o to, že by v systému „nebyly peníze“ (to co si stát půjčí vrací hned zpět do ekonomiky), ale o faktory typu:

- Přílišný růst podílu cenných papírů státu v portfoliu investorů, který mohou tito vnímat jako koncentrační riziko a také faktor, který snižuje jejich schopnost cenné papíry prodat

- Riziko změny náhledu zahraničních investorů, jejichž poptávka může znenadání, z objektivních nebo i chybných důvodů, vypadnout

- Výkyvy na trhu, kdy se může stát, že státem nabízená cena se investorům může zdát neadekvátní

Toto riziko, z výše popsaných důvodů, je nejobtížněji kvantifikovatelné. Ve směru k jeho nižší relevanci jde likvidita českého finančního sektoru, stabilita Kč a poměrně malý podíl zahraničních investorů na trhu státních

dluhopisů. I přesto však, s rostoucím objemem dluhu (nikoliv deficitu), roste objem prostředků, které na trhu stát poptává. Při hypotetickém ročním schodku 150 miliard, výši dluhu 1000 miliard s průměrnou splatností kolem 5 let (nyní cca. 6,4 roku) činí poptávka státu ročně 350 miliard, tedy průměrně zhruba 1 miliardu nové půjčky denně.

### **1.2. Otázka nákladů financování a její krátkodobý vliv na stát**

Toto riziko se snázejí propočte, ovšem faktický dopad tohoto faktoru na hospodaření státu záleží na tom, jak se promítne zmíněný rostoucí objem poptávky státu do ceny zdrojů.

Výše uvedená čísla jasně dokumentují, že růst poptávky státu po financování poroste v nejbližších letech rychleji než HDP i rychleji než bilance finančního sektoru. Lze tedy očekávat, že protiváhou potřeby státu získat vyšší podíl dostupných zdrojů bude jejich vyšší cena.

Alternativa zahraničních půjček není řešením tohoto problému. Tyto zdražuje náklad na zajištění, který obvykle vede k tomu, že tyto fondy jsou dražší než korunové výpůjčky a v závislosti na způsobu zajištění mohou mít tyto operace i nežádoucí dopad na směnný kurz (a tedy celou ekonomiku, která je na vývoji kurzu díky vysokému podílu exportu poměrně silně závislá) či hospodaření jiných součástí státu (ČNB).

Je tedy pravděpodobné, že tento faktor sehraje při budoucím sestavování státního rozpočtu stále vyšší roli. Zároveň však cenu dlouhodobých zdrojů ovlivňuje mnohem více faktorů než jen vliv rostoucího dluhu státu (delší výhled inflace a měnové politiky, rizikové prémie, likviditní prémie, termínové prémie atd).

Pokud vyjdeme z odhadnuté pokrizové výše státního dluhu kolem 40% HDP, jak je uvedeno v části 1, a předpokládáme-li, že finanční trh bude po státu, díky rychlému růstu zadlužení, vyžadovat v průměru jen o 0,5 % vyšší úrokový náklad, promítneme se tato skutečnost do každoročního zvýšení nákladu pro stát o 0,2 % HDP, což by v úrovni roku odpovídalo cca. 7 mld. Kč.

## Kapitola 4 » Dopady deficitního hospodaření ČR na ekonomiku

1.3. Vliv růstu dluhu na výdaje státního rozpočtu ve středním horizontu

Více než možný nárůst ceny financování státního dluhu zatíží rozpočet tento faktor v kombinaci s růstem výše státního dluhu.

Porovnáme-li předkrizovou výši státního dluhu (zhruba 30 % HDP) s výše zmíněnou úrovní 40 % HDP, a zohledníme-li zmíněný růst úrokových sazeb o 0,5 % díky vyšší poptávce státu a 0,5 % díky pokrizovému růstu ostatních marží, dojdeme (při předpokladu průměrné ceny zdrojů státu před krizí 4 %) k tomu, že zatím co náklad na platby úroků ze státního dluhu před krizí činil 1,2 % HDP, při pokrizových veličinách se zvýší na 2 % HDP. V hodnotách roku 2009 jde o růst ze 42 miliard Kč na 70 mld.

### 2. Dopad rychlého růstu státního dluhu na domácí finanční sektor

Finanční instituce figurují v úvaze o dopadech rostoucího zadlužení státu zejména ve dvou oblastech.

#### 2.1. Vliv na strukturu bilance finančních institucí

Očekávaný nárůst státního dluhu povede, zejména v kratším horizontu, při předpokladu nerostoucího podílu zahraničních či nových investorů, k růstu podílu těchto aktiv v bilancích bank. Tímto dojde k projevu rizik, zmíněných výše.

#### 2.2. Vliv na jejich stabilitu

Vzhledem k tomu, že finanční sektor na to bude reagovat tlakem na vyšší výnos, může dojít tímto kanálem ke zvýšení ziskovosti finančních institucí, který ovšem bude provázen zjevným poklesem likvidity těchto aktiv zejména v mezních situacích.

#### 2.3. Ostatní rizika

Projevit se mohou i jiné rizikové faktory. Například dojde-li k výraznému růstu nominálních úrokových sazeb na Kč (třeba i jen v delších splatnostech), může

část klientů považovat za levnější získávat půjčky v jiné měně, na kterou jsou nominální sazby nižší.

Tento faktor, který se projevil například u Maďarska či Rumunska vede k nestabilitě finančních institucí zejména v turbulentních situacích.

### 3. Dopad rychlého růstu státního dluhu na nefinanční sektor

S výjimkou efektu daní, který je zmíněn na konci kapitoly, se na sektor nefinančních podniků promítají dopady zejména skrze reakci finančního sektoru na růst státního dluhu. A jsou nepříznivé pro podnikovou sféru, respektive její přístup k financování.

#### 3.1. Důsledky na cenu úvěrů

Vyšší úrokové sazby na státní dluhopisy (popsané v bodě I.B) se promítnou do vyšších úrokových sazeb pro ostatní klienty, neboť státní dluhopisy efektivně nastavují „podlahu“ pro náklad na financování pro ostatní klienty.

Je třeba odlišit tento efekt od ostatních vlivů na cenu výpůjčky, jakými je kreditní riziko klienta, úroveň úrokových sazeb centrální banky a očekávání, které formují úrokovou křivku. V tomto případě jde o dodatečné zvýšení ceny zdrojů v porovnání s případem, kdy by fiskální politika státu byla obezřetnější.

#### 3.2. Riziko vytlačování soukromých investic (crowding out)

Toto riziko zahrnuje možnost, že banky budou preferovat výpůjčky státu před půjčkami pro ostatní ekonomické subjekty. Jakkoliv z hlediska likvidity finančního sektoru není zásadní důvod, aby banky nedisponovaly zdroji na další výpůjčky, může být limitem například kapitálová síla finančních institucí, která omezuje možnosti bank provádět aktivní obchody (které zvyšují riziko podstupované institucí a tudíž využívá disponibilní kapitál). V důsledku toho, instituce, které se rozhodnout navýšit objem financování státu v reakci na jeho zvýšenou poptávku nemusí být sto

poskytovat úvěry ostatním ekonomickým subjektům v míře, která by odpovídala stavu s nižším státním dluhem.

#### **4. Dopad rychlého růstu státního dluhu na domácnost**

Také v případě dopadů na obyvatele jsou tyto zprostředkovány finančním sektorem. Rozdílem je pouze silná depozitní pozice domácností u finančního sektoru.

##### 4.1. Vliv na vkladatele

Vyšší úrokové sazby na státní dluhopisy se promítnou, díky možnosti této investice alespoň pro část vkladatelů, do vyšších sazeb na vklady, což zvýší příjmy domácností. Opět platí, že nejde o absolutně vyšší úrokové sazby, ale o vyšší v porovnání s případem, kdyby stát měl nižší dluh. Mimo jiné to také znamená, že vyšší budou i reálné úrokové sazby. Tento efekt však bude kompenzován do jisté míry efektem daní, jak je uvedeno dále.

##### 4.2. Dopad na příjemce úvěrů

Protiváhou tohoto efektu je vyšší cena úvěrů obdobně, jako u sektoru podniků. Zatím co efekt u nezajištěných půjček bude díky jejich vysokých maržích malý, větší vliv bude u hypoték, které do jisté míry představují více souměřitelné aktivum pro finanční instituce.

Díky dlouhé splatnosti hypoték je vliv vyšších úrokových sazeb na výši možného úvěru podstatný. Propoččet ukazuje, že například o 0,5% vyšší úroková sazba se může promítnout, při předem určené výši splátky, o cca. 5% nižší dostupnou cenou hypotéky.

# Příloha

## 1. Data

### Rozvaha tuzemského bankovního sektoru se zaměřením na dluhopisy

	K 30.6.2009	K 31.12.2006
<b>Aktiva celkem</b>	<b>4094,5</b>	<b>3151,8</b>
Pohledávky celkem	2959,7	2214,4
Centrální banky	392,0	365,1
Úvěrové instituce	423,8	375,4
Klienti	2115,8	1456,6
Sektorově nečleněné pohledávky	28,1	17,2
<b>Cenné papíry celkem</b>	<b>933,8</b>	<b>785,8</b>
Dluhopisy	847,4	727,0
Vydané centrálními bankami	0,0	16,0
Vydané vládními institucemi	562,8	443,1
Rezidenti	497,7	370,3
CZK	478,7	362,0
FX	19,1	8,3
Nerezidenti	65,1	72,8
Vydané úvěrovými institucemi	250,0	0,0
Vydané ostatními subjekty	34,5	267,9
Akcíe, podílové listy a ostatní podíly	15,3	13,2
Účasti	71,2	45,6
Ostatní	200,9	151,4
<b>Pasiva celkem</b>	<b>4094,5</b>	<b>3151,8</b>
Vklady celkem	3199,4	2468,0
Centrální banky	0,0	0,0
Úvěrové instituce	403,1	348,3
Klienti	2765,6	2102,2
Sektorově nečleněné závazky	30,8	17,5
Emitované dluhové CP	348,2	267,8
Ostatní závazky	264,4	182,2
Vlastní kapitál	282,4	233,8

**Držitelé českého vládního dluhu**

CZK mild

Konec období	Q2 2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Dluh celkem	1137,3	999,6	892,3	802,5	691,2	592,9	493,2
Finanční instituce (mimo ČNB)	769,6	677,5	629,4	568,6	491,0	457,3	441,4
Banky	421,4	333,2	338,2	346,6	306,6	305,3	329,6
Fondy kolektivního investování	25,9	29,2	28,6	36,7	35,0	35,0	20,5
Pomocné finanční instituce	10,0	7,8	5,8	4,9	3,6	3,6	1,4
Pojišťovny a penzijní fondy	283,8	255,0	212,4	180,4	146,1	146,1	89,9
Nerezidentní	313,3	278,1	243,3	217,1	185,1	185,1	39,3
Domácnosti	11,8	10,2	1,9	1,7	1,3	1,3	0,3
Ostatní	71,0	86,3	62,2	15,1	13,8	13,8	12,1

Podíly na celku (%)

Finanční instituce (mimo ČNB)	67,7%	67,0%	70,5%	70,9%	71,0%	77,1%	89,5%
Banky	37,1%	33,3%	37,9%	43,2%	44,4%	51,5%	66,8%
Fondy kolektivního investování	2,3%	2,9%	3,2%	4,6%	5,1%	4,2%	4,2%
Pomocné finanční instituce	0,9%	0,8%	0,7%	0,6%	0,5%	0,2%	0,3%
Pojišťovny a penzijní fondy	25,0%	25,5%	23,8%	22,5%	21,1%	20,9%	18,2%
Nerezidentní	27,5%	27,8%	27,3%	27,1%	26,8%	20,6%	8,0%
Domácnosti	1,0%	1,0%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%
Ostatní	6,2%	8,6%	7,0%	1,9%	2,0%	2,2%	2,5%

**2. Datové zdroje**

Eurostat: Taxation Trends in the EU, 2009 edition,

» [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY\\_OFFPUB/KS-DU-09-001/EN/KS-DU-09-001-EN.PDF](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-DU-09-001/EN/KS-DU-09-001-EN.PDF)

Ministerstvo financí ČR: Pokladní plnění státního rozpočtu za leden až září 2009,

» [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/tiskove\\_zpravy\\_50](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/tiskove_zpravy_50)



**ČESKÁ BANKOVNÍ ASOCIACE**  
CZECH BANKING ASSOCIATION

**ČESKÁ BANKOVNÍ ASOCIACE**  
CZECH BANKING ASSOCIATION

Vodičkova 30, 110 00 Praha 1  
tel.: +420 224 225 926, +420 224 422 080  
fax: +420 224 422 090  
internet: [www.czech-ba.cz](http://www.czech-ba.cz)  
e-mail: [cba@czech-ba.cz](mailto:cba@czech-ba.cz)