

Návrh financování části schodku státního rozpočtu ČR novou emisí státních dluhopisů

Bc. Petra Salvetová

Diplomová práce
2014

 Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví
akademický rok: 2013/2014

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Petra Salvetová**
Osobní číslo: **M12700**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**
Forma studia: **prezenční**

Téma práce: **Návrh financování části schodku státního rozpočtu ČR novou emisí státních dluhopisů**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Proveďte průzkum literárních pramenů a vyhodnoťte teoretické poznatky o státním rozpočtu a státním dluhu České republiky.

II. Praktická část

- Zhodnoťte vývoj ekonomiky České republiky v roce 2013.
- Zanalyzujte dosavadní emise státních dluhopisů a zhodnoťte jejich makroekonomické dopady.
- Vypracujte návrh financování části schodku státního rozpočtu ČR formou emise státních dluhopisů České republiky na zahraničním trhu.

Závěr

Rozsah diplomové práce: cca 70 stran
Rozsah příloh:
Forma zpracování diplomové práce: tištěná/elektronická

Seznam odborné literatury:

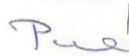
BELÁS, Jaroslav a kolektiv. Finanční trhy, bankovníctví, pojišťovnictví. 1. Vyd. Žilina: GEORG, 2013, 596 s. ISBN 978-80-8154-024-0.
GRUBER, Jonathan. Public finance and public policy. 3rd ed. New York: Worth Publishers, c2011, 860 s. ISBN 978-1-4292-1949-5.
HAMERNÍKOVÁ, Bojka a Alena MAAYTOVÁ. Veřejné finance. 2. aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2010, 340 s. ISBN 978-80-7357-497-0.
PEKOVÁ, Jitka. Veřejné finance: teorie a praxe v ČR. 1. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011, 642 s. ISBN 978-80-7357-698-1.
ROSEN, Harvey S. a Ted GAYER. Public finance. 9th ed. New York: McGraw-Hill Higher Education, 2010, 595 s. ISBN 978-0-07-351135-1.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Blanka Kameníková, Ph.D.
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: 22. února 2014
Termín odevzdání diplomové práce: 2. května 2014

Ve Zlíně dne 22. února 2014


prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka




Ing. Eliška Pastuszková, Ph.D.
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že:

- odevzdáním bakalářské/diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby¹;
- bakalářská/diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému,
- na mou bakalářskou/diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3²;
- podle § 60³ odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;

¹zákon č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, § 47b Zveřejňování závěrečných prací:

- (1) Vysoká škola nevydělečně zveřejňuje disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce, u kterých proběhla obhajoba, včetně posudků oponentů a výsledku obhajoby prostřednictvím databáze kvalifikačních prací, kterou spravuje. Způsob zveřejnění stanoví vnitřní předpis vysoké školy.
- (2) Disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce odevzdané uchazečem k obhajobě musí být též nejméně pět pracovních dnů před konáním obhajoby zveřejněny k nahlížení veřejnosti v místě určeném vnitřním předpisem vysoké školy nebo není-li tak určeno, v místě pracoviště vysoké školy, kde se má konat obhajoba práce. Každý si může ze zveřejněné práce pořizovat na své náklady výpisy, opisy nebo rozmnoženiny.
- (3) Platí, že odevzdáním práce autor souhlasí se zveřejněním své práce podle tohoto zákona, bez ohledu na výsledek obhajoby.

²zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 35 odst. 3:

- (3) Do práva autorského také nezasahuje škola nebo školské či vzdělávací zařízení, užije-li nikoli za účelem přímého nebo nepřímého hospodářského nebo obchodního prospěchu k výuce nebo k vlastní potřebě dílo vytvořené žákem nebo studentem ke splnění školních nebo studijních povinností vyplývajících z jeho právního vztahu ke škole nebo školskému či vzdělávacímu zařízení (školní dílo).

³zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

- (1) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení mají za obvyklých podmínek právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla (§ 35 odst. 3). Odpirá-li autor takového díla udělit svolení bez vážného důvodu, mohou se tyto osoby domáhat nahrazení chybějícího projevu jeho vůle u soudu. Ustanovení § 35 odst. 3 zůstává nedotčeno.

- podle § 60⁴ odst. 2 a 3 mohu užít své dílo – bakalářskou/diplomovou práci - nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- pokud bylo k vypracování bakalářské/diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky bakalářské/diplomové práce využít ke komerčním účelům.

Prohlašuji, že:

- jsem bakalářskou/diplomovou práci zpracoval/a samostatně a použité informační zdroje jsem citoval/a;
- odevzdaná verze bakalářské/diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 30. 4. 2014

..... Sabulová

⁴zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

- (2) Není-li sjednáno jinak, může autor školního díla své dílo užít či poskytnout jinému licenci, není-li to v rozporu s oprávněnými zájmy školy nebo školského či vzdělávacího zařízení.
- (3) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení jsou oprávněny požadovat, aby jim autor školního díla z výdělku jím dosaženého v souvislosti s užitím díla či poskytnutím licence podle odstavce 2 přiměřeně přispěl na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložily, a to podle okolností až do jejich skutečné výše; přitom se přihlídně k výši výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

ABSTRAKT

Hlavním cílem diplomové práce je navrhnout konkurenceschopné podmínky emise českých státních dluhopisů pro zahraniční trh. Úkolem je tedy stanovit nominální hodnotu, kuponovou sazbu, rizikovou přírážku. Součástí je rovněž analýza makroekonomických ukazatelů České republiky a také dluhopisového trhu jak v ČR, tak v zahraničí, zejména v Evropské unii.

Klíčová slova:

riziková přírážka, státní dluh, státní dluhopisy, státní rozpočet, úrokový výnos

ABSTRACT

The main aim of my diploma thesis is to suggest competitive conditions of the emission of Czech government bonds focused on the international market. The task is to set the nominal value, coupon rate and risk supplementary charge. It also includes the analysis of macroeconomic indicators of the Czech Republic as well as debenture market both in the Czech Republic and abroad, particularly in the European union.

Keywords:

risk supplementary charge, national debt, government bonds, national budget, coupon rate

Na tomto místě bych ráda poděkovala své vedoucí diplomové práce Ing. Blance Kameníkové, Ph.D. za její odborný dohled, cenné rady a čas, který mi věnovala při konzultacích. Poděkování patří rovněž rodině a všem, kteří mě po dobu mého studia jakkoli podporovali.

Prohlašuji, že odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

OBSAH

ÚVOD	10
I TEORETICKÁ ČÁST	11
1 STÁTNÍ ROZPOČET	12
1.1 FUNKCE STÁTNÍHO ROZPOČTU.....	13
1.2 ROZPOČTOVÉ ZÁSADY.....	13
1.3 METODY ROZPOČTOVÁNÍ.....	15
1.4 ROZPOČTOVÉ POLITIKY.....	16
1.5 ROZPOČTOVÝ PROCES.....	17
1.6 PŘÍJMY A VÝDAJE STÁTNÍHO ROZPOČTU ČR.....	20
1.6.1 Rozpočtová skladba.....	21
1.6.2 Závazné ukazatele státního rozpočtu.....	24
1.6.3 Příjmy státního rozpočtu.....	25
1.6.4 Výdaje státního rozpočtu.....	26
1.7 SCHODEK A PŘEBYTEK SR.....	28
1.7.1 Typy rozpočtových deficitů.....	29
1.7.2 Příčiny a důsledky deficitu.....	30
1.7.3 Financování deficitu.....	31
2 STÁTNÍ DLUH	33
2.1 PŘÍČINY RŮSTU ČESKÉHO STÁTNÍHO DLUHU.....	33
2.2 STRUKTURA ČESKÉHO STÁTNÍHO DLUHU.....	34
2.3 ŘÍZENÍ STÁTNÍHO DLUHU V ČR.....	34
2.3.1 Rizika.....	35
2.3.2 Způsoby řízení dluhu.....	35
2.4 VYKAZOVÁNÍ VLÁDNÍHO DEFICITU A DLUHU ČR.....	36
II PRAKTICKÁ ČÁST	37
3 EKONOMICKÝ VÝVOJ ČR V ROCE 2013	38
3.1 HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT.....	38
3.2 VNĚJŠÍ EKONOMICKÉ VZTAHY.....	42
3.3 CENY.....	43
3.4 TRH PRÁCE.....	45
3.5 MĚNOVÉ PODMÍNKY.....	48
3.6 STÁTNÍ ROZPOČET.....	49
3.6.1 Příjmy SR ČR.....	51
3.6.2 Výdaje SR ČR.....	53
3.7 STÁTNÍ DLUH ČR.....	59
3.7.1 Struktura státního dluhu.....	60
3.7.2 Náklady státního dluhu.....	62
3.7.3 Mezinárodní srovnání státního dluhu.....	64
3.7.4 Řízení státního dluhu.....	67
4 STÁTNÍ DLUHOPISY	68

4.1	DRUHY STÁTNÍCH DLUHOPISŮ	69
4.1.1	Státní pokladniční poukázky	69
4.1.2	Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy	70
4.1.3	Státní spořicí dluhopisy	71
4.2	ANALÝZA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ ČR	74
4.2.1	Vývoj výnosů českých státních dluhopisů	74
4.2.2	Výnosová křivka českých státních dluhopisů	75
4.2.3	Riziková premie českých státních dluhopisů	76
5	NÁVRH FINANCOVÁNÍ ČÁSTI SCHODKU SR ČR FORMOU EMISE STÁTNÍCH DLUHOPISŮ ČR NA ZAHRANIČNÍM TRHU	78
5.1	ZAHRANIČNÍ EMISE STÁTNÍCH DLUHOPISŮ ČR	78
5.2	ANALÝZA STÁTNÍCH ZAHRANIČNÍCH DLUHOPISŮ	80
5.2.1	Vývoj výnosů státních dluhopisů zahraničních zemí	80
5.2.2	Výnosy státních dluhopisů ČR vs. státy EU	85
5.2.3	Volatilita dluhopisového trhu v zahraničí	87
5.3	STANOVENÍ PARAMETRŮ ZAHRANIČNÍ EMISE STÁTNÍCH DLUHOPISŮ ČR	88
5.3.1	Nominální hodnota a forma CP	88
5.3.2	Úroková sazba	88
5.3.3	Riziková přírážka	90
	ZÁVĚR	91
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	92
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK	99
	SEZNAM OBRÁZKŮ	101
	SEZNAM TABULEK	104
	SEZNAM PŘÍLOH	105

ÚVOD

Za významný makroekonomický ukazatel lze jednoznačně považovat státní dluh. Ten je spojen právě se schodkovitým hospodařením státního rozpočtu. Česká republika tak hospodaří od roku 1996. Řízení státního dluhu je spojeno s emisí státních dluhopisů. Emitování státních dluhopisů má účel zajistit výpůjční potřeby státu a jeho platební závazky.

S hospodářskými obtížemi se převážně díky finanční krizi potýkají i ostatní státy. Neustále se zvyšuje zadluženost zemí a tento problém se pokoušejí řešit převážně právě emisí státních dluhopisů.

Hlavním úkolem diplomové práce je návrh konkurenceschopných podmínek emise státních dluhopisů pro zahraniční trh. Měly by být tak výhodné, aby byly investoři ochotni se podílet na financování státního dluhu České republiky.

Teoretická část práce je věnována podstatě státního rozpočtu a státního dluhu. Co se týče státního rozpočtu, zaměřím se na jeho podstatu, rozpočtový proces. Dále budu zkoumat jeho příjmy a výdaje a výsledek hospodaření státu během daného roku. U státního dluhu představím příčiny růstu českého státního dluhu, jeho strukturu, řízení a vykazování.

V praktické části diplomové práce věnuji pozornost analýze makroekonomických dat České republiky, konkrétně HDP, obchodní bilanci, inflaci, trhu práce, měnovým podmínkám, státnímu rozpočtu a v neposlední řadě státnímu dluhu. Součástí praktické části práce bude také analýza českých státních dluhopisů, respektive analýza vývoje výnosů a rizikové prémie.

V závěru analytické části diplomové práce se budu věnovat rozborem státních dluhopisů v zahraničí a také popisem jednotlivých zahraničních emisí státních dluhopisů České republiky.

Na konec se pokusím splnit o splnění stanoveného cíle diplomové práce, navrhnout podmínky emise státních dluhopisů pro zahraniční trh.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 STÁTNÍ ROZPOČET

Státní rozpočet je podle Rozpočtových pravidel (zákon č. 218/2000 Sb.) definován následujícím způsobem: „*Státní rozpočet představuje finanční vztahy, které zabezpečují financování některých funkcí státu v rozpočtovém roce.*“ (Česko, Předpis č. 218/2000 Sb.)

První stopy či zárodky SR se objevily během otrokářské éry a posléze i v čase feudálním a bezprostředně spojeným se vznikem státu, jako je například Římské impérium. O vzniku SR můžeme všeobecně říct, že je spojen s vývojem společenských formací. Během historického vývoje byla postupně kladena otázka ohledně naplňování společenských potřeb pomocí veřejné instituce, jež se měla aktivně podílet na zlepšování životních podmínek obyvatelstva s příležitostí získat solidaristické prvky, tj. výhody objektivně a společensky užitečné. (Pospíšil, 2013, str. 43)

Pro období, které předcházelo vzniku státního rozpočtu je typický požadavek na tvorbu různých pokladen až po speciální ad hoc utvářené fondy. První příčinou vzniku byla potřeba financovat válečné akce a posléze byla pozornost věnována financování následků nemocí či přírodních katastrof. Nejrůznější fondy dostávají charakter jednotného a centralizovaného peněžního fondu až poté, co došlo ke sjednocení rozdrobených území a centralizace peněžních prostředků. Tento fond tak získal nové rozměry zejména v období rozvoje demokracie. Poté je zde upravena i povinnost vyjadřující průhlednost toku finančních zdrojů, což má sloužit ke společenské kontrole a být nezbytnou součástí tržní regulace. (Pospíšil, 2013, s. 43-44)

„*Vznik SR, jak jej známe dnes, se datuje až do období vzniku kapitalismu, kdy stát začíná anticyklicky usměrňovat hospodářský cyklus a postupně na sebe přebírá odpovědnost za ekonomický a sociální smír.*“ (Pospíšil, 2013, s. 43-44)

SR jako centralizovaný peněžní fond lze považovat za nejvýznamnější složku veřejné rozpočtové soustavy, neboť prostřednictvím tohoto nástroje stát usměrňuje finanční toky v národní ekonomice a tím uskutečňuje fiskální politiku státu (Pospíšil, 2013, s. 43)

Je nástrojem redistribuce a stabilizační politiky státu. Prostřednictvím něho ústřední vláda financuje státní netržní činnosti s využitím nenávratného a neekvivalentního způsobu rozdělování. (Peková, 2011, s. 123)

Hamerníková a Maaytová (2010, s. 48) se dívají na účel SR ze dvou pohledů:

1. účetní jako bilance příjmů a výdajů státu;

2. ekonomický jako shromažďování peněžní prostředků a jejich přerozdělování.

SR je právní normou, na které se usnesly moci zákonodárné a výkonné. Tato forma zákona uděluje kompetence výkonnému sboru státu vybírat příjmy, uskutečňovat bilancované výdaje, a to včetně jejich kontroly. Dále opravňuje k vedení státního sektoru hospodářství podle závazných principů. (Nahodil, 2009, s. 48)

1.1 Funkce státního rozpočtu

„Funkce SR vycházejí z obecných funkcí veřejných financí.“ (Peková, 2011, s. 123)

Nahodil (2009, s. 48) vidí funkce SR ve dvou hlediscích:

1. hledisko ekonomické, které dále zahrnuje tři další hlavní funkce (alokační, stabilizační a redistribuční);
2. hledisko politické, kdy jednotlivé strany vyjadřují názor, jaké množství peněžních prostředků jsou ochotné na určitou věc vynaložit.

Alokační funkce je typická tím, že se v rámci vládní úrovně rozhoduje o vymezení peněžních prostředků do příslušných hospodářských sfér, jednoduše o použití těchto zdrojů. Stabilizační funkce SR slouží k zajištění vysoké úrovně zaměstnanosti, hospodářského růstu a stability cenové hladiny. Tyto základní ekonomické veličiny se ovlivňují pomocí aktivní fiskální politiky státu. Redistribuční funkce je charakteristická spravedlivým rozdělením finančních prostředků ve společnosti s cílem zmírnit důchodové a sociální nerovnosti ve společnosti s tržní ekonomikou. Jedná se o přerozdělení části příjmů státního rozpočtu mezi jednotlivé ekonomické subjekty. (Nahodil, 2009, s. 48)

SR může v období nerovnovážného vývoje ekonomiky plnit také funkci regulační a kontrolní. Regulační se podobá funkci stabilizační, s rozdílem, že v případě regulační funkce jde o přímé zásahy státu do soukromého sektoru (např. regulace cen, mezd, zaměstnanosti). Kontrolní funkce je následkem celospolečenských požadavků na kontrolu příjmové a výdajové stránky SR. (Nahodil, 2009, s. 48-49)

1.2 Rozpočtové zásady

„Charakter SR jako nástroje redistribuce důchodů v rukou státu a jiných veřejných institucí vedl postupně k formulaci rozpočtových zásad, jimiž se má řídit státní hospodaření.“ (Pospíšil, 2013, s. 45) Je nutné dodržovat určité zásady a pravidla, aby bylo dosaženo efektivního hospodaření s rozpočtovými prostředky (Peková, 2011, s. 118).

Pod pojmem rozpočtové zásady si můžeme představit požadavky na konstrukci SR, které plynou ze zkušenosti historického vývoje. Na těchto zásadách by měl být postaven celý rozpočtový proces. (Nahodil, 2009, s. 49) V praxi se přitom prosazují zejména tyto zásady (Peková, 2011, s. 118-120):

- úplnosti;
- jednotnosti;
- průhlednosti;
- dlouhodobé vyrovnanosti;
- účelovosti;
- zveřejnění (publicity);
- reálnosti a pravdivosti;
- každoročního sestavování a schvalování rozpočtu.

Podle zásady úplnosti se mají ve SR projevit všechny finanční operace Vlády a centrálních institucí v úplných částkách. To znamená, že se vyžaduje, aby příjmy a výdaje byly zachyceny systémem brutto. Na základě této zásady by rozpočet neměl být oslabován existencí jiných státních peněžních fondů. Zásada jednotnosti vyžaduje, aby veškeré příjmy a výdaje procházely jedním centrálním rozpočtem, kde jsou zaznamenány a zachyceny v jediném dokumentu a jednotným způsobem. (Nahodil, 2009, s. 49) Tyto zásady umožňují kontrolu, analýzu a srovnání příjmů a výdajů v rámci rozpočtové soustavy a dále pak do budoucna odstraňují vlivy negativních faktorů na hospodaření. (Peková, 2011, s. 119)

Zásada dlouhodobé vyrovnanosti představuje základní zásadu finanční politiky státu. Je zde dbáno na to, aby výdaje ve SR byly sestavovány principem, kde výdaje se rovnají příjmům. (Nahodil, 2009, s. 50) Respektováním tohoto může dojít ke zdravému hospodaření státu i jeho jednotlivých úrovní. (Peková, 2011, s. 119)

Zásada účelovosti skýtá při použití rozpočtových prostředků pravidla efektivnosti, hospodárnosti a účinnosti. Podstatou toho je, že předem daný příjem slouží ke krytí daného výdaje. (Peková, 2011, s. 119)

Zásada zveřejnění rozpočtu má sloužit k zabránění tajnému hospodaření vlády. A to pomocí informovanosti veřejnosti. Státní rozpočet má být veřejně projednán v parlamentu a následně zveřejněn v tisku či jako právní norma ve sbírce zákonů. (Nahodil, 2009, s. 50) Je důležité informovat veřejnost o návrhu rozpočtu, ale stejně tak je důležité je informovat o průběžném a následném plnění (Peková, 2011, s. 119).

Respektováním pravidel reálnosti a pravdivosti přispívá k zabránění rozpočtovým přesuňům výdajů z určitého účelu na jiný (Nahodil, 2009, s. 49). Pojednává o tom, že návrh rozpočtu by měl být sestaven reálně. Reálnost však závisí na mnoha činitelích (schopnost odhadu příjmů a výdajů, stupeň poznání a kvalitní analýza hospodářských procesů, kvalita prognóz hospodářského vývoje, profesionální zdatnost rozpočtových plánovačů). (Peková, 2011, s. 118)

Zásada každoročního sestavování a schvalování rozpočtu dává možnost větší parlamentní kontroly. Dříve byly rozpočty sestavovány na víceleté období, což se historickým vývojem neosvědčilo. Každoroční sestavování rozpočtu přispívá k lepšímu přehledu o struktuře příjmů a výdajů státu. Ve většině zemí se rozpočtové období shoduje s kalendářním rokem, tak jako v České republice. (Nahodil, 2009, s. 49)

1.3 Metody rozpočtování

„Kvalitu rozpočtového procesu významně ovlivňují metody a postupy, které se při přípravě, sestavování, projednávání i schvalování rozpočtů uplatňují.“ (Nahodil, 2009, s. 58)

Příprava SR může vycházet z různých přístupů (Hamerníková a Maaytová, 2010, s. 181-182):

- nabídkový přístup;
- poptávkový přístup;
- programové rozpočtování;
- výkonové rozpočtování;
- rozpočtování s nulovou bází;
- rozpočtování na základě výsledků.

Nabídkový přístup, používaný v České republice, spočívá v tom, že správci kapitol přichystají tzv. bázi rozpočtu. Rozpočet z minulého roku upraví o přírůstky. Takto vypracované báze rozpočtu jsou poté agregovány a porovnávány s očekávanými příjmy. Na základě toho srovnání (očekávané příjmy a požadované výdaje) dojde k omezení výdajů dílčích kapitol a schválení návrhu SR. Jako nevýhoda tohoto přístupu se zde jeví fakt, že instituce jsou financovány, aniž by byla zkoumána jejich účelnost či kvalita poskytovaných služeb. Tento přístup je často využíván právě pro svou relativní jednoduchost. (Hamerníková a Maaytová, 2010, s. 181)

Naopak poptávkový přístup není založen na nabízení programů institucí Vládě, nicméně funguje na základě veřejného zájmu. *„Veřejné prostředky jsou alokovány mezi jednotlivé*

vládní politiky na základě priorit. “ Vláda rozhodne o objemu zdrojů přidělených na realizaci určeného programu, nikoliv příslušná instituce na základě své kalkulace. Vláda tak činí na základě alternativních možností užití. (Hamerníková a Maaytová, 2010, s. 181-182)

Mnoho dalších rozpočtových metod bylo vytvořeno ve druhé polovině 20. století. Jejich cílem bylo zredukovat nabídkový přístup k rozpočtování. Mezi tyto nové metody můžeme zařadit programové rozpočtování, které spočívá v alokaci zdrojů mezi jednotlivé programy na základě srovnání stanovených výkonových ukazatelů. Existuje možnost provádět záměrné restriktce výdajů, neboť alokace prostředků je systémově provázána. Handicapem této metody je pochopitelně dvojití řízení, protože organizační a programová struktura fungují souběžně. Tuto nevýhodu odbourává výkonové rozpočetnictví. Klade důraz na to, aby výkonové ukazatele byly naplňovány. Náklady na realizaci výstupů jsou dány rozpočtem. Při rozpočtování s nulovou bází se minimalizují přírůstkové rozpočtování. Mezi stávající i nové programy postavené na úroveň jsou alokovány zdroje. Tento postup je vhodný ve střednědobém horizontu zejména pro komplexní transformaci institucí, neboť identifikace a systematické hodnocení programů navazuje na politické cíle. Nicméně opakované přezkoumávání nulové báze prováděné každý rok je příliš administrativně náročné. Potřeba změny stávající legislativy a doposud malé zkušenosti jsou spojeny s rozpočtováním na základě výsledků. Tato metoda se zakládá na tom, že manažeři a ostatní jednotlivci jsou zapojeni do efektivního užití zdrojů. „Zdroje jsou alokovány na programy s jasně stanovenými cíli.“ (Hamerníková a Maaytová, 2010, s. 181-182)

Autor knihy *Veřejné finance v České republice*, Nahodil (2009, s. 58), vyjadřuje názor, že rozpočtový proces v ČR nepatří k jejím silným stránkám. Vidí v něm určité znaky centrálně řízené ekonomiky. Pro stanovení budoucích hodnot kritizuje používání indexové metody. Dále podle něj rozpočtový proces nevychází z důkladných analytických postupů a prognostických metod a již implementovaná systémová opatření do rozpočtového procesu shledává jako neúčinná. Tyto opatření mají přitom vést k účelnějšímu, efektivnějšímu, hospodárnějšímu a konečně k transparentnějšímu chování celého veřejného sektoru.

1.4 Rozpočtové politiky

Bilance SR plodí hlavní rozpor v otázce vyrovnanosti SR. Ekonomové z celého světa již dlouhodobě zkoumají, zda má být rozpočet vyrovnaný v každém roce nebo zda je lepší, aby byl vyrovnaný během hospodářského cyklu nebo zda se vůbec vyrovnaností rozpočtu zabývat. (Pospíšil, 2013, s. 54)

„Problém vztahu příjmů a výdajů vedl v historickém vývoji ekonomického myšlení postupně k formulaci tří variant rozpočtové politiky.“ (Pospíšil, 2013, s. 54)

První varianta se zakládá na názoru, že SR má být vyrovnán každý rok. Tato rozpočtová politika převládala za doby hospodářské krize, ve 30. letech a byla odezvou na vysoký deficit, který byl označován jako tvůrce inflace. Nebankrotují ale domácnosti nebo stát, pokud utrácejí více než je jejich příjem? Od položení této otázky úvěr získal postavení mezi ekonomickými a fiskálními nástroji v hospodářské politice. (Pospíšil, 2013, s. 54)

Druhá varianta nevyžaduje vyrovnání rozpočtu každý rok, požaduje ji v průběhu průmyslového cyklu, kdy růst produkce, výroba i nezaměstnanosti se projevují cyklicky. *„Během periody vysoké zaměstnanosti vláda očekává náběh dostatečně vysokého přebytku, který ji umožní tlumit, respektive vyrovnat formující se deficit v periodě narůstající nezaměstnanosti.“* Vláda má dostatečnou volnost, aby přebytek použila na úhradu deficitu v období hospodářského poklesu a stabilizovala tím ekonomiku. Nemůže ovšem očekávat stejnou velikost deficitu a přebytku. Podle zkušeností se nedaří přebytek získat ani během hospodářské konjunktury, a to díky špatné rozpočtové kázni vlád. (Pospíšil, 2013, s. 55)

Třetí varianta souvisí s politikou funkčních financí. Vyžaduje podporu ze strany SR k dosažení jakékoliv souhry mezi nezaměstnaností a inflací ve výši sociálního optima, a to i za předpokladu, že tento cíl nelze během období splnit s vyrovnaným rozpočtem. (Pospíšil, 2013, s. 55)

Přístup z pohledu funkcionálního zaujímá stanovisko, že vyrovnání rozpočtu je podřízeno účelu, ke kterému jsou finance určeny. Tato filosofie však může vést k neustálému růstu státního dluhu. Takto způsobené náklady jsou ale menší než náklady plynoucí z nezaměstnanosti a inflace. Vyspělé tržní ekonomiky, využívající tento způsob, se dostávají do deficitního rozpočtu a jsou nuceny řešit jeho krytí. Problematika týkající se deficitu SR a státního dluhu bude blíže popsána v kapitole 1.7 Schodek a přebytek SR a v kapitole 2 Státní dluh.

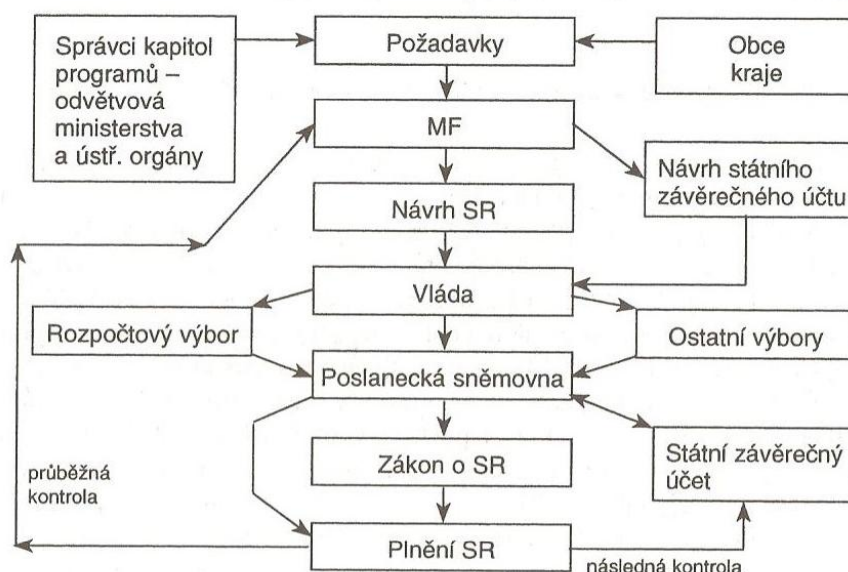
1.5 Rozpočtový proces

Souhrn rozhodnutí různých subjektů, které se týkají veřejných příjmů a výdajů, a jehož výsledkem je konkrétní rozpočet, můžeme označit jako rozpočtový proces (Hamerníková a Maaytová, 2010, s. 176). Ten v České republice upravují zákony o rozpočtových pravidlech (218/2000 Sb., 90/1995 Sb.). Na území ČR je rozpočtový proces shodný

s kalendářním rokem (Peková, 2011, s. 153) a skládá se z jednotlivých fází (Peková, 2011, s. 121):

- sestavení návrhu SR;
- projednání a schválení rozpočtu;
- plnění rozpočtu;
- kontrola plnění rozpočtu.

Posloupnost jednotlivých kroků rozpočtového procesu můžeme vidět v následujícím obrázku č. 1



Obrázek 1: Schéma rozpočtového procesu SR ČR (zdroj: Peková, 2011, s. 154)

Sestavování návrhu SR začíná zpravidla půl roku i dříve před začátkem nového rozpočtového období. Tato etapa je přitom nejsložitější z celého rozpočtového procesu, neboť státní rozpočet má být reálným finančním plánem. (Peková, 2011, s.121) Návrh zákona o státním rozpočtu v ČR připravuje MF ČR ve spolupráci se správci kapitol, územními samosprávnými celky, dobrovolnými svazky obcí, Regionálními radami regionů soudržnosti a státními fondy (Česko, Předpis č. 218/2000 Sb.) , kde vychází z jejich podkladů a požadavků na transfery ze SR (Hemerníková a Maaytová, 2010, s. 176). Takto sestavený návrh zákona o SR včetně návrhu střednědobého výdajového rámce předloží ministerstvo ke schválení Vládě. (Česko, Předpis č. 218/2000 Sb.) Vláda pak sestavený rozpočet předloží Poslanecké sněmovně Parlamentu ČR a ta posoudí, jestli je nebo není rozpočet v rozporu s vládním programem (Nahodil, 2009, s. 57).

V další etapě dojde k projednávání a schvalování rozpočtu, přičemž schvalování rozpočtu probíhá ve třech čteních (Hamerníková a Maaytová, 2010, s. 187). Nejdříve dochází k odevzdání rozpočtu předsedy Sněmovny, a to nejpozději do tří měsíců před začátkem rozpočtového roku. Dodatky mohou být dodány nejpozději 15 dnů před prvním čtením zákona. (Nahodil, 2009, s. 57)

První čtení vyžaduje projednání příjmů a výdajů, salda a způsobu jeho vypořádání. Mimo jiné dále pak celkový vztah k rozpočtům krajů a obcí. Sněmovna je oprávněna tyto údaje schválit nebo Vládě doporučit změny včetně určení termínu předložení návrhu nového. V druhém čtení se k návrhu vyjadřuje také rozpočtový výbor, kterému jsou předloženy návrhy jednotlivých kapitol. Všechny zúčastněné strany (navrhovatel, zpravodaj rozpočtového výboru) se účastní podrobné rozpravy, kde se předkládají pozměňovací návrhy. Nejdříve 48 hodin po ukončení druhého čtení následuje třetí čtení. Jeho účelem je možnost navrhnout opravu legislativně technické, tiskové nebo gramatické chyby. Poté, co Sněmovna ještě hlasuje o pozměňovacích návrzích, se usnese, zda s tímto návrhem zákona o SR souhlasí. Kladně přijatý návrh zákona je uveřejněn ve Sbírce zákonů. Naopak v případě, že Poslanecká sněmovna nesouhlasí s návrhem SR, nebo nebyl-li návrh předložen k projednání v termínu, dochází k financování výdajů státu na základě rozpočtového provizoria, tzn. bez příslušné právní normy. (Nahodil, 2009, s. 57-58) V různých zemích probíhá hospodaření podle rozpočtového provizoria různými způsoby – podle vládního návrhu státního rozpočtu, podle skutečnosti daného období v minulém rozpočtovém období, podle příjmů a výdajů SR schváleného na předchozí rozpočtové období. V ČR je hospodaření podle rozpočtového provizoria upraveno zákonem o rozpočtových pravidlech. (Peková, 2011, s. 124) Toto hospodaření začíná od prvního dne rozpočtového roku do nabytí účinnosti zákona o SR na příslušný rozpočtový rok a řídí se objemem příjmů a výdajů SR, které byly schváleny rok předchozí. Probíhá to tak, že výdaje SR se postupně za každý započatý měsíc uvolňují dílčím kapitolám do výše jedné dvanáctiny roční částky. (Nahodil, 2009, s. 58)

Plněním SR začíná fáze realizace, za kterou odpovídá vláda Poslanecké sněmovně (Česko, Předpis č. 218/2000 Sb.). Odpovědnost za realizaci příjmů SR ČR nese MF, za výdajovou část pak správci příslušných kapitol; ministři, vedoucí ústředních úřadů apod. (Hamerníková a Maaytová, 2010, s. 176). Po skončení pololetí předkládá vláda zprávu, v které hodnotí jednak plnění SR a jednak vývoj ekonomiky. Zpráva obsahuje také i hodnocení plnění

rozpočtů územních samosprávných celků, dobrovolných svazků obcí, aj. (Česko, Předpis č. 218/2000 Sb.)

Poslední fází rozpočtového procesu je kontrola plnění rozpočtu. „*Kontrola hospodaření probíhá průběžně po celý rok jak na centrální, tak na místní úrovni.*“ (Nahodil, 2009, s. 58) Zajišťuje ji MF a NKÚ. Kontrolu může provádět také Vláda a zákonodárny orgány (Hamerníková a Maaytová, 2010, s. 179).

Výsledky toho, jak Vláda hospodařila během minulého roku, poskytuje státní závěrečný účet, který připravuje MF v součinnosti se správci kapitol, územními samosprávnými celky, dobrovolnými svazky obcí, Regionálními radami regionů soudržnosti a státními fondy. (Česko, Předpis č. 218/2000 Sb.) Takto sestavený návrh státního závěrečného účtu Vláda schvaluje a nejpozději do 30. dubna následujícího roku po hodnoceném rozpočtovém roce a je nucena jej předložit k projednání Poslanecké sněmovně. (Hamerníková a Maaytová, 2010, s. 179) Ta jej neschvaluje formou zákona, nicméně usnesením (Peková, 2011, s.125). „*Sněmovna v rámci projednávání rozhoduje o využití případných přebytků nebo uhrazení schodu rozpočtu na návrh Vlády.*“ (Hamerníková a Maaytová, 2010, s. 179)

1.6 Příjmy a výdaje státního rozpočtu ČR

SR je významný nástroj hospodářské politiky státu. Pomocí něj stát může přispívat k ekonomické stabilitě a dostatečné zaměstnanosti. Jak příjmy, tak i výdaje mají určitý vliv na spotřební a investiční výdaje, neboť utvářejí agregátní poptávku, potenciál nabídky a nominální důchod společnosti. (Pospíšil, 2013, s. 51)

„*Všechny příjmy a výdaje SR se realizují na jednom běžném účtu v zúčtovacím (clearingovém) centru CB, v ČR u ČNB.*“ Jde o clearingový účet Státní pokladny. Úkolem clearingového centra je na základě platebního příkazu zprostředkovat pohyb peněžních prostředků mezi SR a bankami, i mezi jednotlivými bankami navzájem. (Peková, Pilný a Jetmar, 2008, s. 224)

Státní pokladna reguluje rozpočtovou likviditu. To znamená, že se stará o to, aby bylo postačující množství finančních prostředků výdajového charakteru k provedení transakcí SR. K tomu ČNB vede tzv. souhrnný účet běžného hospodaření státní pokladny. Eviduje zde všechny příjmy, výdaje, výnosy z prodeje státních dluhopisů (krátkodobých a dlouhodobých), jiné peněžní prostředky státu, příjmy územních samosprávných celků spravované finančními úřady. Prozatímne volné finanční prostředky mohou být krátkodobě investová-

ny na peněžním trhu. Nesmí to ale narušit hladký průběh hospodaření subjektů rozpočtové soustavy. V kompetencích Státní pokladny je řada dalších funkcí, například zajištění krytí krátkodobého deficitu SR, zajištění provedení emise státních dluhopisů (pokud realizaci na aukcích provádí ČNB), řízení státního dluhu, realizace výdajů, apod. (Peková, 2011, s. 185-186)

1.6.1 Rozpočtová skladba

Složení příjmů a výdajů SR závazně člení rozpočtová skladba. Rozpočtová skladba České republiky je upravena MF ve vyhlášce č. 323/2000Sb. Tato vyhláška definuje rozpočtovou skladbu jako jednotné a povinné třídění příjmů a výdajů podle různých hledisek. Konkrétně do jednotek třídění, kterými jsou povinny organizační složky státu a právnické osoby označovat své skutečné i rozpočtové příjmy a výdaje. Dodržování vyhlášky se mimo jiné vztahuje na rozpočty organizačních složek státu, rozpočty státních fondů a ostatní peněžní fondy obcí, krajů a regionálních rad regionů soudržnosti a dobrovolných svazků obcí. Výjimku tvoří fondy cizích a sdružených prostředků, fondy podnikatelské činnosti. (Česko MF, Vyhláška č. 323/2002 Sb.)

Druhy třídění příjmů a výdajů, které ČR využívá, znázorňuje následující tabulka č. 1:

Tabulka 1: Druhy třídění příjmů a výdajů SR ČR (zdroj: MF ČR, vlastní úprava)

Druhy třídění příjmů a výdajů		Hlediska třídění	Jednotky třídění
Odpovědnostní		Podle odpovědnosti správců kapitol	Kapitoly
Druhové		Podle příjmových a výdajových druhů	Rozpočtové položky
Odvětvové		Podle odvětví	Rozpočtové paragrafy
Konsolidační		Klasifikuje výdaje a příjmy vynaložené uvnitř soustavy veřejných rozpočtů a veřejných peněžních fondů	Záznamové jednotky
Zdrojové	Podkladové	Podle podkladů pro změnu rozpočtu	Podkladové jednotky
	Prostorové	Sleduje příjmy a výdaje ostatních peněžních fondů, obcí, krajů, regionálních rad regionů soudržnosti a dobrovolných svazků obcí	Prostorové jednotky
	Nástrojové	Podle zdroje, tj. tuzemsko, Evropská unie, apod.	Nástroje

Doplňkové	Podle jednotlivých průřezových ukazatelů	Dílčí průřezové ukazatele
Programové	Podle programů a jejich nižších celků	Akce
Účelové	Podle rozpočtového přesunu	Účely
Strukturní	Podle strukturovaných celků	Bloky, okruhy, množiny a výdaje také na podmnožiny
Transferové	Podle účelu transferů	Účelové znaky

Odpovědnostní třídění příjmů a výdajů

Odpovědnostní hledisko, dříve označováno jako kapitolní, je pro SR povinné. Jeho příjmy a výdaje se třídí podle správců kapitol (Česko MF, Vyhláška č. 323/2002 Sb.) – ministerstev a ústředních orgánů (Peková, 2011, s. 143). Každý ústřední orgán v ČR má svou resortní kapitolu. V roce 2013 SR ČR tudíž celkem obsahoval 42 kapitol, které lze rozdělit do skupin (Hamerníková a Maaytová, 2010, s. 171):

- Vláda a jednotlivá ministerstva (např. Úřad vlády, Ministerstvo financí, aj.);
- Samostatné instituce (např. Akademie věd České republiky, Český statistický úřad apod.);
- Kapitoly, kde Vláda nemůže jejich rozpočet podle rozpočtových pravidel změnit (např. Kancelář prezidenta republiky, Poslanecká sněmovna Parlamentu, atd.);
- Kapitoly, mající zvláštní povahu (např. Státní dluh, Všeobecná pokladní správa aj.).

Příjmy a výdaje, které nelze zařadit do oblasti určitého správce kapitol, nebo jejich výše není v době schvalování zákona o SR patrná, představuje kapitolu Všeobecná pokladní správa, jejíž správcem je ministerstvo. Kromě uvedeného obsahuje také i vládní rozpočtovou rezervu. Ministerstvo mimo své kapitoly také rovněž spravuje i kapitolu Státní dluh a Operace státních finančních aktiv. Kapitola Státní dluh zahrnuje příjmy a výdaje SR vzniklé s obsluhou a umořováním státního dluhu, kapitolu Operace státních finančních aktiv pak tvoří finanční operace na účtech státních finančních aktiv. (Česko, Předpis č. 218/2000 Sb.)

Druhové třídění příjmů a výdajů

Druhové třídění rozpočtové skladby dává možnost propojení na účetnictví, neboť právě účetnictví zaznamenává tok příjmů a výdajů. Veškeré operace třídí do okruhů příjmy, výdaje a financování. (Peková, 2011, s. 143-144) Výdajový druh se určuje na základě toho, zda je výdaj použit na nákup (proti výdajům stojí přímá protihodnota) nebo transfer (proti výdajům nestojí přímá protihodnota). Pod položkou nákup vyhláška rozumí pořízení hod-

not (věcí, služeb, prací, výkonů, práv) a náhrady (odškodnění újmy, úhrada vynaložených a nazmar příšlých hodnot související s činností organizace). Výdajový druh představuje druh pořizované věci či náhrady u výdajů a druh podpory či příjemce podpory u transferů. Vyhláška pokládá za příjmový druh právní důvod platby plynoucí organizaci za přijetí transferu, podpory či poskytnutí věci, služeb, apod. (Česko MF, Vyhláška č. 323/2002 Sb.)

Tento pohled v ČR využívá pro toto třídění čtyřmístný kód: třída – seskupení položek – podseskupení položek – jednotlivé položky. Například: 8 Financování – 81 Financování z tuzemska – 811 Krátkodobé financování – 8111 Krátkodobé vydané dluhopisy. (Česko MF, Vyhláška č. 323/2002 Sb.)

„Příjmy představují nenávratná inkasa, nezahrnují však ta inkasa, kterými se přijímají vypůjčené finanční prostředky.“ (Peková, 2011, s. 144) Rozdělují se do 4 tříd:

- třída 1 – Daňové příjmy;
- třída 2 – Nedaňové příjmy;
- třída 3 – Kapitálové příjmy;
- třída 4 – Přijaté dotace. (Česko MF, Vyhláška č. 323/2002 Sb.)

„Výdaje jsou nenávratné platby a poskytované návratné půjčky za účelem realizace rozpočtové politiky.“ (Peková, 2011, s. 144) Začleňují se do tříd:

- třída 5 – Běžné výdaje;
- třída 6 – Kapitálové výdaje. (Česko MF, Vyhláška č. 323/2002 Sb.)

Neméně důležitou třídu tvoří 8 – Financování. Zahrnuje financování krátkodobé a dlouhodobé, pocházející z tuzemska a ze zahraničí. *„Jde o operace, které zabezpečují financování schodku hospodaření nebo využití přebytku hospodaření a jeho zhodnocení v rámci finančního investování.“* (Peková, 2011, s. 145)

Odvětvové třídění příjmů a výdajů

Odvětvové hledisko využívá segmentaci příjmů a výdajů podle odvětví. Výdaje všechny, příjmy pouze obcí, krajů, regionálních rad regionů soudržnosti a dobrovolných svazků obcí - nedaňové a kapitálové. Výjimku tvoří příjmy splátek půjčených prostředků. Pojem odvětví vyhláška č. 323/2002 Sb. definuje jako druh činnosti, za které plynou příjmy či se vynakládají výdaje nebo zaměření právního subjektu, jež poukazuje, odevzdává nebo poskytuje organizaci finanční prostředky za účelem podpory. (Česko MF, Vyhláška č. 323/2002 Sb.)

Stejně jako druhové třídění, tak i odvětvové využívá čtyřmístného označení: skupina – oddíl – pododdíl – paragraf. Například: 2 Průmyslová a ostatní odvětví hospodářství – 22 Doprava – 221 Pozemní komunikace – 2211 Dálnice. Nenávratné výdaje vynaložené podle účelu a některé druhy příjmů rozpočtů územních samospráv rozděluje ČR do následujících šesti skupin:

- Zemědělství a lesní hospodářství;
- Průmyslová a ostatní odvětví hospodářství;
- Služby pro obyvatelstvo;
- Sociální věci a politika zaměstnanosti;
- Bezpečnost státu a právní ochrana;
- Všeobecná veřejná správa a služby. (Česko MF, Vyhláška č. 323/2002 Sb.)

1.6.2 Závazné ukazatele státního rozpočtu

„Účelovost prostředků SR je dána závaznými ukazateli státního rozpočtu.“ (Česko, Předpis č. 218/2000 Sb.)

Jelikož jsou schvalovány zákonem o SR, jsou závazné a Vláda se od nich může odklonit jen minimálně, do určité míry a v jednoznačně určených případech (Hamerníková a Maaytová, 2010, s. 170).

Účelovost daná závazným ukazatelem SR je dodržena, jestliže přesun prostředků mezi jednotlivými kapitolami nenaznačuje známky rozpočtového opatření vyjadřující povolení Vlády či MF na uskutečnění nezbytných výdajů, které však nejsou zabezpečeny ve SR, úsporami na výdajích SR. Pokud přesunuté prostředky mění jejich účel použití, nemohou být objektem dalšího rozpočtového nařízení. Jestliže nebudou v běžném roce vyčerpány, lze je použít následující roky na určený účel. U kapitoly zvláštní povahy, Všeobecná pokladní správa, stanovuje účelovost prostředků ministerstvo. O účelovosti vládní rozpočtové rezervy potom rozhoduje Vláda nebo ministr financí. (Česko, Předpis č. 218/2000 Sb.)

Závazné ukazatele můžeme rozdělit na (Hamerníková a Maaytová, 2010, s. 170-171):

- souhrnné (celkové příjmy a celkové výdaje kapitol);
- průřezové (ukazatele aplikované ve všech kapitolách SR);
- specifické (ukazatele pro jednotlivé kapitoly SR jsou odlišné).

V příloze č. 4 zákona č. 504/2012 Sb., o státním rozpočtu České republiky na rok 2013, jsou stanoveny jednotlivé ukazatele SR podle individuálních kapitol. Jak již bylo zmíněno výše, souhrnné ukazatele vždy sledují celkové příjmy a celkové výdaje. Mezi specifickými ukazateli příjmů se nejčastěji objevují daňové příjmy. Do kategorie specifické ukazatele

výdajů můžeme zařadit např. dávky důchodového pojištění, výdaje na ochranu přírody a krajiny, dotace jiným subjektům, výdaje na státní správu apod. Průřezové ukazatele obsahují mimo jiné platy zaměstnanců a ostatní platby za provedenou práci, pojistné placené zaměstnavatelem, převod fondu kulturních a sociálních potřeb. (Česko MF, Zákon č. 504/2012 Sb.)

1.6.3 Příjmy státního rozpočtu

Stát nejenom shromažďuje, ale také rozděluje peněžní prostředky, tudíž pro zajištění státních výdajů je potřeba zajistit příjmovou základnu v bilanci SR (Pospíšil, 2013, s. 47).

Stát nabývá příjmy odčerpáváním zdrojů z hrubého důchodu PO i FO se sídlem ať už v tuzemsku či zahraničí formou výběru daní, poplatků, cel, dále pak redistribucí výnosů od podniků státu, evropských fondů, emisí státních dluhopisů. Jak bylo již popsáno v kapitole č. 1 Státní rozpočet, tento způsob výběru má nenávratný, nedobrovolný a neekvivalentní charakter. (Pospíšil, 2013, s. 47) Za další příjem SR lze také považovat splátky z vládních úvěrů, které jsou poskytnuty do zahraničí. Mnohdy se tak v praxi děje, i když si stát sám na své deficitní saldo SR půjčuje.

Podle zákona č. 218/2000 Sb. O rozpočtových pravidlech tvoří příjmy státního rozpočtu:

- výnosy z daní včetně příslušenství;
- výnosy sdílené s EU;
- výnosy z majetkových účastí státu;
- výnosy z cenných papírů nakoupených prostředky státního rozpočtu;
- příjmy z činnosti organizačních složek státu;
- příjmy z prodeje a nájmu majetku ČR;
- příjmy ze splátek návratných finančních výpomocí;
- příjmy spojené s realizací státních záruk;
- pojistné na sociální zabezpečení a příspěvek na státní politiku zaměstnanosti;
- odvody příspěvkových organizací;
- odvod zbytku zisku ČNB;
- správní poplatky;
- soudní poplatky;
- pokuty, sankce a penále;
- atd. (Česko, Předpis č. 218/2000 Sb.)

Druhové třídění rozpočtové skladby ČR třídí příjmovou stránku SR následovně (tabulka č. 2):

Tabulka 2: Druhové třídění příjmů SR ČR (zdroj: MF ČR, vlastní úprava)

Daňové příjmy	Nedaňové příjmy	Kapitálové příjmy	Přijaté dotace
Daně z příjmů, zisku a kapitálových výnosů	Příjmy z vlastní činnosti a odvody přebytků organizací s přímým vztahem	Příjmy z prodeje DM a ostatní kapitálové příjmy	Neinvestiční přijaté dotace
Daně ze zboží a služeb v tuzemsku	Přijaté sankční platby a vratky transferů	Příjmy z prodeje DFM	Investiční přijaté transfery
Daně a poplatky z vybraných činností a služeb	Příjmy z prodeje nekapitálového majetku a ostatní nedaňové příjmy		
Daně a cla za zboží a služby ze zahraničí	Přijaté splátky půjčených prostředků		
Majetkové daně	Příjmy sdílené s nadnárodním orgánem		
Povinné pojistné			
Ostatní daňové příjmy			

Příjmy daňové a nedaňové spolu tvoří tzv. příjmy běžné, které jsou vymezeny pro financování výdajů běžných (Nahodil, 2009, s. 50). Mají charakter stále se opakujících (daňové, nedaňové) i neopakujících (nedaňové) příjmů (Peková, 2011, s. 133). Nejvýznamnější část, daňové příjmy, obsahují daně, poplatky a cla, jež musí být poplatníkem do SR odvedeny (Nahodil, 2009, s. 50).

1.6.4 Výdaje státního rozpočtu

„Objem a struktura výdajů SR odpovídá odpovědnosti státu za zajišťování jednotlivých netržních činností státu, resp. i míře decentralizace některých netržních činností na územní samosprávu.“ (Peková, 2011, s. 126)

ČR vydává peněžní prostředky ze SR na:

- Výdaje na činnost organizačních složek státu;
- Výdaje na činnost příspěvkových organizací;
- Výdaje na dávky (důchodového pojištění, nemocenského pojištění, státní sociální podpory, ostatní dávky);

- Výdaje na podporu v nezaměstnanosti, podporu při rekvalifikaci a na aktivní politiku zaměstnanosti;
- Výdaje na vládní úvěry;
- Výdaje související s dluhovou službou;
- Výdaje související se závazky EU;
- Výdaje související se státními záruky;
- Dotace a návratné finanční výpomoci (územním samosprávným celkům na nepodnikatelskou činnost, FO a PO na podnikatelskou činnost);
- Dotace a příspěvky politickým stranám;
- Dotace státním fondům;
- Dotace dobrovolným svazkům obcí;
- Dotace nadací, nadačním fondům, ústavům a obecně prospěšným společnostem;
- Dotace FO a PO za účelem poskytování zdravotních, kulturních, vzdělávacích a sociálních služeb sociálně-právní ochrany dítěte;
- Nákup cenných papírů;
- Příspěvky, vklady a dotace mezinárodním organizacím;
- Příspěvky FO podle zvláštního zákona;
- Peněžní dary poskytnuté do zahraničí;
- Apod.

Výdaje SR ČR můžeme podle vyhlášky č. 323/2002 členit různými způsoby: podle kapitol, podle jednotlivých odvětví, podle jednotlivých druhů. Tyto metody byly již blíže probrány v kapitole č. 1.6.1 Rozpočtová skladba.

Členění výdajů SR podle odvětví se někdy označuje jako funkční a rozděluje je do odvětví, kam směřují. Ekonomický pohled vychází z operace, prostřednictvím níž Vláda uskutečňuje své funkce, a důsledku vlivu na ekonomickou situaci státu. (Nahodil, 2009, s. 51-52)

Tabulka 3: Druhovému třídění výdajů SR ČR (zdroj: MF ČR, vlastní úprava)

Běžné výdaje	Kapitálové výdaje
Výdaje na platy, ostatní platby za provedenou práci a pojistné	Investiční nákupy a související výdaje
Neinvestiční nákupy a související výdaje	Nákup akcií a majetkových podílů
Neinvestiční transfery podnikatelským subjektům a neziskovým organizacím. Neinvestiční transfery soukromoprávním subjektům	Investiční transfery
Neinvestiční transfery veřejnoprávním subjektům a mezi peněžními fondy téhož subjektu	Investiční půjčené prostředky
Neinvestiční transfery obyvatelstvu	Investiční převody Národnímu fondu

Neinvestiční transfery do zahraničí	Ostatní kapitálové výdaje
Neinvestiční půjčené prostředky	
Neinvestiční převody Národnímu fondu	
Ostatní neinvestiční výdaje	

Výdaje SR ČR mají povahu běžných, které objemově převažují, a kapitálových výdajů. Největší podíl z výdajů běžných představují výdaje mandatorní (tzn. příjemci na ně mají ze zákona nárok). Mají setrvačný profil, ale každoročně se neopakují ve stejné výši. (Peková, 2011, s. 127) Existují i tzv. quasi mandatorní výdaje, jež jsou sice zákonem určeny, ale stát má právo je korigovat. Bere v úvahu preference hospodářské politiky a vývoj deficitu SR. Jedná se o příspěvky například na stavební spoření, penzijní připojištění apod. (Pospíšil, 2013, s. 51)

1.7 Schodek a přebytek SR

„Rozpočtové saldo lze charakterizovat jako nesoulad mezi rozpočtovými příjmy a výdaji v rámci fiskálního roku, evidovanými na hotovostní bázi.“ (Dvořák, 2008, s. 51) Jestliže během rozpočtového období veřejné výdaje převýší veřejné příjmy, dochází k rozpočtovému deficitu. V opačném případě vzniká rozpočtový přebytek. (Rosen a Gayer, 2010, s. 461, 475 a Gruber, © 2011, s. 93) Rozpočtový deficit nemusí vždy znamenat zlo a přebytek se ne vždy může jevit jako dobrá situace. Mnohem důležitější je, zda úroveň veřejných služeb je optimální, především s ohledem na náklady na zajištění zdrojů potřebných k poskytování těchto služeb. (Rosen a Gayer, 2010, s. 474)

Je důležité také posoudit dobu vzniku rozpočtu. Schodek SR vzniklého již při návrhu představuje určitý záměr vlády. Sděluje představu, jak by se mělo hospodaření v příštím roce vyvíjet, popisuje fiskální záměr, identifikuje odhady účinků nezávislých vnějších vlivů. K přechodnému schodku dochází v průběhu roku, neboť tok příjmů a výdajů SR podléhá sezónním nerovnoměrnostem. Je poté kryt SPP. Skutečně dosažený výsledek státního hospodaření odráží saldo na konci roku a je projevem fiskální nerovnováhy. (Dvořák, 2008, s. 51)

1.7.1 Typy rozpočtových deficitů

Slovo rozpočtový deficit je používán v mnoha navzájem odlišných ekonomických názorech, proto existuje více druhů rozpočtových deficitů. „*Rozpočtový deficit má rozdílné makroekonomické důsledky v závislosti na způsobu svého vzniku a na způsobu svého krytí.*“ (Dvořák, 2008, s. 68)

Podle způsobu vzniku můžeme definovat dva typy rozpočtového deficitu, jejichž rozdíly se zakládají na různé hodnotě fiskálních multiplikátorů (Dvořák, 2008, s. 69). Na tento problém se dívá stejně i autor Belás et al. (2013, s. 92), kdy popisuje, že v praxi nastává následující situace:

- zákonodárny orgán schválí větší počet výdajů než zdrojů krytí, přičemž se může jednat i o účelově vytvořený státní dluh (např. při podpoře bytové výstavby či výstavby dopravní infrastruktury);
- deficit způsoben snížením daňových příjmů z důvodu poklesu ekonomiky.

Podle způsobu krytí rozpočtového deficitu můžeme formulovat (Dvořák, 2008, s. 70-71):

- dluhové krytí, které mění deficit na veřejný dluh prostřednictvím změny rozsahu emitovaných vládních obligací;
- monetární krytí, které proměňuje deficit do růstu monetární báze;
- krytí z výnosu prodeje aktiv, které hradí deficit z výnosů prodeje hmotných vládních aktiv.

Tyto alternativy budou více přiblíženy v kapitole č. 1.7.3 Financování deficitu.

Aktivní a pasivní deficit rozdělujeme podle faktu, že rozpočtový deficit má rovněž složku aktivní a pasivní (Dvořák, 2008, s. 54). Pasivní deficit je způsoben hospodářským poklesem nebo mimořádnými událostmi, díky kterým jsou vynakládány mimořádné výdaje. Tyto původy mají náhodnou či cyklickou povahu. Trvalý rys mají jen zvyšující se úroky veřejného dluhu. (Dvořák, 2008, s. 73) Aktivní, plánovaný, deficit je způsoben mnoha faktory. Obecně lze říci, že je zapříčiněn poklesem příjmů nebo růstu výdajů v důsledku aktivního rozhodnutí Vlády. Například rozložit důsledky výdajového šoku, rozložit daňovou zátěž. (Dvořák, 2008, s. 55-56) Je prostředek stabilizační fiskální politiky státu a výrazem expanzivní fiskální politiky. Snahou Vlády o zvýšení agregátní poptávky, oživení ekonomiky, stabilizaci hospodářského růstu, zvýšení zaměstnanosti prostřednictvím vyšších výdajů vzniká deficit SR. (Peková, 2011, s. 485-486)

Z pohledu časového lze deficit rozdělit i na krátkodobý, který je způsoben krátkodobou časovou nesrovnalostí mezi tokem příjmů a výdajů. Problémem opakovaného výsledného

deficitu je jeho přeměna na střednědobý a dlouhodobý jako deficit chronický. (Peková, 2011, s. 486)

1.7.2 Příčiny a důsledky deficitu

Jak již bylo popsáno, jednotlivé teoretické proudy mají rozdílné názory na vznik rozpočtových deficitů. Jestliže ale tyto názory shrneme, můžeme obecně rozdělit příčiny vzniku rozpočtového deficitu na vnitřní (endogenní) a vnější (exogenní) (Peková, 2011, s. 493).

Základní endogenní faktory, které působí na vznik aktivního deficitu, jsou (Peková, 2011, s. 493-494):

- expanzivní charakter fiskální politiky (zvýšením výdajů SR Vláda sleduje ovlivnění růstu agregátní poptávky a hospodářského růstu – ke zvýšení investic a úspor snižuje daňové zatížení);
- časové zpoždění výdajového šoku (růst cen komodit může být způsoben růstem cen základních surovin a tudíž je k financování veřejného sektoru potřeba většího množství finančních prostředků, kterým nelze dosáhnout zvýšením daňového zatížení);
- časové zpoždění daňového zatížení (je způsobeno investicemi ve veřejném sektoru, které jsou příliš nákladné a je je potřeba rozdělit na více generací, např. dálniční síť, železniční síť);
- vládní populismus (vzniká díky předvolebním slibům nižších daní, zvyšování sociálních transferů. To vše má poté dopad na veřejné, hlavně mandatorní výdaje).

Hlavními exogenními faktory ovlivňující pasivní deficit jsou (Peková, 2011, s. 494-495):

- hospodářský pokles či růst nezaměstnanosti (Vláda nemůže ovlivňovat zaměstnanost v soukromém sektoru, proto v důsledku poklesu daňových příjmů vyvíjí tlak na veřejné výdaje SR – podpory v nezaměstnanosti apod.);
- cenové šoky (skokový nárůst cen základních surovin se rovněž promítne do výdajů SR například jako valorizace starobních důchodů);
- deprese ve světě (díky propojenosti světového hospodářství se tento problém šíří mezi zeměmi navzájem);
- vývoj úrokové míry (růst úrokové míry má špatný vliv na úrokové sazby, neboť růstem úrokových sazeb totiž stoupají náklady dluhu. Růst úrokové míry ale způsobuje i nízkou míru národních úspor.);
- úrok veřejného dluhu (úrokové náklady vzniklé krytím deficitu prostřednictvím návratných finančních prostředků. V řadě zemí způsobují další deficitní hospodaření SR);
- mimořádné události (veřejné výdaje vynaložené díky neočekávaným událostem – válka, přírodní katastrofy, peněžní transfery obyvatelstvu).

Autor Pavel Dvořák (2008, s. 56) definuje důvody vzniku rozpočtových deficitů obdobně, avšak výše uvedené rozděluje na politické a institucionální.

Na důsledky deficitu se můžeme podívat ze dvou pohledů:

- krátkodobý a dlouhodobý;
- finanční a makroekonomický.

„V krátkém období mohou být důsledky deficitu SR pozitivní, neboť se mohou eliminovat vlivy exogenních faktorů na objem veřejných výdajů.“ Záměrně vytvořený krátkodobý deficit SR může mít pozitivní vliv na rovnovážný stav v ekonomice státu. V dlouhém období je dopad deficitního SR negativní, neboť přispívá k rozpočtovému břemeni – veřejnému dluhu. Čím je dluhová služba vyšší, tím je těžší aplikovat nástroje stabilizační fiskální politiky. Dlouhodobý deficit vzbuzuje inflační tlaky (Peková, 2011, s. 496) a může mít významný negativní vliv na hospodářskou výkonnost státu (při jeho krytí dochází k vytěsnění soukromých investic) a mezigenerační spravedlnost (Gruber, © 2011, s. 118 a 119).

Důsledky rozpočtové se jeví v krátkém období jako pozitivní, v delším negativní. *„Krátkodobě spočívá výhoda rozpočtového deficitu především v tom, že umožňuje změkčení vládního rozpočtového omezení.“* To je pro stát zajímavé v případech, kdy míra výnosu je vyšší než úroková míra z dluhu (při financování projektu) nebo při eliminaci negativních důsledků na druhou stranu rozpočtu. Dlouhodobým finančním důsledkem se jeví nutnost krytí s dopadem rostoucí úrokové zátěže. (Dvořák, 2008, s. 65) Na problematiku fiskálního důsledku deficitu SR se dívají tři základní teoretické směry rozdílně. Neoklasický směr odmítá deficit, neboť vidí důsledky negativně. Opakem je proud keynesiánský. Na neutrální hranici se pohybuje směr neoricardiánský, který důsledky deficitu popírá. (Dvořák, 2008, s. 66)

Autoři Rosen a Gayer (2010, s. 474) se domnívají, že důsledky deficitů či přebytků jsou obtížně měřitelné.

1.7.3 Financování deficitu

Disharmonie mezi získanými a vynaloženými veřejnými prostředky vede k fiskální nerovnováze, která se projevuje jako deficit (krátké období) a veřejný dluh (dlouhé období) (Dvořák, 2008, s. 73).

Po skončení fiskálního roku, pokud Vláda není schopná daněmi pokrýt veřejné výdaje, musí řešit problém financování rozpočtového deficitu. Musí se rozhodnout, zda bude defi-

cit financovat dluhově, emisně nebo jiným způsobem (Dvořák, 2008, s. 21). Je nutno zvážit jednotlivé alternativy, ale i jejich důsledky.

Financování deficitu pomocí dluhového krytí způsobuje však růst domácího veřejného dluhu (Dvořák, 2008, s. 70-71). Neboť věřiteli emitovaných CP s různou dobou splatnosti jsou soukromé sektory; banky i nebankovní veřejnost (Belás et al., 2013, s. 92). Takto nabyté peníze lze poté na stejné úrovni jako daňové příjmy použít pro financování vládních potřeb (Dvořák, 2008, s. 70-71). Tímto způsobem vzniklý státní dluh se přenáší na veřejnost a je důležitým nástrojem monetární a fiskální politiky státu (Belás et al., 2013, s. 92). Vynaložené prostředky ke koupi státních CP nemůžou ale domácnosti již využít k jiným účelům, například na pořízení investice. Deficit financován tímto způsobem, který vznikl z důvodů zvýšení výdajů SR a snížením daní, ovlivňuje nejen růst cenové hladiny, ale také úrokovou míru. (Peková, 2011, s. 497)

Pokud jsou možnosti krytí deficitu rozpočtu ze strany domácností omezené, je nutné využít zahraniční zadlužení. To zase způsobí zvýšení zahraničního veřejného dluhu. *„To je typické především pro rozvíjející se ekonomiky, kde si nárůst zahraničního veřejného dluhu vynucuje jak nepostačující kapacita domácího peněžního trhu, tak nízká mezinárodní kreditibilita těchto zemí.“* (Dvořák, 2008, s. 70-71) Zahraniční dluh ovlivňuje výši úroků a pohyb měnového kurzu (Peková, 2011, s. 498). Umístování státních CP, jak na zahraničním tak i na domácím trhu, by se mělo řídit podle kritérií riziko, likvidita a zisk (Belás et al., 2013, s. 92). Rizika umístování státních CP jsou blíže popsány v kapitole č. 2.3.1 Rizika.

Emisní krytí schodku SR je prováděno na základě čerpání úvěru od CB, jež má podobu úvěrové emise peněžních prostředků. Je tomu tak i v situaci, kdy státní dluhopisy nakupuje CB. (Peková, 2011, s. 497)

Dlouhodobý deficit SR lze pokrýt už jen pomocí státních finančních aktiv, rezerv vzniklých v minulosti, z privatizace či z kapitálového majetku státu. Další možností je zvýšení daní. Prosazení změn daňových zákonů ale není pro vládu z mnoha důvodů jednoduchá.

2 STÁTNÍ DLUH

Státní dluh je částka, kterou vláda dluží určitým subjektům, a to v každém okamžiku (Gruber, © 2011, s. 93). Podle zákona č. 218/2000 Sb. o rozpočtových pravidlech je definován jako souhrn státních finančních pasiv. Je tvořený závazky státu, jež státu vznikly z přijatých zahraničních půjček, přijatých úvěrů od bank či z vydaných státních dluhopisů nebo jiných státních CP. (Česko, Předpis č. 218/2000 Sb.) Nezahrnuje dluhové závazky mimorozpočtových fondů, místních fondů, zdravotních pojišťoven, státní záruky nebo jiné závazky vládního sektoru.

„Státní dluh hraje důležitou roli referenčního bodu pro finanční trh.“ Tento bod se označuje jako benchmark. Jako referenční emise jsou označovány nejdůležitější emise státních obligací, které jsou vázány na fixní kupón (pevná úroková sazba) s předem určenou splatností. *„Investoři využívají tyto CP při obchodování jako orientační bod – jako ukazatel úrokových sazeb a likvidity střednědobých a dlouhodobých finančních prostředků.“* (Belás et al., 2013, s. 92)

2.1 Příčiny růstu českého státního dluhu

Za hlavní příčiny státního dluhu lze bezpochyby považovat přijetí dluhu z minulosti a za jiné subjekty (Peková, 2011, s. 516).

Je-li státní dluh neustále prohlubován, musíme příčinu hledat v systému veřejných financí státu. Státní dluh je dluhem centrální vlády a tvoří část dluhu veřejného. Jeho zvyšování podléhá kontrole Parlamentu. V české ekonomice toto sehrálo podstatnou roli. V ČR se deficit státního rozpočtu od roku 1999 neustále prohlubuje (Dvořák, 2008, s. 99), k čemuž vedly i mimorozpočtové vlivy díky neustálému tlaku na zvyšování transferů ze SR plynoucí do rozpočtů obcí.

Co se týče přebírání dluhů, tento problém začal již na počátku transformace, kdy státní podniky ve velkém využívaly úvěry s nízkými uměle vytvořenými úrokovými měrami. Po rychlém růstu úrokových měr nebyly však schopny tyto úvěry splácet. Tehdy původně malý dluh přerostl ve velký, neboť stát byl odpovědný za své státní nebo spoluvlastněné podniky. Důležitou chybou této příčiny bylo špatné oddělení soukromého a státního vlastnictví. Dluhy podniků a bank, které byly převzaty speciálními institucemi zřízenými MF nebo ČNB (Konsolidační banky, Česká finanční, Česká inkasní, Konpo apod.), byly označeny jako implicitní dluhy. Jelikož jejich existence a objem nebyly zahrnut do veřejných

financí, lze jej tedy označit jako skrytý státní dluh. Ministerstvo se však o kvantifikaci tohoto dluhu pokusilo a rozdělilo jej do tří skupin: náklady transformační, předprivatizační a ostatních operací. (Dvořák, 2008, s. 99-102)

2.2 Struktura českého státního dluhu

Hrubý státní dluh v ČR spravuje odbor Řízení státního dluhu a finančního majetku. (Česko MF, Definice a měření státního dluhu, 2007) Odbor je součástí MF a řídí jej první náměstek ministra. Uvnitř odboru jsou zřízeny další tři oddělení s definovanými úkoly dluhového managementu: oddělení Financování a řízení portfolia, oddělení Správa státního dluhu, oddělení Správa finančního majetku státu. (Dvořák, 2008, s. 158-159)

Tento dluh je tvoří cca 95 % celkové hrubé zadluženosti vládních institucí národního hospodářství. (Česko MF, Definice a měření státního dluhu, 2007)

ČR rozděluje státní dluh následujícím způsobem:

- A. Nepodmíněné závazky státu
 - a. dluh domácí a zahraniční;
 - b. dluh obchodovatelný a neobchodovatelný.
- B. Podmíněné závazky státu (státní záruky).

Dluh domácí a zahraniční je přitom kryt SPP, SDD a dalšími domácími instrumenty (repo operace, přijaté krátkodobé zápůjčky, zápůjční facility). Zahraniční dluh je tvořen zahraniční emisí dluhopisů, přijatými úvěry od EIB, směnkami vydanými k úhradě členství v IBRD a EBRD.

Neobchodovatelný dluh definuje MF jako bývalé federální dluhy po rozdělení Československa v roce 1993, který se poté podílel i na dluhu domácím. Tento dluh představují bankovní úvěry od EIB a od roku 2011 i SSD nabízené drobným investorům. SPP, SDD, zahraniční emise dluhopisů a ostatní zdroje krytí reprezentují obchodovatelný dluh. (Česko MF, Definice a měření státního dluhu, 2007)

2.3 Řízení státního dluhu v ČR

MF každoročně vyhláší strategické cíle pro vymezení benchmarkového dluhového portfolia, aby tak zvýšilo transparentnost dluhové politiky. Cíle stanovuje na základě nároků, které jsou požadovány při obezřetném řízení finančních a kreditních rizik spojených s minimalizací ekonomických nákladů v dlouhodobém časovém úseku. (Česko MF, Strategie financování, 2013)

„Hlavním cílem politiky řízení státního dluhu MF je zajištění výpůjčních potřeb centrální vlády a jejích platebních závazků při dosahování co možná nejnižších nákladů ve střednědobém a dlouhodobém horizontu a při uvážlivém stupni akceptovaného rizika.“ Dalším důležitým cílem pro ČR je podpora domácího finančního trhu, což souvisí s úsilím ČR o vstup do eurozóny.

2.3.1 Rizika

Dluhové portfolio je dlouhodobě vystaveno riziku refinančnímu, úrokovému a měnovému.

Riziko refinanční znamená potřebu každoročního refinancování převisu objemu dluhu nad objemem dluhu splatného v daném roce. Je řízeno pomocí čtyř ukazatelů: podíl krátkodobého státního dluhu (splatný do jednoho roku), podíl střednědobého státního dluhu (splatného do tří až pěti let), průměrná doba do splatnosti, splatnostní profil. Nelze se zaměřit pouze na jeden indikátor, ale je potřeba je vnímat jako ucelený systém. (Česko MF, Řízení rizik, 2005)

Řízení tržního rizika státu, tedy rizika úrokového, provádí ministerstvo prostřednictvím strategického ukazatele průměrná doba do refinace státního dluhu. Mimo toho sleduje úrokovou refinaci dluhového portfolia do jednoho roku. Náklady na obsluhu státního dluhu vyjadřuje pomocí modelu Cost-at-Risk, který modeluje předpokládané a maximální úrokové náklady při určitém stupni rizika. Stupeň rizika je přitom odvozen z časové volatility úrokových sazeb. (Česko MF, Řízení rizik, 2005)

Další tržní riziko, jež je portfolio státního dluhu vystaveno je riziko měnové. Aktivní řízení tohoto rizika začalo rokem 2011. Od roku 2014 ministerstvo řídí cizoměnovou expozici státního dluhu, kterou představuje celková jmenovitá hodnota dluhového portfolia denominovaná v cizí měně. Zásadním ukazatelem řízení tohoto rizika je podíl čisté cizoměnové expozice státního dluhu na celkovém státním dluhu. (Česko MF, Řízení rizik, 2005)

2.3.2 Způsoby řízení dluhu

Od roku 2004 probíhá řízení státního dluhu na základě stanovených strategických cílů. Ty stanovuje MF podle nejlepších zkušeností OECD a podle vlastních finančních analýz dluhového portfolia. Řízení rizik zabezpečuje, že realizace minimalizace nákladů je uskutečňována v rozsahu dlouhodobě udržitelných limitů, které stanovuje ministerstvo ve vzájemné harmonii s mezinárodní praxí. „Úkolem těchto limitů je minimalizovat negativní národohospodářské dopady struktury dluhového portfolia v případě krizového vývoje ekonomie“

ky a extrémních turbulencí na finančním trhu.“ Dluhová strategie nesmí být příčinou finanční či ekonomické krize země. (Česko MF, Cíle a kritéria, 2005)

Základní střednědobé cíle stanovené ČR:

- *Aktivní podpora efektivity a likvidity domácího finančního trhu vydáváním co nejmenšího počtu emisí a splatností, při navyšování objemů emisí jejich znovuotevřením, s cílem zavedení tzv. benchmarkových emisí;*
- *Stabilizace refinančního rizika, která spočívá zejména ve snižování podílu krátkodobého dluhu a vyhlazování splatnosti státního dluhu v rámci jednotlivých let;*
- *Stabilizace tržního, zejména úrokového, refinančního a měnového rizika;*
- *Institucionální (státní dluhopisy podle typu držitele) a geografická diverzifikace investorské báze;*
- *Zvyšování transparentnosti a flexibility řízení státního dluhu. (Česko MF, Cíle a kritéria, 2005)*

2.4 Vykazování vládního deficitu a dluhu ČR

Pro vykazování vládního deficitu a dluhu existují v ČR dva způsoby. Jedním je metodika IMF (GFS 1986, GFS 2001), druhým metodika Eurostatu (ESA 95).

Vykazování deficitu podle metodiky GFS 1986 (Government Finance Statistic) se používá v rozpočtových dokumentech a fiskálních predikcích, neboť je podobná metodice národní. Konkrétně při sledování příjmů, výdajů, deficitu SR a ostatních segmentů veřejných rozpočtů. Za použití této metodiky je zodpovědné Ministerstvo financí.

Pro propočet maastrichtských konvergenčních kritérií vládního dluhu a deficitu je významná metodika ESA 95 (European System of Integrated Economic Accounts). Eurostat tuto metodiku neustále aktualizuje a kontroluje její užití v jednotlivých zemích. Zodpovědnost za dodržení této metodiky přebírá národní statistický úřad (v ČR ČSÚ). Ve zprávě, nazývané Fiskální notifikace vládního deficitu a dluhu, vykazuje ČR údaje o hospodaření vládního sektoru, které posléze předkládá Evropské komisi dvakrát ročně. Obsahuje ČSÚ zpracovanou minulost a MF predikci pro běžný rok. Predikce pro delší časový horizont obsahuje Konvergenční program, který vychází právě z těchto údajů. Svou podstatou se této metodice blíží standard GFS 2001. To znamená, že vykázaný dluh a deficit se přibližuje hodnotám vypočtených v souladu s maastrichtskými kritérii za fiskální oblast. (Česko MF, Metodiky, 2013)

II. PRAKTICKÁ ČÁST

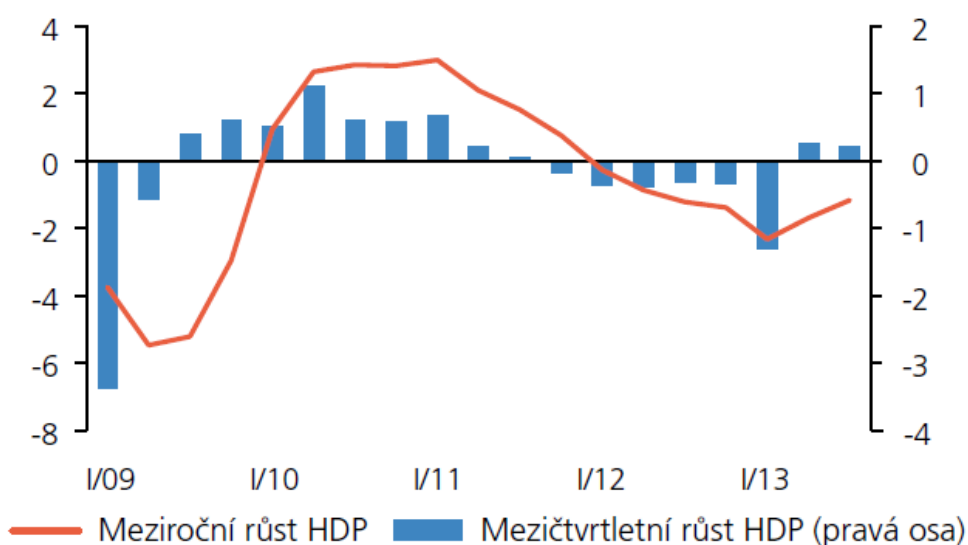
3 EKONOMICKÝ VÝVOJ ČR V ROCE 2013

Praktická část diplomové práce bude věnována jednak ekonomickému vývoji ČR v roce 2013 a také zhodnocení vývoje státních dluhopisů. Provedeme také mezinárodní srovnání s ostatními státy Evropské unie. I když jsme se snažili používat co nejnovější data (za rok 2013), ne vždy byla potřebná data k jednotlivým zkoumaným oblastem v době psaní diplomové práce dostupná.

3.1 Hrubý domácí produkt

Ekonomika ČR má za sebou od roku 1993 nejdelší recesi. Po prudkém propadu ekonomiky v roce 2009 následovalo krátké oživení a poté HDP klesal permanentně od roku 2011 až do jara 2013. Na této recesi se podílela stagnace evropské ekonomiky a rozpočtová politika vlády, která tlumila domácí poptávku díky svým úsporným opatřením. (Česko MF, Informační brožura, 2014)

Meziroční pokles HDP v roce 2013 o 0,9 % (viz. obrázek č. 2) ovlivnil ale především výsledek zahraničního obchodu. Ten přispěl k poklesu meziročním zhoršením salda importu a exportu z prvního a třetího čtvrtletí. K takovému jevu došlo naposledy na vrcholu konjunktury, v roce 2007. Jedinou složkou, která v roce 2013 překážela k dalšímu poklesu HDP, byly výdaje na konečnou spotřebu vládních institucí. (ČSÚ, 2014, s. 4)



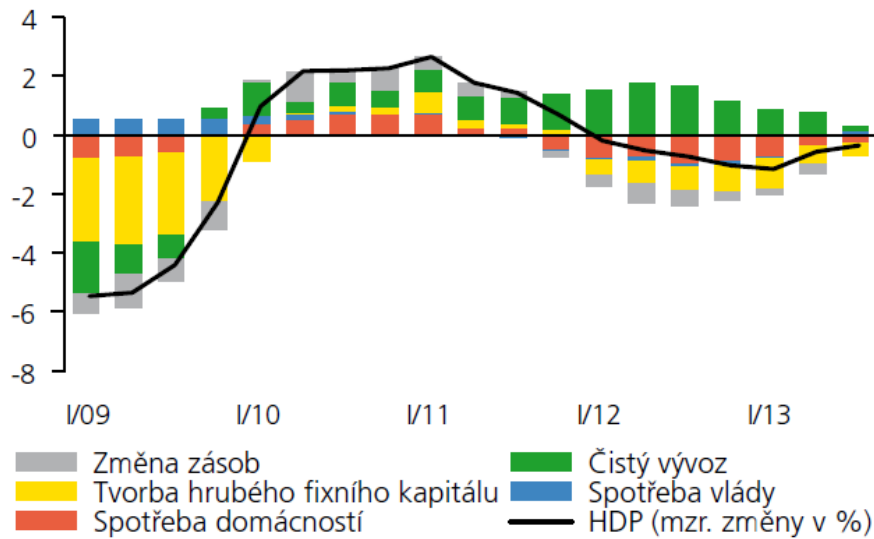
Obrázek 2: Meziroční a mezičtvrtletní změny HDP ČR v % a ve stálých cenách, sezonně očištěné údaje. (Zdroj: ČNB, 2014)

Porovnáváme-li 4Q 2013 se stejným kvartálem předchozího roku 4Q 2012, narostl HDP o 1,9 %. Takové tempo růstu nebylo zaznamenáno od prvního čtvrtletí roku 2007, kdy mezičtvrtletní nárůst činil 2,3 %. Po srovnání této dynamiky růstu HDP (1,9 %) s růstem hrubé přidané hodnoty (0,6 %) zjistíme, že tempo bylo způsobeno především růstem salda daní z produktů a dotací na produkty. Teprve až poté se podílela na růstu skutečná výkonnost ekonomiky státu. Růst salda daní z produktů můžeme vysvětlit oznámením navýšení spotřební daně z tabáku od nového roku 2014, tudíž se v posledním kvartále roku 2013 obchodníci zásobili s vidinou odvedení menší spotřební daně. (ČSÚ, 2014, s. 4)

V posledním čtvrtletí roku 2013 byl v ekonomice spatřen velký nárůst objemu nových investic. Ty směřovaly především do strojů a zařízení. Jejich meziroční růst činil 6 %. Rovněž došlo ke zvýšení investic v oblasti dopravních prostředků, z kterého těžil i tuzemský automobilový průmysl. Česká ekonomika ale i nadále postrádá investice do budov, staveb, obydlí. Tyto investice meziročně neustále klesají a snižují tak výkonnost tuzemského stavebnictví. (ČSÚ, 2014, s. 5)

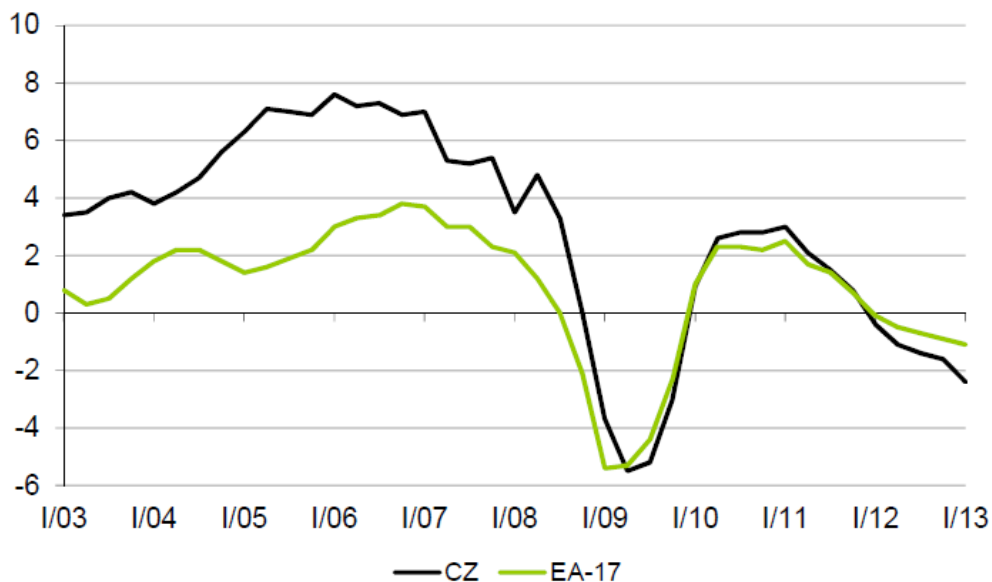
Podle dostupných údajů byl růst českého HDP v posledním kvartále roku 2013 jednoznačně nejvyšší mezi zeměmi EU28. Jako druhé se umístilo Švédsko (1,7 %), které následovala Litva se Slovinskem (1,2 %). V celé EU stoupl HDP o 0,4 % (obrázek č. 2). Co se týče meziročního srovnání v posledním čtvrtletí, HDP se v ČR zvětšil o 1,3 %, tj. o 0,2 p.b. více než v EU28. Nejvyšší meziroční dynamiku vývoje zaregistrovala Litva (3,3 %) a největší pokles vykazala Itálie (-0,8 %). (ČSÚ, 2014, s. 4)

Meziroční hospodářský pokles eurozóny se ve třetím kvartále roku 2013 zmírnil a ekonomika tudíž nepatrně vzrostla (obrázek č. 3). Růst v mezičtvrtletí byl způsobem především domácí poptávkou, zejména tvorbou zásob a fixními investicemi a rovněž spotřebou domácností. Podle údajů z posledního čtvrtletí roku 2013 je zřejmé mírné oživení eurozóny. V meziročním srovnání však HDP poklesl o 0,4 %



Obrázek 3: Meziroční změny HDP v eurozóně v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno. (Zdroj: ČNB, 2014)

I když je aktuální fiskální situace ve vyspělých zemích z dlouhodobého hlediska považována za spíše obtížně udržitelnou, neznamená to však, že vládní dluh je rovněž neudržitelný. Minulý ekonomický vývoj byl ovlivněn finanční, hospodářskou a dluhovou krizí. ČR tudíž již nedosahovala ekonomické úrovně jako eurozóna. Došlo k ekonomické recesi a jasnému zhoršení stavu veřejných financí. Nicméně nyní vykazuje ČR určitou sladnost hospodářského cyklu s eurozónou (obrázek č. 4).

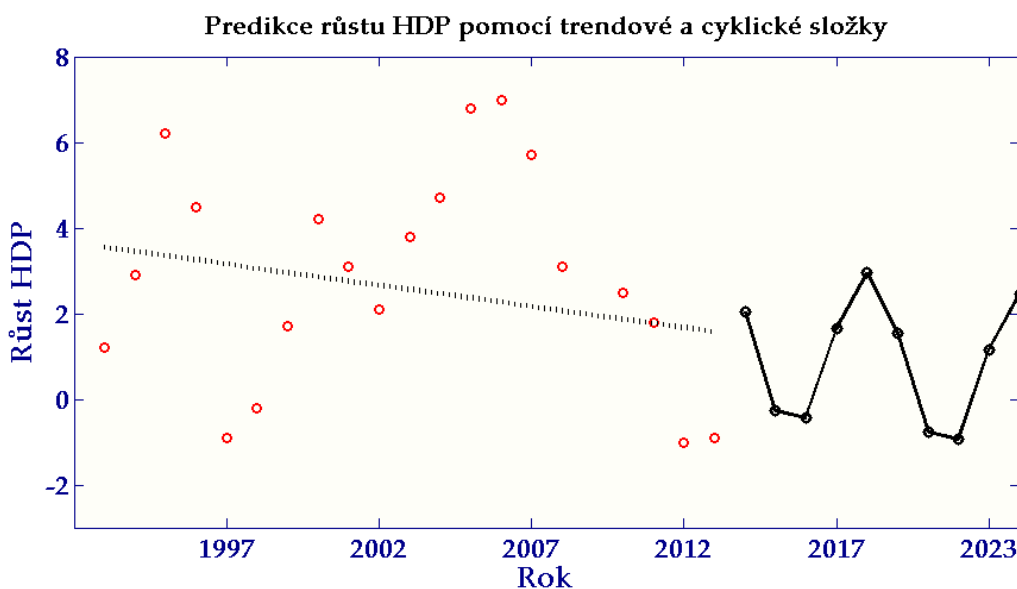


Obrázek 4: Meziroční růst HDP v ČR a eurozóně v %, sezonně očištěno. (Zdroj: ČNB, 2013)

Na vliv finanční, hospodářské a dluhové krize reaguje eurozóna v posílení koordinace a integrace hospodářské politiky. Připravuje nové prvky uspořádání eurozóny; bankovní unii, fiskální, transferovou a dluhovou unii. Tyto změny svým způsobem změny podmínky a závazky, které plynou z členství v eurozóně. Nynější vývoj v eurozóně lze označit jako zklidnění projevů dluhové krize, ale nikoliv vyřešení jejích příčin.

Ekonomický růst v eurozóně bude v roce 2014 postupně zrychlovat o 1,1 % než v roce 2013, tj. ukazatel HDP vzroste na 1,5 %. Již nyní jsou náznaky postupného ožívování díky pokles výrobních cen a cen průmyslových komodit. Nicméně předpokládaný růst bude hlavně způsoben výkonem německé a slovenské republiky, které mají největší podíl i na českém vývozu. V roce 2015 odhaduje ČNB růst eurozóny na 2 %. Rizikem však zůstávají neustále nedořešené dluhové problémy eurozóny a stav finančního sektoru.

ČNB předpokládá, že díky postupnému ožívování ekonomiky vzroste HDP ČR v roce 2014 o 2,2 % a poté se růst zrychlí na 2,8 %. Tento růst bude způsoben oživením zahraniční poptávky a uvolněnými měnovými podmínkami. Predikci na období následujících deset let znázorňuje obrázek č. 5. Po nalezení trendové a periodické složky v časové řadě jsme při predikci zjistili, že ve vývoji české ekonomiky bude docházet i k propadu hospodářského růstu



Obrázek 5: Vývoj a predikce HDP ČR. (Zdroj: vlastní propočty)

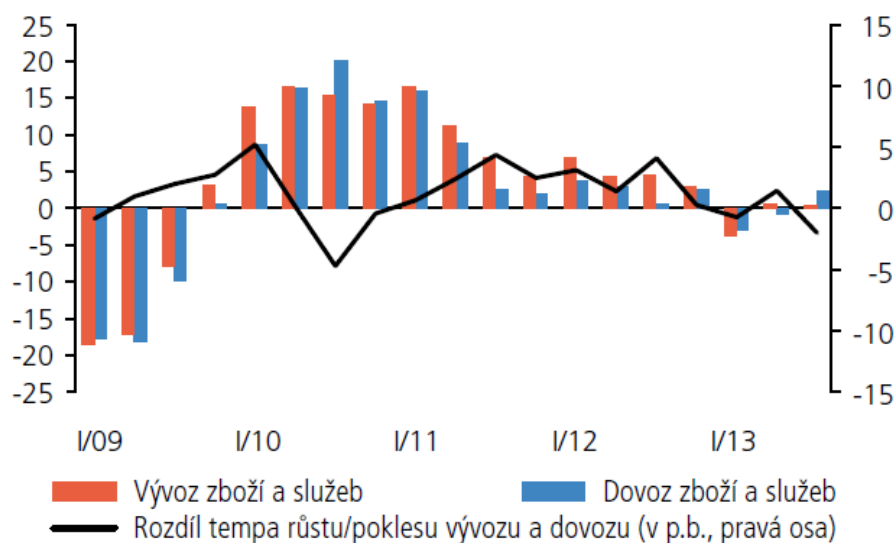
3.2 Vnější ekonomické vztahy

V roce 2013 činil schodek běžného účtu platební bilance 56 mld. Kč. Oproti předchozímu roku byl o 4,7 mld. Kč hlubší. Pokud deficit běžného účtu srovnáme s nominálním HDP, zjistíme, že tato relace (1,4 %) byla třetí nejnižší za posledních devět let. To znamená, že ČR si i nadále udržuje příznivou úroveň vnější rovnováhy a to i v letech recese a slabé dynamice cen. (ČSÚ, 2014, s. 10-11)

Vnější nerovnováha, která panuje v ČR, nepředstavuje podle ČSÚ pro českou ekonomiku problém, neboť na deficit běžného účtu by stačilo samotné saldo kapitálového účtu (74,6 mld. Kč) i bez využití značně vysokého přebytku finančního účtu (187,9 mld. Kč). Za rok 2013 přebytek běžného účtu držel meziročně stejnou úroveň díky zlepšení obchodní bilance. Saldo (přebytek) obchodní bilance stoupl o 39,4 mld. Kč a za dobu existence ČR byl jednoznačně nejlepším. Dále běžný účet ovlivňoval výsledek běžných převodů, který si rovněž polepšil o 17,8 mld. Kč díky platbám z fondů EU. Od druhé poloviny r. 2013 vykazovala podle ČSÚ obchodní bilance pozitivní výsledky, což spolu s řadou jiných charakteristik svědčí o postupném ožívání ekonomiky. (ČSÚ, 2014, s. 11)

Vývoz zboží z ČR v průběhu roku 2013 začal nabírat na tempu a jeho dynamika významně akcelerovala (obrázek č. 3). Největší růst exportu zaregistrovaly komodity jako je dřevo (28 %), nábytek (17 %), léky (13 %), nápoje (12 %). Z významnějších exportních položek byl potom důležitý vývoz aut a jejich dílů (5,8 %), elektrických a ostatních strojů (6,8 %). Jelikož na světových trzích klesaly ceny energetických surovin, projevilo se to i v exportu ČR. Meziročně poklesl vývoz černého uhlí (-26 %), elektřiny (-22 %), ropy a zemního plynu (-14 %). Klesající trend exportu zaznamenaly i jiné oblasti, například oděvy, koks, rafinované ropné produkty, počítače a elektronická zařízení. (ČSÚ, 2014, s. 11-12)

Jelikož se zvýšila poptávka v zemích EU, zlepšila se tím i dynamika vývozu ČR (obrázek č. 3). Na nárůst, zejména v měsíci prosinci 2013, působila i oslabená koruna. To platilo i v případě dovozů.



Obrázek 6: Meziroční změny vývozu a dovozu v %, ve stálých cenách, sezonně očištěné údaje. (Zdroj: ČNB, 2014)

U reálného vývozu zboží a služeb se očekává výrazné oživení meziročního růstu, neboť bude tažen pozitivním vývojem zahraničních zakázek v průmyslu, který je způsobený oživující se zahraniční poptávkou. Vyšší dynamika vývozu v roce 2014 bude mít za následek růst vývozu cca 9% tempem jednak díky právě zrychlujícím se růstem zahraniční poptávky a také díky očekávaným pozitivním efektem slabšího kurzu koruny.

Reálný dovoz zboží a služeb svou dynamiku v roce 2014 rovněž zrychlí díky narůstající dynamice vývozu, vysokou dovozní náročností a zmírňováním útlumu domácí poptávky. Tento růst je ČNB vyčíslen na hodnotu 7,9 %. V roce 2015 potom na úroveň 5,8 %.

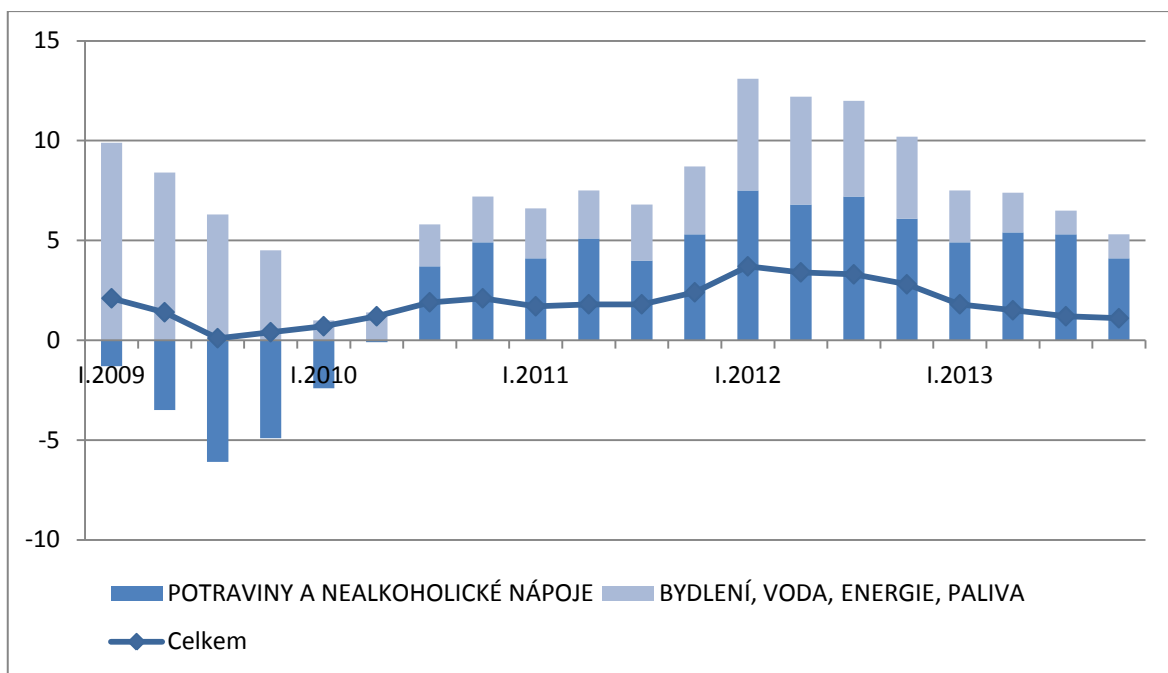
Čistý vývoz ve stálých cenách přispěje k meziročnímu růstu HDP kladně, v roce 2014 v rozsahu 1,2 %. V období následujících deseti let bude bilance zahraniční obchodu kladná a bude mít rostoucí tendenci (viz. příloha 6).

3.3 Ceny

Cenová hladina v ekonomice, která je měřena pomocí implicitního deflátoru HDP vzrostla v posledním čtvrtletí roku 2013 o 2,2 % (srovnání se stejným obdobím roku 2012). Na růstu se podílely pozitivní směnné relace plynoucí z růstu cen vývozu. Ceny vývozu vzrostly o 3,4 %, u dovozu se zvýšily o 1,5 %. Cenová hladina výdajů na spotřebu se zvýšila o 0,8 %, ceny tvorby hrubého fixního kapitálu (investic) o 0,6 %. (ČSÚ, 2014, s. 12)

Míra inflace dosahovala v roce 2013 nejnižší hodnotu od roku 2009 (obrázek č. 7). Inflace činila 1,4 % a meziročně oslabovala po celý rok (1,7%; 1,5%; 1,2%; 1,1%). Tento nízký

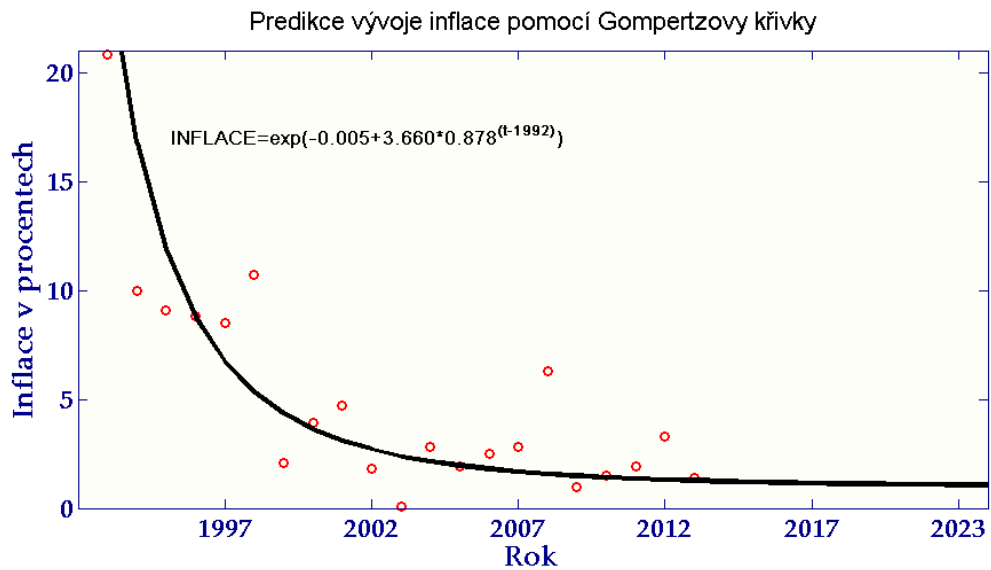
růst cen byl způsoben slabou tuzemskou poptávkou ve vztahu s dovozem deflace. Tato deflace ze zahraničí se projevovала nižšími cenami vstupů, přenášela se do cen finálních výrobků, které neměly tendenci výrazně růst. Pokud vezmeme v úvahu, že náklady domácnosti na živobytí se v roce 2013 zvýšily o 1,4 %, potom náklady domácností důchodců byly mírně nad 2 %. I tak ale pro důchodce znamenal rok 2013 jako nejnižší v růstu cen, od roku 2009. (ČSÚ, 2014, s.12)



Obrázek 7: Růst spotřebitelských cen u jednotlivých typů v domácnosti, meziroční změna v % (Zdroj: vlastní zpracování dat)

Tempo růstu cen v EU28 dokonce zpomalovalo rychleji (2%; 1,6%; 1,5%; 1%). Slabá poptávka ovlivnila celou Evropu – došlo ke snížení meziročního růstu cen. V některých zemích museli čelit i deflaci, například Řecko, Bulharsko, Kypr a Lotyšsko. (ČSÚ, 2014, s. 13)

Dále podle odhadů ČNB se průměrná inflace bude v letošním roce pohybovat kolem 1,2 % a v roce následujícím bude na hranici 2,6 %. Výsledkem statistických metod zjistíme, že inflace bude v dalším vývoji dosahovat hodnot pohybujících se kolem 2% inflačního cíle (obrázek č. 8).

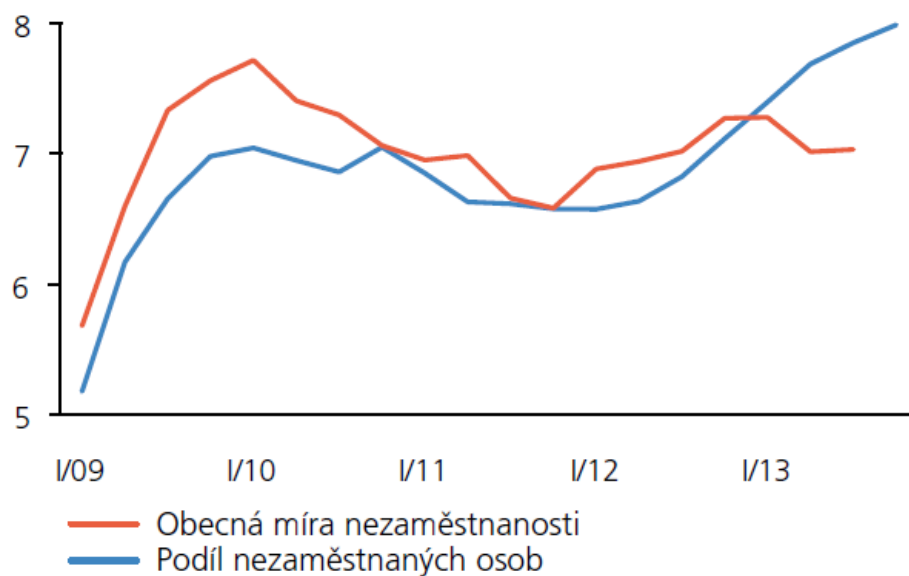


Obrázek 8: Vývoj a predikce inflace ČR. (Zdroj: vlastní propočty)

3.4 Trh práce

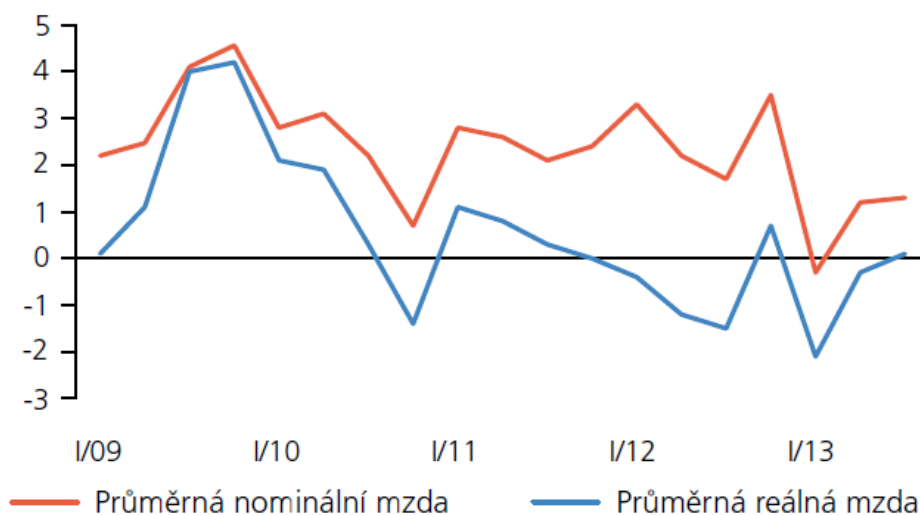
Trh práce meziročně posílil v roce 2013 o 0,9 % a byl tak třetí nejsilnější za dvě poslední dekády. Ve srovnání s předchozím rokem pracovalo méně lidí pouze v zemědělství a stavebnictví. Celková zaměstnanost stoupla v odvětví služeb a zpracovatelském průmyslu. Zajímavé bylo sledovat růst zaměstnanosti ve veřejných službách, neboť v předcházejících čtyřech letech roku 2013 vždy zaměstnanost v tomto sektoru meziročně klesala. Po shrnutí předchozí analýzy můžeme všeobecně říct, že počet zaměstnanců se oproti roku 2012 meziročně zvýšil o 1,6 %. (ČSÚ, 2014, s. 15)

ČSÚ uvádí podle měsíčních dat, že obecná míra nezaměstnanosti v roce 2013 se podle trendové křivky nepatrně snižovala, ale pokles byl zřejmý pouze v období únor až červen (ze 7,3 % na 6,7 %). Ve druhé polovině roku docházelo jen ke stagnaci ve výši 6,9 % až 7 %. Dále ČSÚ uvádí, že ubylo i počtu dlouhodobě nezaměstnaných osob. V posledním čtvrtletí roku 2013 se počet meziročně snížil o 12 tisíc na celkových 150,1 tisíc osob. Ale i tak dlouhodobě nezaměstnaní představují dvě pětiny z celkového počtu nezaměstnaných osob v české ekonomice. (ČSÚ, 2014, s. 16)



Obrázek 9: Ukazatele nezaměstnanosti v %, sezónně očištěné údaje. (Zdroj: ČNB, 2014)

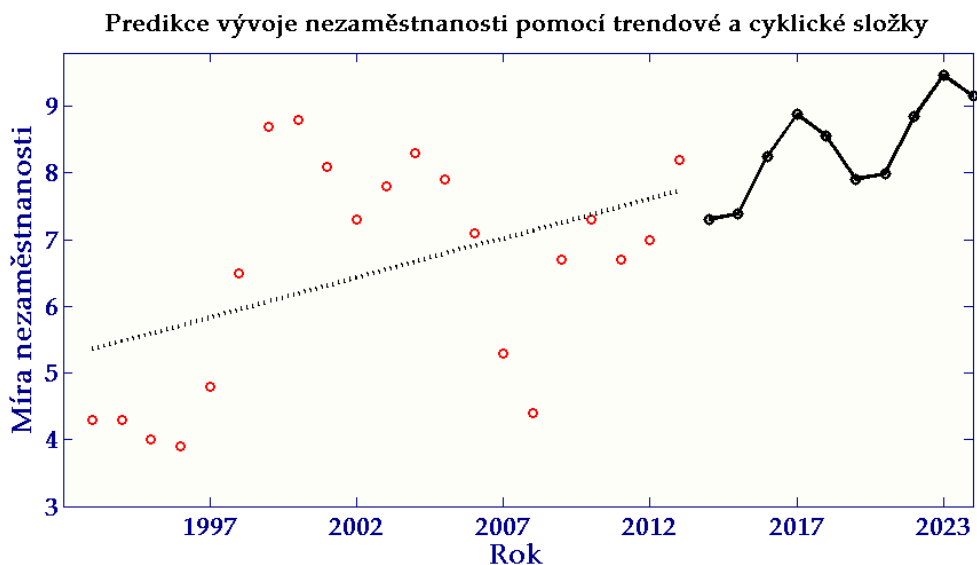
I nadále v roce 2013 pokračoval klesající trend reálné mzdy (obrázek č. 10), v nepodnikatelské sféře čtvrtým rokem a ve sféře podnikatelské druhým rokem. V součtu reálná mzda meziročně klesla o 1,3 % převážně díky stagnaci nominální průměrné měsíční mzdy. V roce 2013 poprvé v historii ČR došlo k poklesu průměrné nominální hrubé měsíční mzdy. (ČSÚ, 2014, s. 16)



Obrázek 10: Meziroční změna průměrné mzdy v %. (Zdroj: ČNB, 2014)

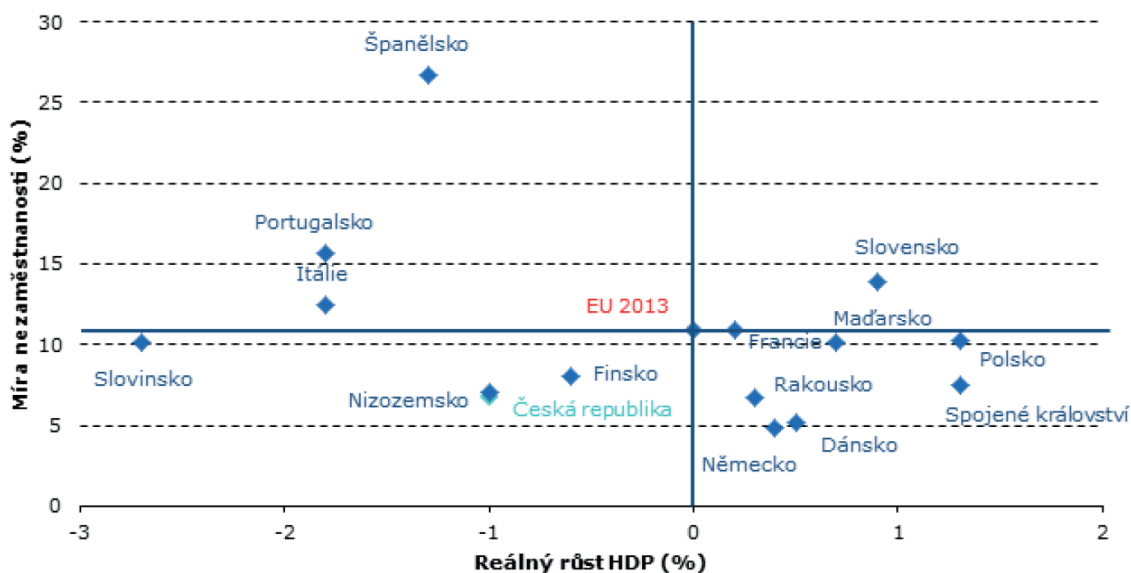
Oživování ekonomiky se projeví v roce 2014 zpožděním na trhu práce. Obecná míra nezaměstnanosti se podle ČNB mírně zvýší díky růstu pracovních sil na 7,5 % a začne klesat až v druhé polovině roku 2015 právě díky oživení ekonomiky a růstu zahraniční poptávky.

S využitím metod časových řad k odhadu budoucího vývoje české ekonomiky zjistíme, že i navzdory předpovědi ČNB nezaměstnanost neustále roste (obrázek č. 11)



Obrázek 11: Vývoj a predikce nezaměstnanosti ČR. (Zdroj: vlastní propočty)

ČR patří mezi státy, které mají nejnižší míry nezaměstnanosti (obrázek č. 12). Pokud nastane mírné oživení v západní Evropě, kam směřuje nejvíce českého exportu, může tento trend vést ke snižování míry nezaměstnanosti. (Česko MF, Strategie financování, 2013)



Poznámka: Data zveřejněná v říjnu 2013.
Zdroj: Eurostat a MF

Obrázek 12: Růst HDP a míra nezaměstnanosti ve vybraných zemích EU v roce 2013. (Zdroj: MF ČR, 2013)

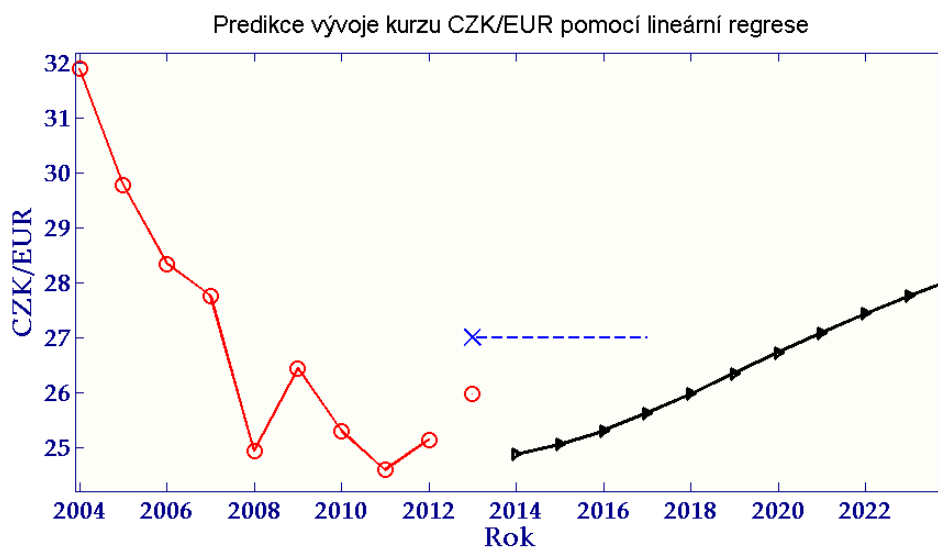
3.5 Měnové podmínky

Měnová intervence ČNB z listopadu 2013 měla oslabit kurz české koruny. Prvotním cílem bylo ale zabránit deflaci a tím poklesu cen v ekonomice. Další akce „*Posílení konkurenceschopnosti exportérů vlivem slabé koruny – jejich vyšší výnosy – vytváření většího počtu pracovních míst – zlepšení přírůstků mezd – růst spotřeby domácností – možnost zlepšení investic – dlouhodobý důchodový efekt v podobě vyššího růstu HDP*“ můžeme chápat jako snahu o řešení recese ekonomiky ČR. Je zapotřebí počítat i s tím, že některá očekávání provedené měnové intervence výše uvedené konstrukce nebudou splněna. To se ale z dat ekonomiky neukázalo. Díky dovozně-vývoznímu charakteru došlo k rychlejšímu růstu cen vývozců než dovozců, což vedlo k posílení zisků exportujících firem. Míra inflace spotřebitelských cen je nízká a výrobní ceny průmyslu nejsou ovlivňovány oslabenou korunou, ale poklesem cen energií. (ČSÚ, 2014, s. 18)

Podle bankovní statistiky nastal zvrat v nárůstu úvěrů poskytovaným rezidentům, zejména v cizích měnách. Měsíčně v průměru stoupaly cca o 15,5 %. Tento vývoj byl zaznamenán asi v srpnu 2013. Tato expanze postihuje hlavně dlouhodobé úvěry. Jelikož mají tyto dlouhodobé úvěry investiční charakter, lze vysoký podíl pokládat za počátek oživení české ekonomiky.

Prognóza centrální banky ČR rovněž zahrnuje stabilitu tržních úrokových sazeb na nynější nízké úrovni a setrvání kurzu koruny vůči euru na hladině 27 CZK/EUR až do počátku roku 2015. ČNB bude tento kurz udržovat za účelem uvolnění měnových podmínek a odvrácení rizika deflace a v neposlední řadě urychlení oživení ekonomiky i návratu inflace k cíli ČNB. Mělo by dojít tak k obnovení domácích inflačních tlaku a růstu mezd, které by měly být příčinou návratu do standardního režimu měnové politiky. Návrat ke standardní měnové politice však neposílí korunu, ale dojde k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin; tvrdí ČNB. Kvůli získání poznatku, na kterých proměnných závisí kurz, jsme nyní vypočítali korelační matice. Zjistili jsme, že vysokou zápornou korelací vykazují veličiny kurz-dluh a kurz-bilance (příloha č. 8). Predikci vývoje kurzu nám pomohla zkonstruovat získaná regresní funkce. Je třeba si uvědomit, že tato predikce se chová tak, jako by k zásahu ČNB nedošlo. Podle obrázku č. 13 vidíme, že euro by bylo nyní levnější a že i bez zásahu ČNB by se kurz vyšplhal na dnešní hodnotu 27 Kč za EUR. Modrá čára v tomto obrázku vyznačuje cílovou hodnotu ČNB. Podrobnější predi-

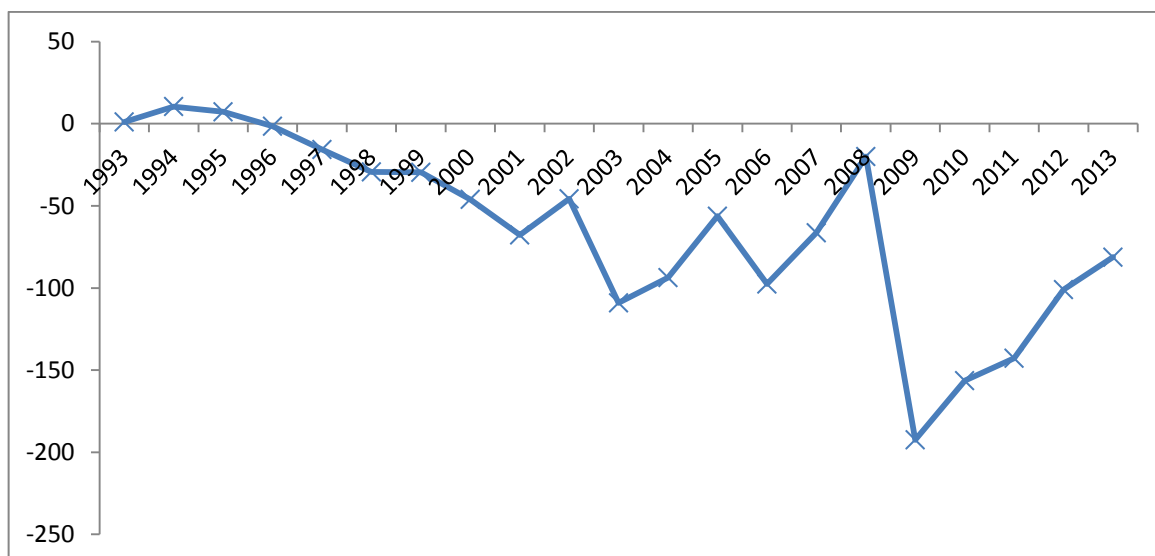
kovaný vývoj základních makroekonomických veličin a hodnot korelačních koeficientů je k nalezení jako příloha č. 7.



Obrázek 13: Predikce vývoje kurzu koruny vůči euru. (Zdroj: vlastní propočty)

3.6 Státní rozpočet

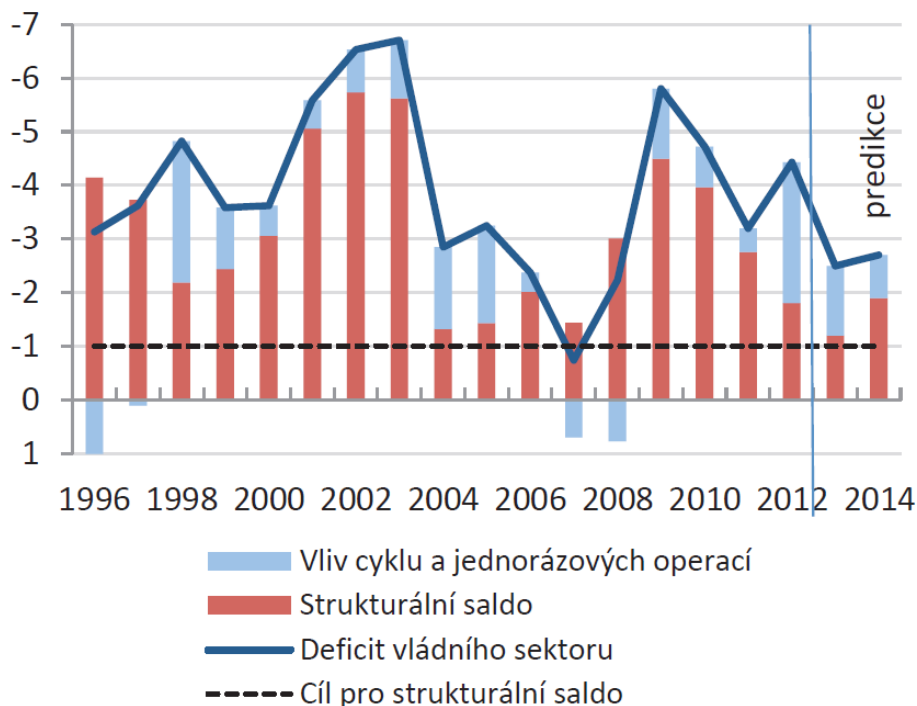
Jelikož tempo růstu výdajů SR předstihuje tempo růstu příjmů, ČR trvale hospodáří od roku 1996 se schodkovitým rozpočtem, jak můžeme vidět v následujícím obrázku č. 14.



Obrázek 14: Vývoj salda SR ČR. (Zdroj: MF ČR – státní závěrečné účty jednotlivých let, vlastní zpracování dat)

Jako většina státních schodků, i schodek v roce 2013 patří ke schodkům strukturálním. To znamená, že schodek SR je vytvořen politickým rozhodnutím. Pro strukturální saldo si ČR stanovila střednědobí cíl ve formě strukturálního deficitu ve výši 1 % HDP (Česko MF,

Informační brožura, 2014). Učinila tak na doporučení Evropské komise. Tento stanovený cíl ovšem ČR dlouhodobě nenaplňovala (obrázek č. 15), avšak podle předběžných odhadů MF ČR by měl strukturální deficit klesnout pod hranici 1 % za rok 2013.



Obrázek 15: Strukturální saldo SR ČR v % HDP. (Zdroj: MF ČR – Informační brožura)

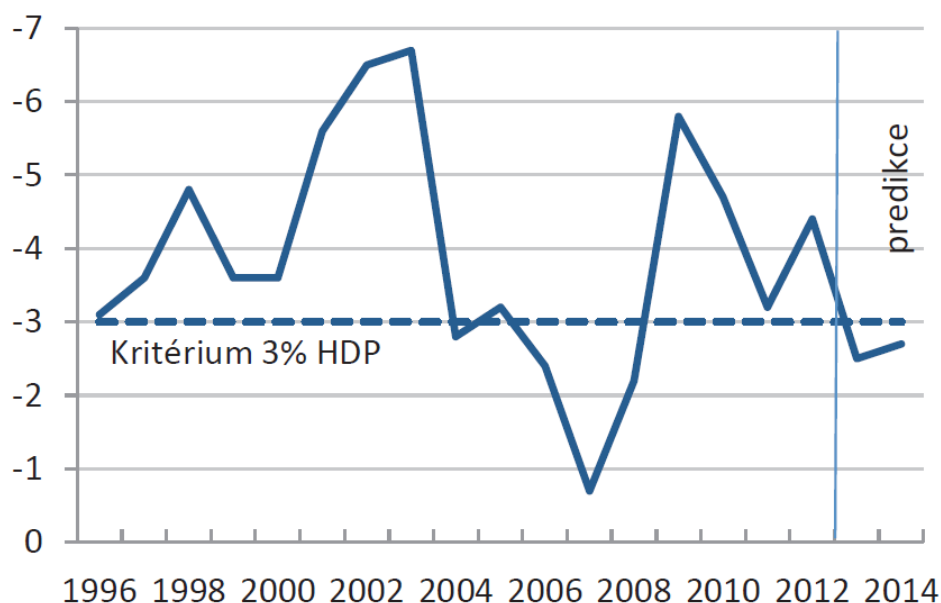
Deficitně hospodaří v ČR stát, obce a v posledních letech i kraje (Peková, 2011, s. 501). Neustálé deficity veřejných rozpočtů poté vedou jednak ke státnímu dluhu, ale také i k municipálnímu dluhu (Peková, 2011, str. 502). Deficit SR ČR neustále narůstá od poloviny 90. let, nicméně v posledních letech dochází k mírnému snižování. Snahou státu o snížení schodku SR v minulosti došlo k úsporným opatřením ve výdajích, především snižováním kapitálových výdajů včetně kapitálových dotací rozpočtům obcí. Restrikce těchto kapitálových výdajů má ale negativní důsledky jednak na realizaci investic veřejného sektoru, ale i na jeho další rozvoj. Paradoxem je, že ani tyto omezení nevedly k nějak velkému snížení deficitu SR. Příčinu vzniku deficitu SR můžeme vidět na straně příjmů v problémovém plnění veřejných příjmů, hlavně daňového výnosu a na straně výdajů v růstu mandatorních výdajů.

V roce 2013 vykazoval SR opět schodek, ve výši 81,3 mld. Kč. Oproti roku 2012 je nižší o 19,7 mld. a oproti plánovanému rozpočtovému schodku je rovněž nižší o 18,7 mld. Menší

schodek SR vznikl z důvodů vyšších příjmů a úspor ve výdajích (neinvestiční nákupy a investiční transfery SFDI).

Důležité je také sledovat schodek SR vůči vývoji HDP (obrázek č. 16), neboť podle Paktu stability a růstu by neměl být schodek vládního sektoru vyšší než 3 % HDP. Toto kritérium udržitelnosti veřejných financí je podmínkou pro přijetí za člena eurozóny.

Deficit SR ČR sice v posledních letech překračoval stanovenou hranici 3 % HDP (viz obrázek č. 16), nicméně v roce 2013 podle předběžných dat pod tuto hranici klesnul.



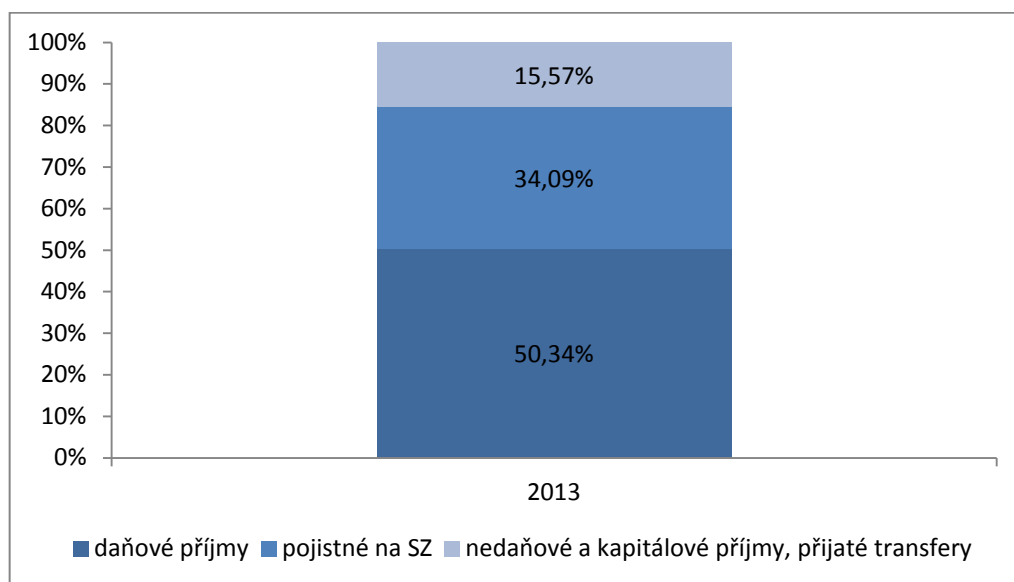
Obrázek 16: Deficit vládního sektoru v % HDP. (Zdroj: MF ČR – Státní rozpočet v kostce)

3.6.1 Příjmy SR ČR

Příjmy SR ČR jsou tvořeny především příjmy daňovými. Ve sledovaných letech 2006 až 2013 představují 50 % z celkových příjmů. Nejvýznamnějším příjmem z daní byla jednoznačně DPH. Jeví se jako stabilní příjem SR. Mezi roky 2007 a 2010 stát předpokládal zvýšení inkasa výběru daně z přidané hodnoty díky úpravě sazeb, ale globální hospodářská krize ovlivnila nákupy obyvatelstva, tudíž se v tomto období projevuje mírný propad. Dalšími důležitými příjmy v oblasti daňových příjmů jsou daně spotřební, daně z příjmů FO a PO. Naopak nejméně zajímavé jsou majetkové daně.

V roce 2013 nabyly celkové příjmy výše 1 091,9 mld. Kč s meziroční změnou 1,6 % (bez pojistného na SZ). Jejich největší část je tvořena daňovými příjmy (84% po započtení po-

jistného na SZ do daňových příjmů), zbytek tvoří příjmy nedaňové, kapitálové a přijaté transfery. Z celkové částky příjmů příslušelo na daňové příjmy 549,6 mld. Kč, na pojistné na SZ 372,2 mld. Kč a na nedaňové ostatní příjmy 170,1 mld. Kč. Jejich procentní podíl na celkových příjmech v roce 2013 znázorňuje následující obrázek č. 17.



Obrázek 17: Podíl jednotlivých složek příjmů na celkových příjmech v %. (Zdroj: MF ČR, vlastní zpracování dat)

Z tohoto obrázku č. 17 je rovněž patrné, že nejvíce se na celkových příjmech podílely příjmy daňové, jak již bylo zmíněno výše, přičemž největší úlohu zde hraje daň z přidané hodnoty. Inkaso DPH dosáhlo výše 220,0 mld. Kč. Meziročně tedy vzrostlo o 10,1%, na čemž se hlavně podílela novela zákona o DPH, která obě sazby daně z přidané hodnoty zvýšila o jeden procentní bod; na 15 a 21 %. Další významnou položkou daňových příjmů je inkaso spotřebních daní, které představovalo 136,4 mld. Kč s meziročním poklesem 2,3 %. Tento pokles byl způsobem především díky sníženému inkasu spotřební daně z minerálních olejů z důvodu klesající spotřeby motorového benzínu. Dále je příčinu možné spatřovat ve snížení inkasa spotřební daně z tabákových výrobků i navzdory tomu, že k 1.1.2013 přišlo ke zvýšení sazeb daně tabákových výrobků. Díky menšímu inkasu spotřební daně z minerálních olejů, DPFO a DPPO zůstal rozpočet daňových příjmů nenaplněn o 4,6 mld. Kč. Menší výběr DPFO byl způsoben nižší mírou růstu mezd a platů a u DPPO potom menší mírou zisku, než bylo očekáváno.

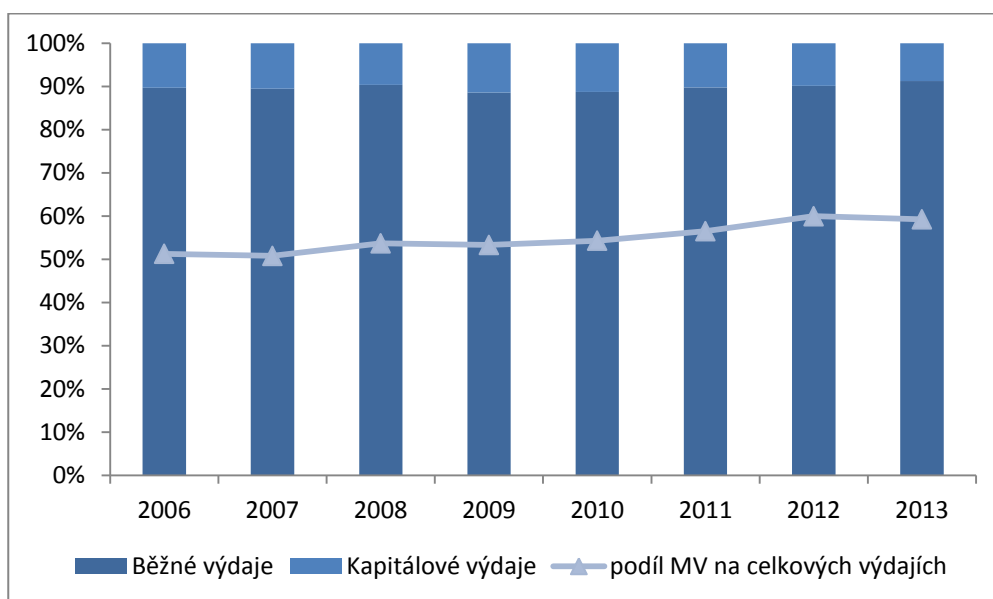
O něco menší podíl na celkových příjmech vykazuje pojistné na SZ; 34 %. Zde hraje největší roli důchodové pojištění, které se na pojistném na SZ a příspěvek na státní politiku

zaměstnanosti podílí ve výši 89 %. Od roku 2006 se tyto příjmy (pojistné na SZ) zvýšily o 11,5 %.

Nedaňové, kapitálové příjmy a přijaté transfery se ve sledovaném období roku 2006-2013 vyvíjely kolísavě. V roce 2013 však dosáhly výše 170,1 mld. Kč. Nejvíce byly ovlivněny příjmy z EU (meziročně vzrostly o 22 %).

3.6.2 Výdaje SR ČR

Výdaje SR jsou celkově převážně tvořeny výdaji běžnými (obrázek č. 18). Ve sledovaném období roku 2006-2013 si běžné výdaje držely podíl na výdajích celkových cca 90 %. V rámci běžných výdajů jsou každoročně vypláceny sociální dávky, jež zároveň tvoří největší podíl z těchto běžných výdajů (v roce 2013 činí tento podíl 46 %). Ty v roce 2013 dosahovaly 488,0 mld. Kč, což představuje 1,4% meziroční růst. Celkové výdaje dosáhly v roce 2013 1 173,1 mld. Kč. Meziročně vzrostly o 1,8 % díky vyšším neinvestičním transferům státním fondům, příspěvkovým apod. organizacím a také díky vyššímu čerpání sociálních dávek. Podíl celkových výdajů na HDP znázorňuje následující tabulka č. 4.



Pozn.: Mandatorní výdaje 2012 schválený rozpočet, 2013 návrh státního rozpočtu

Obrázek 18: Vývoj výdajů SR ČR. (Zdroj: MF ČR – závěrečné účty jednotlivých let, vlastní zpracování dat)

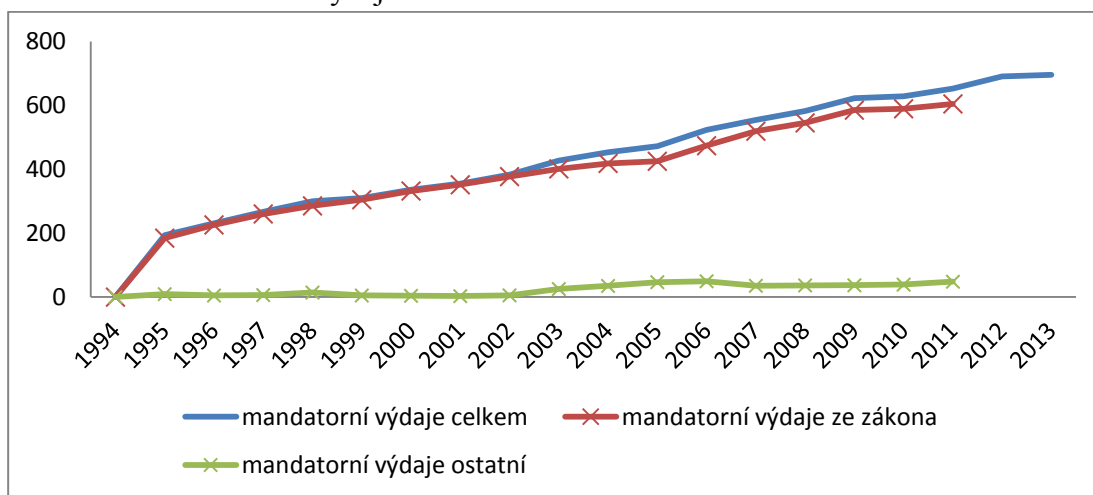
Tabulka 4: Vývoj podílu celkových výdajů na HDP v %. (Zdroj: ČSÚ a MF ČR, vlastní zpracování dat)

V mld. Kč	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
HDP b.c.	3352,6	3662,6	3848,4	3759,0	3790,9	3823,4	3845,9	3883,7
Výdaje SR	1020,6	1092,3	1083,9	1167,0	1156,8	1155,5	1152,4	1173,1
Podíl celkových výdajů na HDP v %	30,4	29,8	28,2	31,0	30,5	30,2	30,0	30,2

Všeobecně tedy můžeme říct, že běžné výdaje rostou díky růstu mandatorních výdajů (obrázek č. 19). Ty tvoří téměř 80 % všech výdajů SR ČR. Podíl mandatorních a quasi mandatorních výdajů ve SR ČR dosahuje cca 80 % příjmů a státu tak na financování rozvoje zbývá necelá 1/5 příjmů SR. (Česko Vláda, Mandatorní výdaje, 2014) Mandatorní výdaje tudíž brání financování vládních programů a fiskální politika tak ztrácí svou stabilizační funkci.

Neboť největší část výdajů tvoří právě ty, jež mají povahu mandatorních výdajů, můžeme cca 2/3 z celkových výdajů označit jako výdaje plynoucí obyvatelstvu. Tyto mandatorní výdaje od roku 1995 trvale stoupací (obrázek č. 19) a SR tak velmi zatěžují. Mandatorní výdaje můžeme rozdělit na dvě skupiny:

- vyplývající ze zákona;
- ostatní mandatorní výdaje.



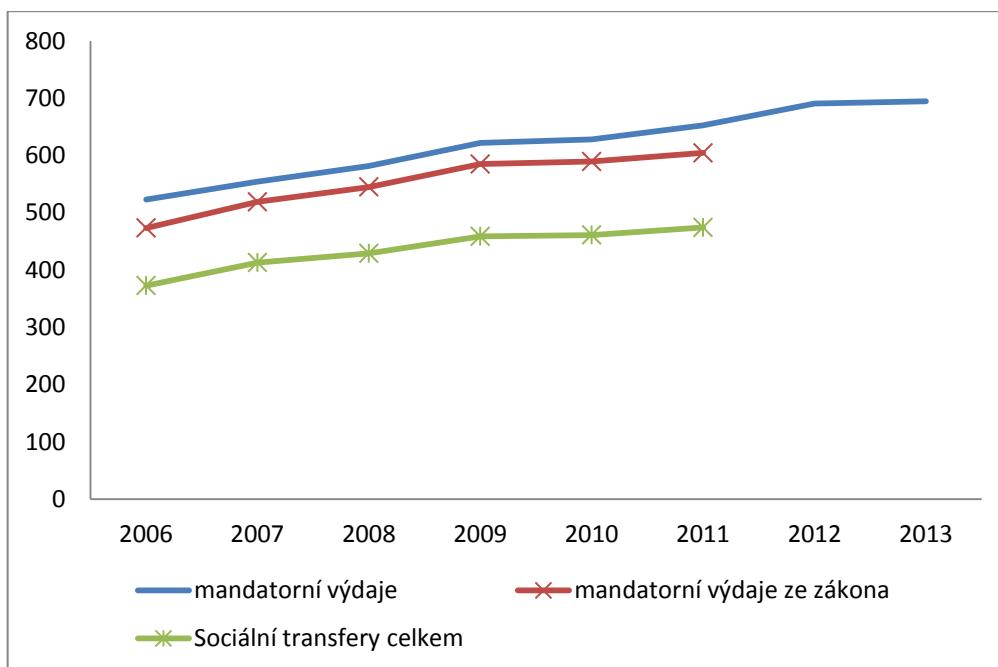
Pozn.: Mandatorní výdaje 2012 schválený rozpočet, 2013 návrh státního rozpočtu

Obrázek 19: Vývoj mandatorních výdajů ČR. (Zdroj: MF ČR – Státní závěrečné účty jednotlivých let, vlastní zpracování dat)

Mezi mandatorní výdaje vyplývající ze zákona můžeme zařadit například dávky důchodového pojištění, nemocenského pojištění, státní sociální podpory, sociální dávky, podpory v nezaměstnanosti, transfery na příspěvek na péči, státní příspěvek k penzijnímu pojištění, výdaje na dluhovou službu, příspěvek státu na podporu stavebního spoření, bezpečnost a ochrana zdraví při práci, aj.

Ostatními mandatorními výdaji se myslí mimo jiné státní podpora hypotéčního úvěrování, novomanželské půjčky, souhrnné pojištění vozidel, státní záruky a negarantované úvěry s.o. Správa železniční dopravy, transfery mezinárodním organizacím, odvody a příspěvky do rozpočtu EU apod.

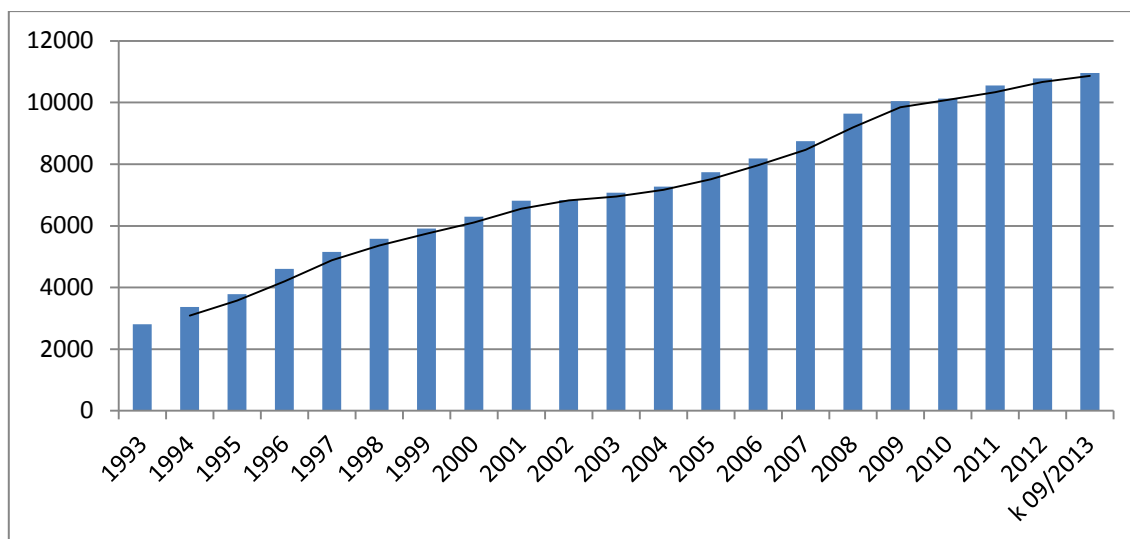
Vývoj mandatorních výdajů ve sledovaných letech 2006 až 2013 znázorňuje obrázek č. 20, který rovněž poukazuje na neustálé prohlubování těchto mandatorních výdajů, které vznikají díky vyššímu tempu růstů výdajů určených na sociální transfery. Z tohoto grafu č. můžeme také vidět, že sociální transfery kopírují vývoj mandatorních výdajů vyplácených ze zákona. Důvodem prohlubování sociálních transferů je mimo jiné schválený zákon o pomoci v hmotné nouzi, valorizace důchodů, zákon o existenčním minimu, schválení minimální mzdy 8 000 Kč, upravená částka DVZ nemocenského pojištění aj.



Pozn.: Mandatorní výdaje 2012 schválený rozpočet, 2013 návrh státního rozpočtu

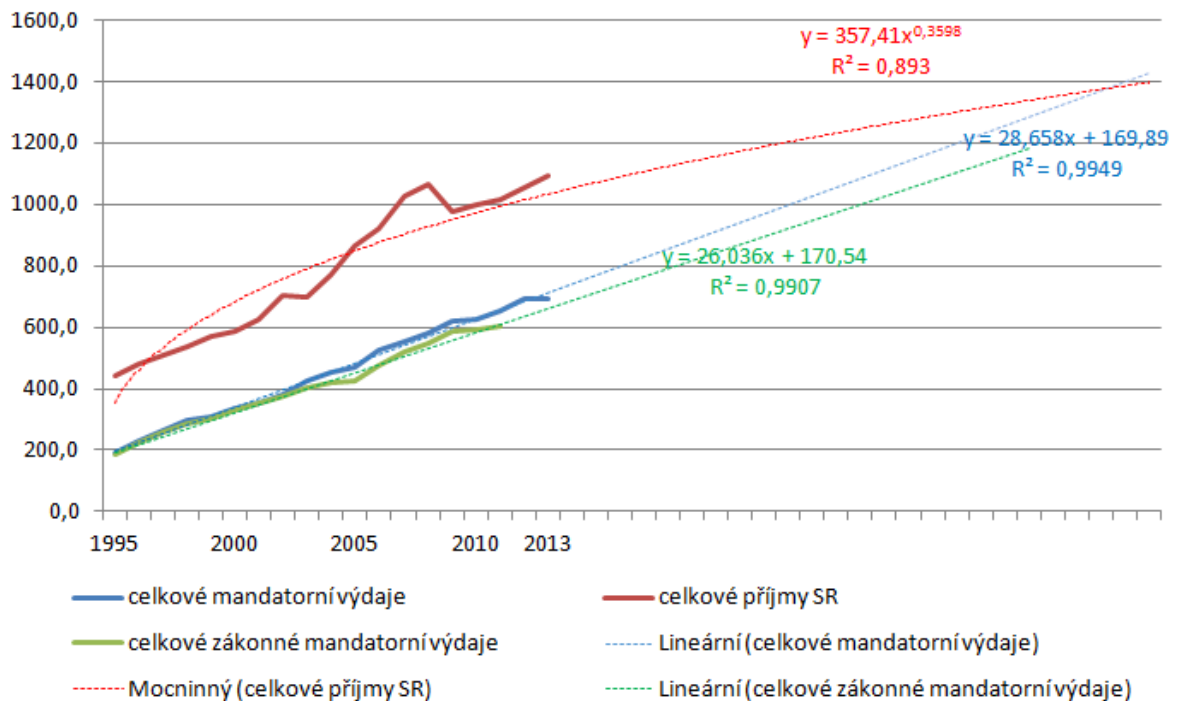
Obrázek 20: Vývoj celkových mandatorních výdajů a mandatorních výdajů ze zákona. (Zdroj: MF ČR – Státní závěrečné účty jednotlivých let, vlastní zpracování)

Na růst mandatorních výdajů působí rovněž míra inflace. V září roku 2013 zdůvodnil rostoucí mandatorní výdaje tehdejší premiér Jiří Rusnok právě stárnutím populace (Česko Vláda, 2013), neboť nejvíce rostoucí skupinou jsou právě starobní důchody. Mandatorní výdaje potom rostou díky valorizaci těchto starobních důchodů (obrázek č.21) a v posledních letech i růstu dluhové služby. Stárnutí populace znázorňuje příloha č. 1, která vyjadřuje klesající trend v počtu poplatníků pojistného na jednoho starobního důchodce.



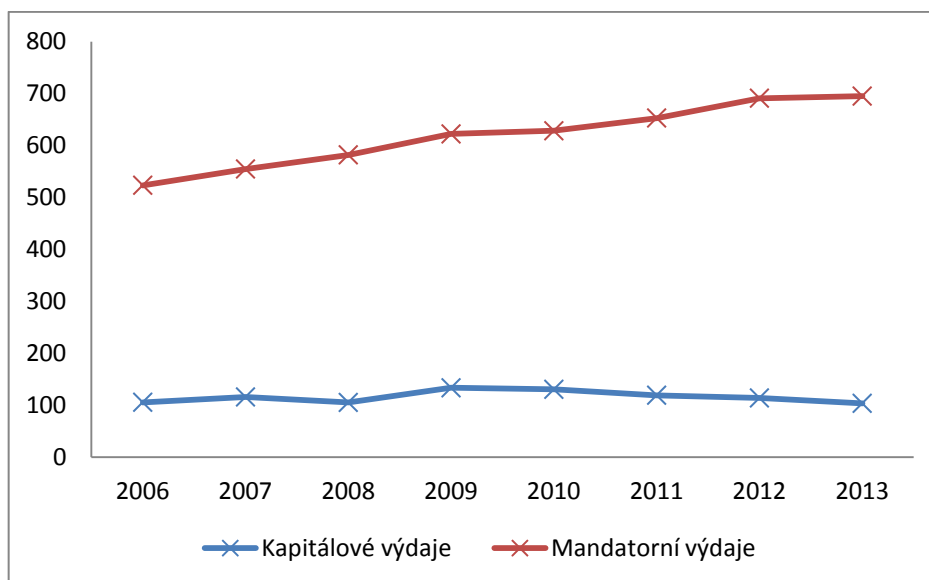
Obrázek 21: Vývoj průměrné výše vyplácených starobních důchodů v Kč vyrovnáno klouzavým průměrem. (Zdroj: ČSZZ – Statistická ročenka z oblasti důchodového pojištění za rok 2012, vlastní zpracování dat)

Ke snížení mandatorních výdajů Ministerstva práce a sociálních věcí schválila Vláda v roce 2010 úsporná opatření. Jednalo se o upravení porodného, pobírání rodičovského příspěvku, výši nemocenského. (MPSV, 2010) Dalšími reformami bylo prosazení spravedlivého poskytování sociálních příplatků snížením výše a zvýšením jejich transparentnosti a adresnosti. Hlavní prioritou bylo zavedení důchodové reformy, která má zajistit důchodovému systému dlouhodobou finanční stabilitu. (Česko Vláda, Programové prohlášení, 2007)



Obrázek 22: Udržitelnost vývoje celkových mandatorních výdajů SR ve vztahu k příjmům SR a predikce celkových zákonných mandatorních výdajů (v mld. Kč, odhad regresní analýzy. (Zdroj: MF ČR, vlastní zpracování dat a vlastní propočty)

Zde se také nabízí otázka, zda dokáže stát pro rostoucí trend celkových a zákonných mandatorních výdajů v budoucnosti (obrázek č. 22) zajistit dostatečně velký objem prostředků nebo bude muset neustále využívat deficit SR? Už podle obrázku č. 22 je jasné, že cca za 23 let hrozí, že celkové mandatorní výdaje přerostou nad příjmy SR. Rostoucí trend mandatorních výdajů je z dlouhodobého hlediska neudržitelný, neboť se také vyvíjí tlak na snižování ostatních výdajů SR, zvláště kapitálových (obrázek č. 23). Vývoj kapitálových výdajů SR byl v těchto letech 2006-2013 zhruba rovnoměrný a na celkových výdajích se podílel malou částí. V roce 2013 tvořily kapitálové výdaje 9 % celkových výdajů SR. Meziročně poklesly o 10,4 mld. Kč na hodnotu 103,2 mld. Kč. Na tento pokles přitom působily zejména investiční transfery SFDI, které byly o 11,2 mld. Kč pod úroveň roku 2012.



Pozn.: Mandaturní výdaje 2012 schválený rozpočet, 2013 návrh státního rozpočtu

Obrázek 23: Vývoj výdajů SR ČR. (Zdroj: MF ČR – Státní závěrečné účty jednotlivých let, vlastní zpracování dat)

Deficitně hospodaří nejenom ČR, ale i většina vyspělých zemí. Důsledkem tohoto je potom růst výdajů na dluhovou službu (tabulka č. 5) ve spojitosti s růstem státního dluhu a jeho umořováním (Peková, 2011, s. 126). Náklady na dluhovou službu čím dál více přispívají k celkovým výdajům státního rozpočtu. Jen v roce 2013 tvořily téměř 5 % z celkových výdajů. Současně také narůstá podíl dluhové služby na celkovém deficitu. V roce 2013 tvořily čisté výdaje na státní dluh cca 60 % celkového deficitu. (Česko MF, Informační brožura, 2014)

Tabulka 5: Vývoj podílu dluhové služby na celkovém deficitu SR. Podíl čistých výdajů státního dluhu na celkovém deficitu SR ČR. (Zdroj: MF ČR – Struktura a vývoj státního dluhu, Výpůjční požadavky a krytí státního dluhu; vlastní zpracování dat)

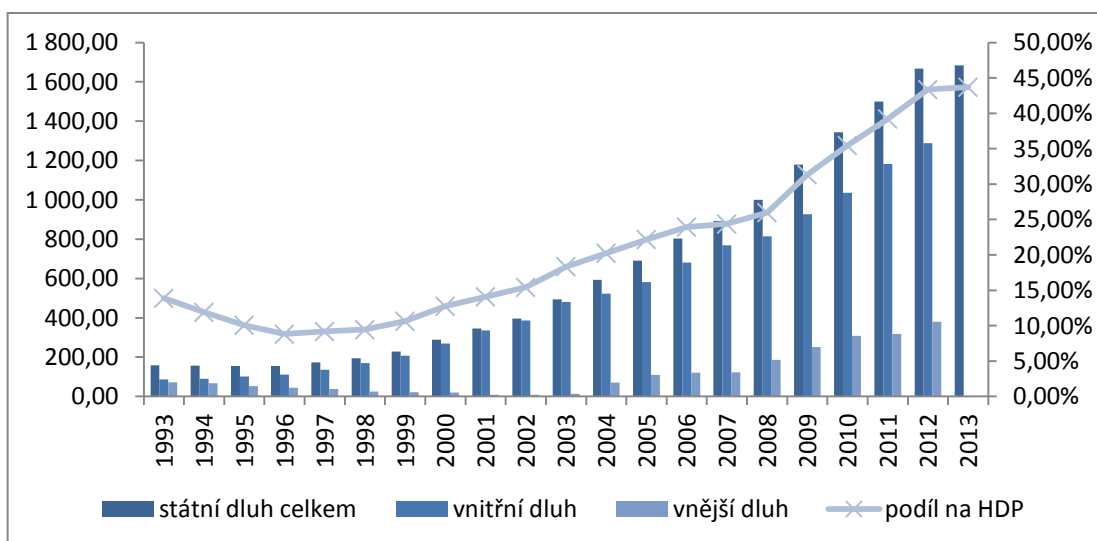
V mld. Kč	Celkové výdaje SR	Saldo SR	Státní dluh	Výdaje dluhové služby	Čisté výdaje na státní dluh	Podíl dluhové služby na celkovém deficitu SR	Podíl čistých výdajů státního dluhu na celkovém deficitu SR
2004	862,9	-93,68	592,90	26,8	26,76	28,61%	28,57%
2005	922,8	-56,34	691,20	25,4	25,33	45,08%	44,96%
2006	1020,6	-97,58	802,50	31,6	31,51	32,38%	32,29%

2007	1092,3	-66,39	892,30	34,1	33,98	51,36%	51,18%
2008	1083,9	-20,00	999,80	44,8	37,51	224,00%	187,55%
2009	1167	-192,39	1 178,20	53,1	44,12	27,60%	22,93%
2010	1156,8	-156,4	1 344,10	48,7	35,62	31,14%	22,77%
2011	1155,53	-142,77	1 499,40	55,6	44,97	38,94%	31,50%
2012	1152	-101	1 667,60	57,1	41,06	56,53%	40,65%
2013	1173,13	-81,26	1 683,30	x	50,45	x	62,08%

3.7 Státní dluh ČR

Státní dluh vzniká deficitním financování SR. Chronické státní dluhy považujeme za ekonomicky škodlivé, neboť vedou ke snížení ratingu státu. S tímto potom nastávají komplikace v prodražování nových vládních a firemních úvěrů. Zadlužení, které nabývá extrémních hodnot, spojené s ekonomickou recesí a odlivem zahraničního kapitálu, vede ke státnímu bankrotu.

Vývoj státního dluhu ČR ukazuje obrázek č. 24. Zneklidňující může být vývoj státního dluhu právě po roce 1997. Neustále se prohlubuje a jeho dynamika růstu se meziročně pohybuje v průměru kolem 13 %. Tento negativní vývoj je způsoben především opakovanými deficity SR ČR. Státní dluh v roce 2013 dosahoval výše 1 683,30 mld. Kč. Na každého Čecha tak připadá dluh přes 160 000 Kč (ČTK, 2014).

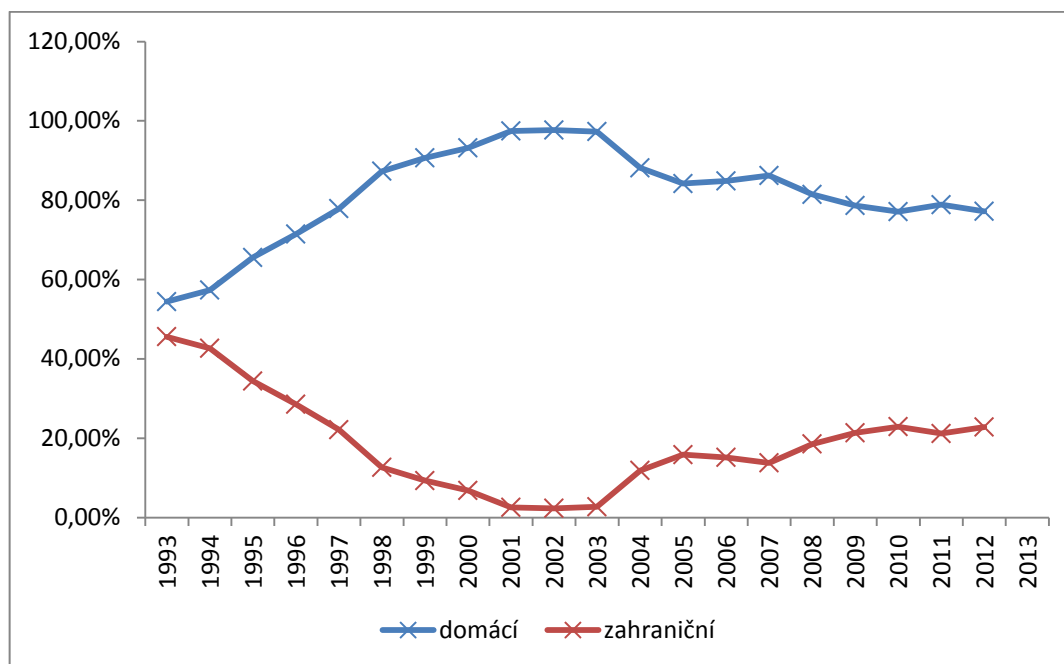


Obrázek 24: Struktura a vývoj státního dluhu ČR. (Zdroj: MF ČR – Struktura a vývoj státního dluhu, 2004, vlastní zpracování dat)

Podíl státního dluhu ČR na HDP rovněž neustále roste z důvodu světové hospodářské recese a zvýšené volatilitě na finančních trzích. Narůst podílu dluhu na HDP a trvalé rozpočtové deficity však působí na produkt, a to zejména snížením zásoby kapitálu. Rostoucí zásoba CP je potom absorbována kapitálovým trhem pouze při vyšší úrokové míře (Hamerníková a Maaytová, 2010, s. 257). V roce 2013 podíl státního dluhu na HDP dosahoval 43,7 %. V následujících letech 2014 až 2016 by mělo docházet k expanzivnější fiskální politice, která postupně podpoří oživení domácí ekonomiky (Česko MF, Strategie financování, 2013).

3.7.1 Struktura státního dluhu

Pokud se podíváme na strukturu státního dluhu (obrázek č. 25), vidíme, že převažuje dluh vnitřní, nicméně od roku 2004 ztrácí na významu a roste dluh vnější. S rostoucím vnějším dluhem mohou být však spojeny různé komplikace. Například vzniká břemeno dluhové služby, které představuje snížení spotřebních možností státu nebo má dopad na růst pasivního salda platební bilance.



Obrázek 25: Podíl vnitřního a vnějšího zadlužení na celkovém státním dluhu ČR.

(Zdroj: MF ČR – Struktura a vývoj státního dluhu, 2004, vlastní zpracování dat)

V podmínkách ČR je vnitřní státní dluh ČR kryt SPP, SDD, SSD a ostatními zdroji. V posledních letech ubývá krytí státního dluhu pomocí SPP a roste krytí prostřednictvím SDD. Podle tohoto můžeme jednoznačně říct, že roste podíl dlouhodobého dluhu. Od roku 2011 však dochází ke snížení SDD, neboť v tomto roce byly poprvé emitovány SSD, je-

jichž význam rok od roku roste. Použitím soukromých úspor ke krytí státního dluhu však dochází k omezení finančních prostředků na jiné účely. Financování tímto způsobem může být však dočasné, neboť dobrovolné či vynucené domácí úspory jsou omezené.

V roce 2013 dosahoval vnitřní státní dluh výše 1 288 mld. Kč, oproti předchozímu roku stoupl o 0,8 mld. Kč. Jedná se o nejmenší přírůstek od roku 1993.

Co se týče vnějšího státního dluhu ČR, je kryt příspěvím zahraničních emisí dluhopisů (eurobondy), půjčkami od EIB, směnkami a jinými úvěrovými nástroji. Zde nejdůležitější roli hraje od roku 2004 právě krytí státního dluhu pomocí eurobondů. Jejich podíl na celkovém zahraničním dluhu se neustále zvyšuje a nyní se pohybuje okolo 82 %. Využívání půjček ke krytí státního dluhu od EIB má postupný klesající trend a vydávané směnky zanedbatelnou hodnotu. V roce 2013 zahraniční dluh činil 395,2 mld. Kč, oproti předcházejícímu roku se zvýšil o 14,9 mld. Kč.

Podle ČNB v roce 2013 dosahoval zahraniční dluh výše 2 215 mld. Kč, představoval 57,1 % HDP. Dluh vůči zahraničí se jen v posledním čtvrtletí roku 2013 prohloubil o 250,2 mld. Kč, k čemuž přispělo zejména zadlužení bankovního sektoru. To bylo dáno především zvýšením krátkodobých pasiv bank, tj. navýšením krátkodobých vkladů přijatých od bank v zahraničí. Podíl zahraničního dluhu na celkovém zahraničím dluhu tudíž narostl na 27,2 %. (ČTK, 2014)

Skladba podle splatnosti

Podíl krátkodobého dluhu, tj. do splatnosti 1 roku postupně klesá. Tvoří méně než 20 %. Podrobnější přehled o vývoji skladby českého státního dluhu poskytuje tabulka uvedená jako příloha č. 2.

Faktem je, že relativně snadné prodloužení doby splatnosti státních dluhopisů má své hranice. To se prokázalo v dubnu 2008 při neúspěšných emisích patnáctiletých státních dluhopisů, neboť z nabízeného objemu 7 mld. Kč se nakonec podařilo umístit necelou polovinu. Díky této zkušenosti se vynucují emise dluhopisů s kratší durací a obnovuje se snaha o emisi eurobondů. (Dvořák, 2008, s. 106)

Skladba podle držitele

Rozhodující objem českého dluhu jsou v držbě domácích finančních institucí a pojišťoven (viz tabulka uvedená jako příloha č. 3). Zvyšuje se podíl dluhu drženého domácnostmi, neboť od roku 2011 se státní dluhopisy staly dostupnějšími i pro občany díky SSD.

3.7.2 Náklady státního dluhu

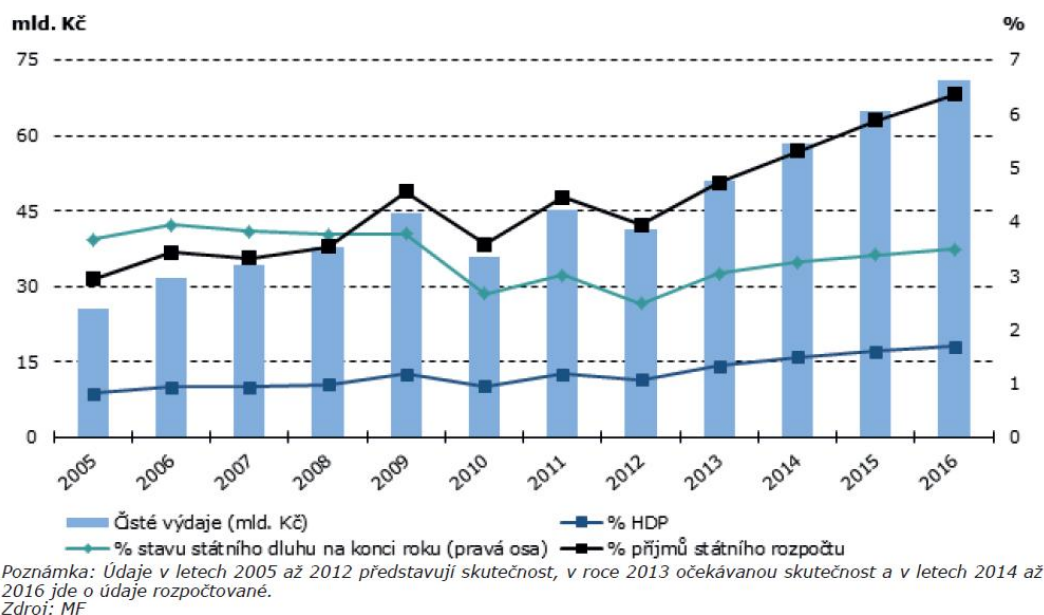
Úrokové náklady státního dluhu ČR se od roku 1996 do roku 2004 vyvíjejí s rostoucím trendem, ačkoliv ne tak dynamickým jako u samotného státního dluhu. K poklesu úrokových nákladů došlo v roce 2005 a to i navzdory zvýšení státního dluhu. Rostoucí trend nadále pokračuje od následujícího roku 2006 v důsledku finanční a ekonomické krize. K opětovnému poklesu nákladů došlo v roce 2010 díky významnému růstu premií a poklesu diskontů SDD. Pokles v roce 2012 je dán vysokými příjmy z premií SDD.

Úrokové náklady na dluh domácí až do roku 2004 rostou rychleji, než náklady na státní dluh celkem. Úrokové náklady na dluh zahraniční až do roku 2002 dynamicky klesaly (tabulka č. 6). K poklesu úrokových nákladů domácího dluhu a zvýšení úrokových nákladů dluhu zahraničního došlo v roce 2005, neboť úrokové výdaje souvisí právě s první a druhou emisí eurobondů. Od roku 2006 do roku 2013 úrokové náklady na vnější dluh klesaly pomaleji než na dluh vnitřní. (Česko MF, Náklady státního dluhu, 2004)

Tabulka 6: Úrokové náklady státního dluhu ČR. (Zdroj: MF ČR – Náklady státního dluhu, vlastní zpracování dat)

v mld. Kč	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Domácí dluh	10,74	9,74	9,41	11,6 9	15,6 4	17,2 8	15,2 1	16,8 1	16,5 4	18,3	20,9 2
zahraniční dluh	4,32	3,94	3,85	2,35	1,95	1,27	0,9	0,57	0,45	0,33	0,41
výdaje na státní dluh	15,07	13,6 8	13,2 7	14,0 4	17,5 9	18,5 4	16,1	17,3 8	16,9 9	18,6 3	21,3 3
v mld. Kč	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
Domácí dluh	26,07	22,9 5	28,1 7	29,5	31,6 8	35,3 4	25,3 4	34,2 5	30,7 4	37,0 4	
zahraniční dluh	0,69	2,38	3,34	4,48	5,89	9,02	10,3 6	10,7 3	10,3 3	13,5 3	
výdaje na státní dluh	26,76	25,3 3	31,5 1	33,9 8	37,5 1	44,1 2	35,6 2	44,9 7	41,0 6	50,4 5	

Ačkoliv čisté výdaje na obsluhu státního dluhu mají rostoucí trend (obrázek č. 26), podíl těchto výdajů na státním dluhu klesá. To znamená, že státní dluh roste rychleji než čisté výdaje díky snižování úrokových sazeb a optimalizaci řízení dluhového portfolia.



Obrázek 26: Vývoj čistých výdajů na obsluhu státního dluhu. (Zdroj: MF ČR – Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2014)

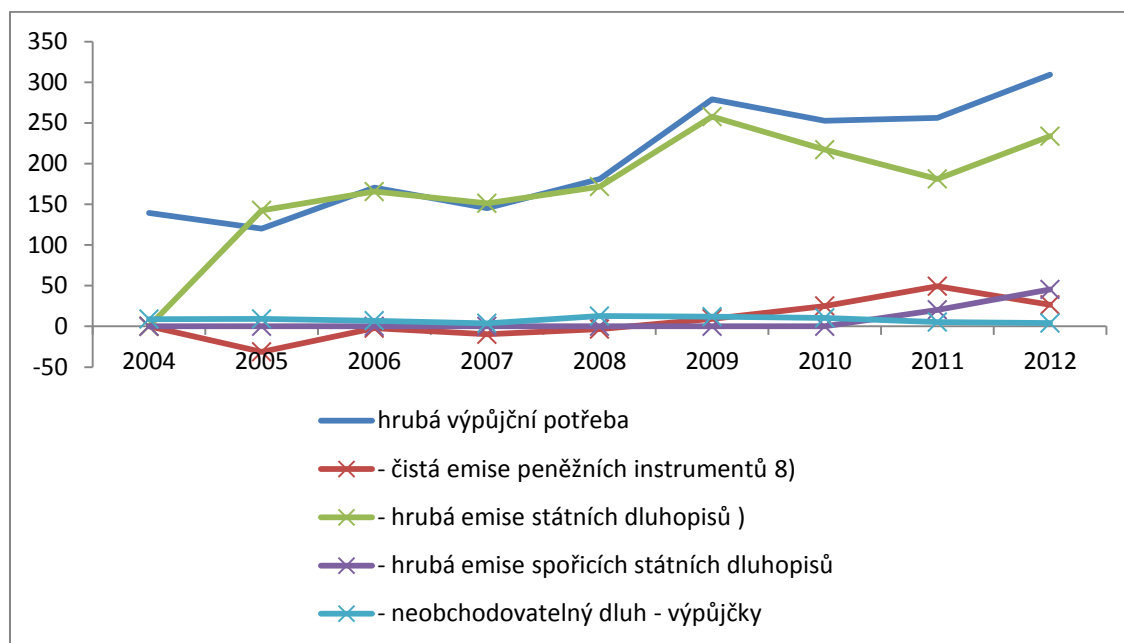
Z podílu úrokových plateb na HDP znázorněný v následující tabulce č. 7 vyplývá, že dosa-
vadní růst státního dluhu neohrožoval stabilitu SR. V mezinárodním srovnání je nízký.

Tabulka 7: Podíl úroků na HDP vyjádřený v %. (Zdroj: MF ČR – Závěrečný účet
kapitoly 396 Státní dluh za rok 2012, vlastní zpracování dat)

v mld. Kč	2008	2009	2010	2011	2012
čisté výdaje na státní dluh	37,7	44,5	35,8	45,1	41,4
z toho: úroky	37,5	44,1	35,6	45	41,1
podíl úroků na HDP %	0,97	1,17	0,94	1,17	1,07

Hrubá výpůjční potřeba vlády je de facto čistá výpůjční potřeba, které je rozšířená o splátky a odkupy státních dluhopisů, které jsou splatné v daném roce. Dále je tvořena splátky půjček EIB, zpětnými odkupy a výměny státních dluhopisů, jež jsou splatné v dalších letech a rovněž sem patří přecenění rezerv financování.

Hrubá výpůjční potřeba má v delším časovém období rostoucí charakter (obrázek č. 27) díky rostoucím potřebám splátek a odkupů státních dluhopisů splatných v daném roce. Tento fakt plyne z toho, že se neustále zvětšují hrubé emise státních dluhopisů a SSD. Naopak klesá čistá emise peněžních instrumentů a podíl neobchodovatelného dluhu.

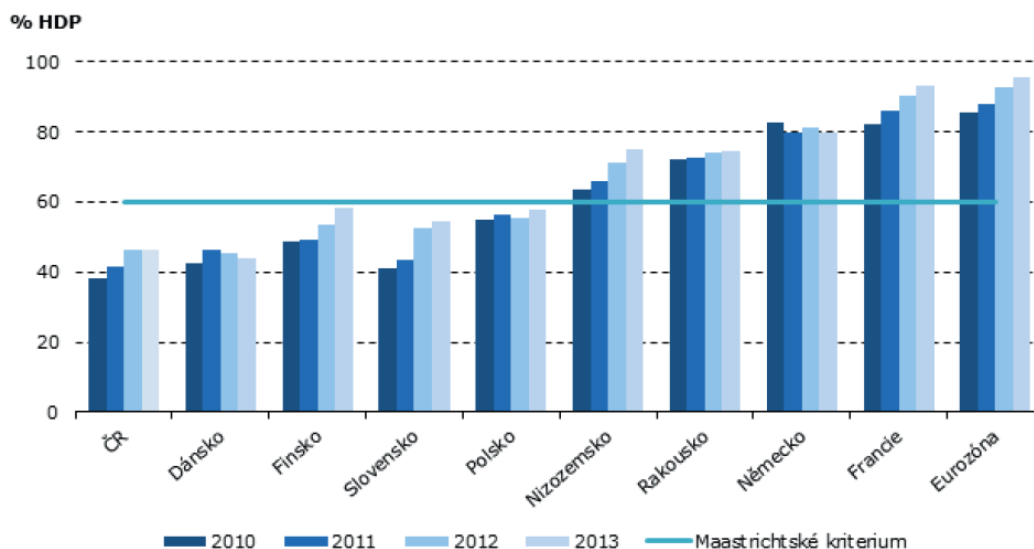


Obrázek 27: Vývoj hrubé výpůjční potřeby a jejich složek. (Zdroj: MF ČR - Výpůjční požadavky a krytí státního dluhu ČR, vlastní zpracování dat)

Potřeba financování je pro rok 2014 plánovaná ve výši 398,5 mld. Kč. Plánovaná hrubá výpůjční potřeba bude činit v roce 2014 350,1 až 400,1 mld. Kč, v závislosti na míře zapojení rezervy. Z programu Financování a řízení státního dluhu na rok 2014 plyne plán hrubé emise SDD na domácím i zahraničním trhu ve výši 239,2 mld. Kč, z čehož zahraniční emise bude činit maximálně 25 % z roční hrubé výpůjční potřeby. Absolutní výše SPP v oběhu by se měla během roku 2014 udržovat na úrovni 100 až 120 mld. Kč.

3.7.3 Mezinárodní srovnání státního dluhu

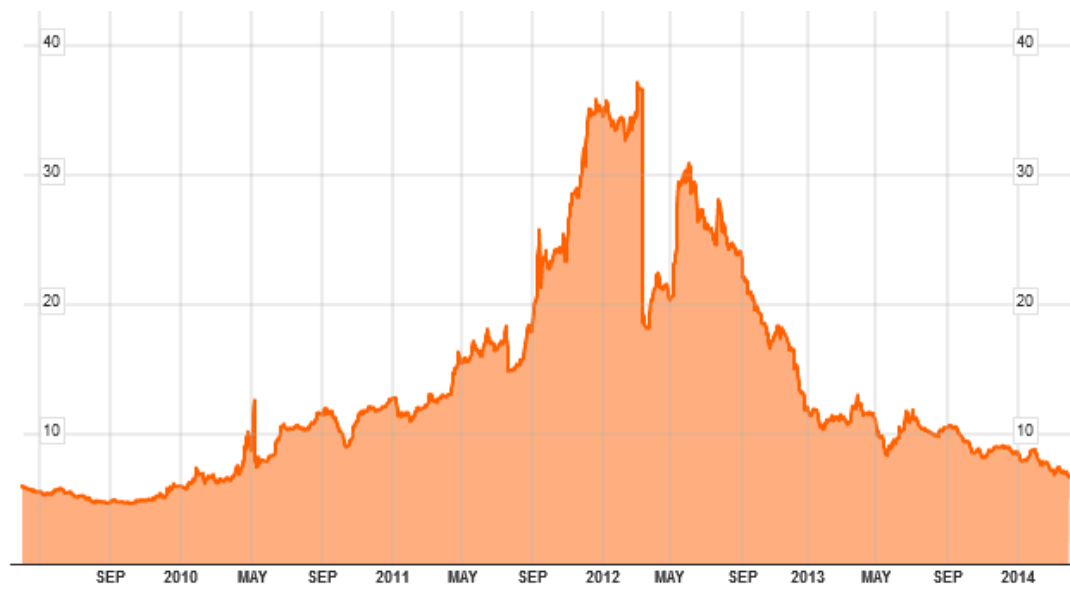
ČR má v porovnání s okolními zeměmi relativně nízký, ale prudce se zvyšující státní dluh. V mezinárodním srovnání se ČR řadí mezi země EU s jedním z nejnižších zadlužení vládního sektoru. Tuto pozici znázorňuje následující obrázek č. 28 včetně maastrichtského kritéria, které je součástí podmínek pro členy EU při vstupu do společné měnové unie. Výše podílu dluhu sektoru vládních institucí na HDP by neměla překročit 60 %. ČR se sice podílem vládního dluhu k HDP nachází pod hranicí 60 %, ale trvale se k ní přibližuje.



Obrázek 28: Dluh vládního sektoru ve vybraných zemích EU (ESA95). (Zdroj: MF ČR – Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2014)

K nejzadluženějším zemím světa patří bezpochyby Řecko a Itálie, jejichž státní dluh překračuje 100 % HDP. To znamená, že musí ročně platit více než 4 % HDP na úrocích.

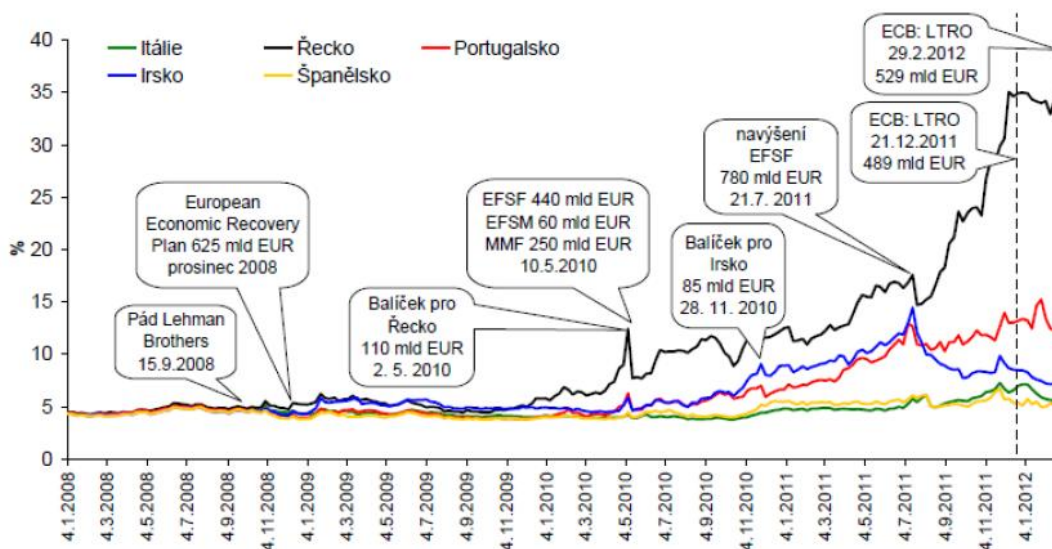
K předlužení Řecka došlo na jaře roku 2010, kdy deficit SR překročil 14 % HDP a státní dluh 120 % HDP. To spustilo vlnu pochybností o schopnosti Řecka hradit své závazky včas, absolutní ztrátě důvěry investorů a snížení úvěrové spolehlivosti mezinárodními ratingovými agenturami. V důsledku tohoto dění se úroky ze státního dluhu během tří měsíců vyšplhaly až na trojnásobek původní hodnoty; z cca 4 % na 14 % (viz obrázek č. 29). Řecko se najednou ocitlo na pokraji bankrotu, kterému chtělo předejít žádostí o pomoc MMF a ostatních členů Eurozóny. V květnu roku 2010 EU a IMF poskytly Řecku úvěr ve výši 110 mld. EUR, avšak podmínkou pro udělení záchranného úvěru bylo přijetí řady reforem (propouštění části státních zaměstnanců, zmrazení investic do infrastruktury, snížení důchodů, apod.) a snížení rozpočtového schodku. Řecku se ale dluhovou krizí nepodařilo zastavit. Její pokračování probíhalo i v následujícím roce 2011. Počátkem roku 2012 se politici Řecka dohodli na škrtech a přijali druhý záchranný úvěr ve výši 130 mld. EUR. Ten měl pomoci Řecku snížit státní dluh v roce 2020 na 117 % HDP, tj. pod úroveň 120 % HDP, která je označená jako udržitelná.



Obrázek 29: Úročení 10letých řeckých státních dluhopisů. (Zdroj: Bloomberg, 2014)

Přestože se ECB snažila postiženým zemím dluhovou krizí záchrannými balíčky pomoci, účinky se nedostavily. Balíčky měly na úrokové sazby dluhopisů pouze krátkodobé dopady (obrázek č. 30), tudíž ve vybraných zemích i nadále přetrvávají vysoké náklady na půjčování a ohrožují tak i bankovní sektor. (Salvetová a Vavřínová, 2013, s. 42)

Vývoj výnosů 10Y vládních dluhopisů



Obrázek 30: Vývoj úrokových sazeb 10letých státních dluhopisů v zemích PIIGS. (Zdroj: Singer, 2012)

V lednu 2014 se dokonce objevil názor, že země eurozóny, kterým hrozí bankrot, by měly nejdříve zavést jednorázovou daň z majetku. S tímto návrhem přišla právě německá CB Deutsche Bundesbank. (Bundesbanka, 2014)

Tato jednorázová daň by ale byla spojena s řadou nepříjemných situací. Její výběr by byl navíc příliš komplikovaný. Proto by tento přístup měl být použit pouze v příliš kritických případech.

3.7.4 Řízení státního dluhu

Jak bylo již zmíněno v kapitole č. 2.2 Struktura českého státního dluhu, ČR využívá k řízení státního dluhu jednak státní dluhopisy, ale také repo operace, derivátové operace a v neposlední řadě úvěry státu. Následující kapitoly budou věnovány analýze státních dluhopisů.

Schodek SR, prostřednictvím úpisu státních dluhopisů, může stát financovat za pomoci domácích i zahraničních finančních trhů. Na domácím trhu si stát půjčuje peněžní prostředky emisí státních dluhopisů, které jsou vydány v domácí měně, zatímco proces půjčování peněžních prostředků na zahraničním trhu probíhá vydáním dluhopisů v zahraniční měně.

4 STÁTNÍ DLUHOPISY

Státní dluhopisy mají za úlohu především pokrýt deficit státního rozpočtu. Ale existují i jiné důvody, jako je například sanace škod přírodních katastrof. Pro investory jsou dluhopisy vyspělých států zajímavou investicí, neboť jejich riziko nesplacení je velmi nízké. Je ale s nimi spojeno tržní riziko, protože se jejich cena mění v závislosti na aktuálním vývoji ekonomiky.

Po událostech minulých let již můžeme říct, že ani investice do dluhopisů nejsou bezpečné. Jak již víme, s nákupem státních dluhopisů jsou spojeny tři rizika; úrokové, kreditní a likvidní. Právě země PIGS (Portugalsko, Irsko, Řecko, Španělsko) se staly obětí kreditního rizika. Následně v tomto scénáři pokračovaly země Belgie a Itálie. (Stuchlík, 2010)

ČR v roce 2013 emitovala státní dluhopisy, převážně ke krytí schodku SR, v částkách znázorněných na následujícím obrázku č. 31.

Tabulka 1: Program financování v roce 2013

UKAZATEL	Vyhlášený cíl pro rok 2013 ¹	Stav k 31. 12. 2013
Zahraněční emisní činnost	Max. 40,0 % roční hrubé výpůjční potřeby 0,0 až 48,3 mld. Kč ²	0,0 % 0,0 mld. Kč
Hrubá emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů³	96,7 až 170,7 mld. Kč	145,6 mld. Kč
Hrubá emise retailových dluhopisů⁴	30,0 až 40,0 mld. Kč	39,1 mld. Kč
Čistá emise instrumentů peněžního trhu	-80,0 až -50,0 mld. Kč	-68,2 mld. Kč
Hrubá emise instrumentů peněžního trhu	109,1 až 139,1 mld. Kč ⁵	120,9 mld. Kč
Úvěry od Evropské investiční banky	0,0 až 4,0 mld. Kč	4,3 mld. Kč

¹ Revidovaný program financování k datu 30. 6. 2013.

² V metodice platné pro rok 2013.

³ Včetně přímých podejů z vlastního portfolia na sekundárním trhu a investičních operací Ministerstva.

⁴ Včetně reinvestice výnosů v celkové jmenovité hodnotě 292,0 mil. Kč.

⁵ Bez emisí státních pokladničních poukázek vydaných a splatných v rámci příslušného období.

Zdroj: MF

Obrázek 31: Program financování v roce 2013. (Zdroj: MF ČR – Čtvrtletní informace o řízení dluhového portfolia prosinec 2013)

Emise státních dluhopisů v ČR vychází ze zákona č. 190/2004 Sb., o dluhopisech. V tomto zákoně jsou mimo jiné stanoveny náležitosti dluhopisů, jejich emisní podmínky, je zde upraveno také vydání dluhopisů, výnosy dluhopisů, a popsány zvláštní druhy dluhopisů. (Česko MF, Zákon č. 190/2004 Sb.)

Emitentem státních dluhopisů je podle tohoto zákona ČR, kterou zastupuje MF. V tuzemsku jsou vydávány ČNB, v zahraničí prostřednictvím obchodníka s CP, který je k této činnosti v daném státě oprávněn a ministerstvo s ním uzavře smlouvu o obstarání vydání dluhopisů. V rámci státního dluhopisového programu ČR lze vydávat emise dluho-

pisů s odlišnými emisními podmínkami, proto k financování státního dluhu ČR můžeme rozlišit následující státní dluhopisy:

- státní pokladniční poukázky;
- střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy;
- spořicí státní dluhopisy.

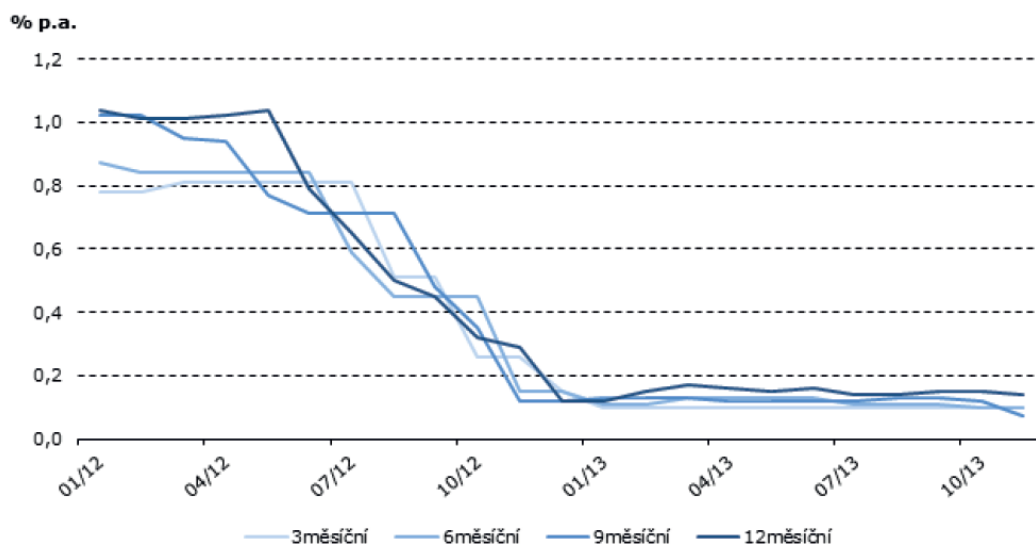
4.1 Druhy státních dluhopisů

4.1.1 Státní pokladniční poukázky

Státní pokladniční poukázky, někdy označovány jako treasury bills, můžeme definovat jako krátkodobé dluhopisy (splatnost do 1 roku), které jsou prodávány na peněžním trhu za účelem krytí krátkodobého nesouladu vzniklého mezi příjmy a výdaji SR. Jejich první emise byla na českém trhu uskutečněna dne 4. ledna 1993. MF ČR charakterizuje vydávané SPP v několika následujících bodech: (Česko MF, Finanční nástroje, 2005)

- zaknihované CP;
- vydávané bez kupónů;
- prodávány holandskou aukcí (uniform price auction) a za nižší cenu než jmenovitá hodnota;
- prodávány jen členům skupiny primárních dealerů státních dluhopisů v ČR;
- vydávány ve splatnostech 13, 26, 39 a 52 týdnů;
- výnos do splatnosti se vypočítá podle ACT/360;
- jmenovitá hodnota činí 1 000 000 Kč;
- majitele eviduje ČNB;
- prostřednictvím MF a ČNB jsou vyhlášeny aukce SPP;
- jsou používány jako kolaterál při realizaci řízení likvidity státní pokladny.

Aukční výnosy SPP (viz. obrázek č. 32) oscilovaly v roce 2013 pod úrovní 0,2 %. Ačkoliv během roku 2013 docházelo k jevům, kdy SPP delší splatnosti vykazovaly nižší výnos než SPP s kratší dobou do splatnosti, jejich celkový průměrný aukční výnos činil 0,13 %. To je o 0,48 p.b. méně než v předchozím roce 2012. (Česko MF, Strategie financování, 2013)



Obrázek 32: Vývoj výnosu aukcí SPP (Zdroj: ČNB – Strategie financování a řízení státního dluhu ČR 2014)

4.1.2 Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy

K financování dlouhodobého státního dluhu slouží ČR státní dluhopisy se splatností delší než 1 rok, tj. treasury notes (splatnost 1-10 let) a treasury bonds (splatnost nad 10 let). Jsou zastoupeny na kapitálovém trhu, kde se prvně objevily 18. března 1993. Pro tyto SDD jsou typické znaky (Česko MF, Finanční nástroje, 2005):

- zaknihované CP;
- jmenovitá hodnota činí 10 000 Kč;
- doba splatnosti se pohybuje od 3 let výše;
- úročené fixně i variabilně;
- v den splatnosti je provedena splátka jmenovité hodnoty;
- alikvótní úrokový výnos se počítá podle 30E/360, ACT/360 nebo ACT/ACT ICMA;
- evidenci provádí Centrální depozitář CP a.s.;
- prodávány pouze členům primárních dealerů v primárních aukcích;
- na sekundárních trzích probíhá zpětný odkup nebo realizované přímé prodeje;
- v den aukce se prodávají minimálně dva dluhopisy, které mají různé charakteristiky;
- jsou využívány jako kolaterál při zápůjční facilitě repo operací.

V roce 2013 bylo nejvíce emitováno SDD. Jejich podíl na celkově emitovaných dluhopisech činil v každém měsíci cca 85 %.

Prostřednictvím hrubé emise SSD na domácím trhu bylo financováno 63,1 % původně plánované výpůjční potřeby. Na domácím trhu SDD bylo v roce 2013 uskutečněno 40 pri-

márních aukcí v celkové jmenovité hodnotě 136,1 mld. Kč. SDD byly vydávány fixně (79 %) i variabilně úročené (21 %). Aby bylo dodrženo refinanční riziko státu, byly v primárních aukcích tyto státní dluhopisy vydávány s různou dobou splatnosti. Největší podíl (53,8 %) činí dluhopisy se splatností 6 až 10 let. Další významnou složku tvoří dluhopisy se splatností nad 15 let (10,6 %). Primární aukce zaznamenaly u fixně úročených SDD dluhopisů v roce 2013 oproti roku 2012 pokles průměrného výnosu o 0,7 p.b. (1,7 %).

Co se týče přímých prodejů SDD prostřednictvím sekundárního trhu, byly v roce 2013 SDD prodány celkem v hodnotě 5,0 mld. Kč, v rámci investičních operací správy finančních aktiv na jaderném portfoliu v hodnotě 4,5 mld. Kč. (Česko MF, Strategie financování, 2013)

4.1.3 Státní spořicí dluhopisy

Opakem SDD realizovaných na kapitálovém trhu jsou spořicí státní dluhopisy, jež jsou veřejně neobchodovatelné. První nabídka těchto dluhopisů drobným investorům, zejména občanům ČR, byla realizována dne 11. listopadu 2011. Jejich zavedení zdůvodnil tehdejší ministr financí Miroslav Kalousek následovně: „*Chceme domácnostem nabídnout stejně výhodnou investiční příležitost, jaké se dostává velkým finančním skupinám a bankám. Jedním z cílů je také spojit hospodaření státu s majetkem občanů, což zvýší tlak a odpovědné chování politiků.*“ (České dluhopisy, 2011) Hlavní znaky lze shrnout do následujících několika bodů (Česko MF, Finanční nástroje, 2005):

- zaknihované CP s omezenou nebo vyloučenou převoditelností;
- úročeny fixně i variabilně;
- jmenovitá hodnota činí 1 Kč;
- splatnost je stanovena od 1 roku a výše;
- neobchodovatelné na regulovaném trhu;
- k datu splatnosti je splacena jmenovitá hodnota;
- poměrný výnos je vypočten podle ACT/ACT;
- evidovány u MF v samostatné evidenci;
- prodávány skrze smluvní distributory a elektronického přístupu ke správě majetkového účtu;
- emise je oznámena na internetových stránkách MF;
- existuje více druhů.

Pomocí hrubé emise SSD bylo v roce 2013 v celkové jmenovité hodnotě 39,1 mld. Kč financováno 12,6 % skutečné hrubé výpůjční potřeby vlády.

Druhy státních spořicíh dluhopisů

Tyto dluhopisy představují konzervativní způsob spoření, neboť se jeví jako nejbezpečnější vzhledem k tomu, že výnos a splacení dlužné částky jsou garantovány státem. Investor může do těchto typů dluhopisů investovat libovolnou částku, neboť všechny typy spořicíh státních dluhopisů mají jmenovitou hodnotu ve výši 1 Kč. Navíc pořízení není spojeno s žádným poplatkem, hradí se pouze pořizovací cena dluhopisů. (Česko MF, Spořicí státní dluhopisy, 2014)

Jmenovitá hodnota ve výši 1 Kč plyne z myšlenky nulového základu daně pro zdanění úrokových výnosů dluhopisů. MF tak umožňuje majitelům se vyhnout povinnosti placení daně z úrokových výnosů (15% sazba). Základ daně se totiž podle zákona o daních z příjmů stanovuje za jednotlivé CP samostatně a zaokrouhluje se na koruny směrem dolů. Po vlastním upozornění však ministerstvo zákonnou úpravu novelizovalo. Je platná od roku 2013. Rozdíl spočívá v tom, že daně z jednotlivých úrokových výnosů se sečtou a až poté se zaokrouhlují na koruny dolů. (Spořicí státní dluhopisy, 2013)

Úpis státních dluhopisů pro občany byl v roce 2013 uspořádán dvakrát; v jarní a vánoční tranši. Úrokové sazby těchto dluhopisů znázorňuje následující tabulka č. 8, přičemž oproti předchozím emisím se úroky z občanských dluhopisů snížily díky klesající tržní úrokové sazbě.

Tabulka 8: Úpis státních spořicíh dluhopisů v roce 2013. (Zdroj: MF ČR – jarní a vánoční emise 2013, vlastní zpracování dat)

	Jarní emise 12.6.2013		Vánoční emise 12.12.2013
Výnos 1,5letého diskontovaného spořicího státního dluhopisu			
12.6.2013-12.12.2014	2,5 %		
Výnos 3letého prémiového spořicího státního dluhopisu			
12.6.2013-12.6.2014	0,5 %	12.12.2013-12.12.2014	0,5 %
12.6.2014-12.6.2015	0,5 %	12.12.2014-12.12.2015	0,5 %
12.6.2015-12.6.2016	6,5 %	12.12.2015-12.12.2016	6,0 %
Výnosy 5letého kuponového spořicího státního dluhopisu			
12.6.2013-12.6.2014	0,5 %	12.12.2013-12.12.2014	0,5 %
12.6.2014-12.6.2015	1,0 %	12.12.2014-12.12.2015	1,0 %
12.6.2015-12.6.2016	3,0 %	12.12.2015-12.12.2016	3,0 %
12.6.2016-12.6.2017	4,0 %	12.12.2016-12.12.2017	4,0 %
12.6.2017-12.6.2018	6,0 %	12.12.2017-12.12.2018	5,5 %
Výnosy 5letého reinvestičního spořicího státního dluhopisu			
12.6.2013-12.6.2014	0,5 %	12.12.2013-12.12.2014	0,5 %
12.6.2014-12.6.2015	1,0 %	12.12.2014-12.12.2015	1,0 %

12.6.2015-12.6.2016	3,0 %	12.12.2015-12.12.2016	3,0 %
12.6.2016-12.6.2017	4,0 %	12.12.2016-12.12.2017	4,0 %
12.6.2017-12.6.2018	7,0 %	12.12.2017-12.12.2018	6,5 %
Výnosy 7letého proti-inflačního spořicího státního dluhopisu			
12.6.2013-12.12.2013	0,25 % p.s.	12.12.2013-12.6.2014	Bude zveřejněno v květnu 2014.
12.12.2013-12.6.2014	Bude zveřejněno v průběhu daného roku.	12.6.2014-12.12.2014	Bude zveřejněno v průběhu daného roku.
Atd.		Atd.	

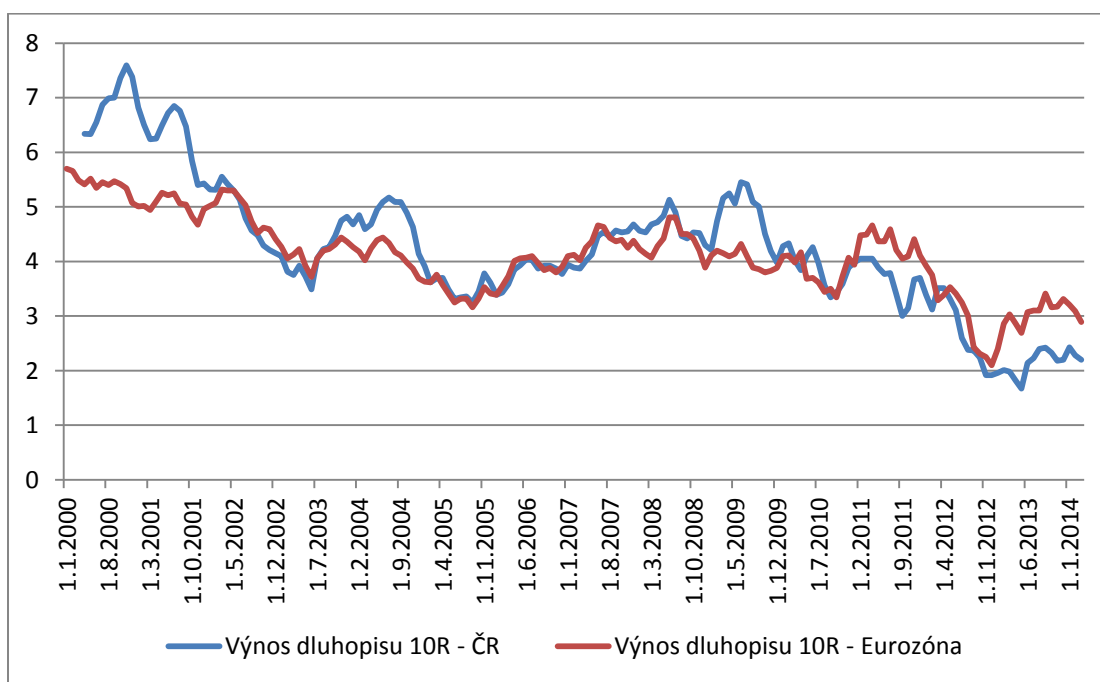
K 1.1.2014 eviduje MF v oběhu celkem 87 578 729 870 ks státních spořicíh dluhopisů držených 97 048 fyzickými, právnickými či zahraničními osobami. Největší podíl státních spořicíh dluhopisů však drží domácí fyzické osoby (99,2 %). Nejvýznamnější zájem je přitom o 5letý reinvestiční státní spořicí dluhopis, jak znázorňuje i obrázek uvedený v příloze pod číslem 5. Zatím nejsilnější emisí SSD je Vánoční emise 2012. Během ní bylo prodáno 29 982 120 167 ks státních spořicíh dluhopisů. Naopak, co se počtu týče, nejslabší emisí se stala Jarní emise 2012 s celkovým počtem prodaných dluhopisů 15 299 897 488 ks.

Podle expertů stát ale tímto způsobem krytí schodku SR zbytečně plýtvá penězi. „*Kdyby ministr financí nechal dluhopisy prodat standardním způsobem na finančním trhu velkými institucím, mohl by stát jen na Vánoční emisí 2013 ušetřit stovky milionů korun.*“ Nabídka spořicíh státních dluhopisů ve vánoční emisí 2013 byla už pátá v pořadí. Plýtvání penězi vidí ekonomové ve stanovení úrokového výnosu, neboť ten v minulosti činil cca o jeden procentní bod více, než by stát vydal jiné dluhopisy na trhu. Pokud vezmeme v úvahu, že ve státních spořicíh dluhopisech leží více než 70 mld. Kč, stát zaplatí průměrně na úrocích navíc o 700 mil. ročně navíc. „*Stát pokračuje v dotování úroků z kapsy daňového poplatníka. V poslední desetimiliardové emisí prodělá stát až 190 mil. Kč.*“ Kromě placených vyšších úroků musí stát navíc platit náklady na distribuci bankám. Ředitel odboru řízení státního dluhu ministerstva, Petr Pavelka, uvedl, že průměrný efektivní náklad na každého distributora dříve činil 0,35 % a nyní je ve výši 0,31 % z objemu prodaných dluhopisů. Náklady na distribuci při emisí SSD se tedy v absolutním vyjádření pohybují kolem 31 mil. Kč za rok. Pokud sečteme poslední dvě uvedená čísla, stát jen na Vánoční emisí 2013 prodělá částku 221 mil. Kč, které by mohl využít jinak. Za tuto částku by mohl provést rekonstrukci 1,5 km dálnice D1. Pokud bychom započítali všechny emise, dostali bychom se určitě přes miliardu korun ročně. (VeJVodová, 2013)

4.2 Analýza státních dluhopisů ČR

4.2.1 Vývoj výnosů českých státních dluhopisů

Na následujícím obrázku č. 33 můžeme vidět od roku 2012 do května 2013 klesající trend vývoje výnosů českých státních dluhopisů. Ten byl způsoben díky nejistotě na evropském dluhopisovém trhu převážně s nejistým pokračováním politiky kvantitativního uvolňování americké CB a bankovní krizí na Kypru. Výnosy korunových SDD dosáhly svého maxima v červenci. Zatímco státní dluhopisy s kratší dobou splatnosti se vrátily téměř na původní úroveň začátku roku 2013, desetileté korunové státní dluhopisy neustále klesaly. Oproti předchozímu roku u nich došlo v roce 2013 k nárůstu výnosu o 0,41 p.b. I přes tyto výkyvy si ale korunové SDD v roce 2013 udržely průměrný výnos fixně úročených korunových SDD v domácích aukcích ve výši 1,73 %. To je o 0,69 p.b. méně než v roce 2012. (Česko MF, Strategie financování, 2013)



Obrázek 33: Vývoj úrokových výnosů desetiletých dluhopisů ČR a Eurozóny.

(Zdroj: vlastní zpracování dat z Eurostatu)

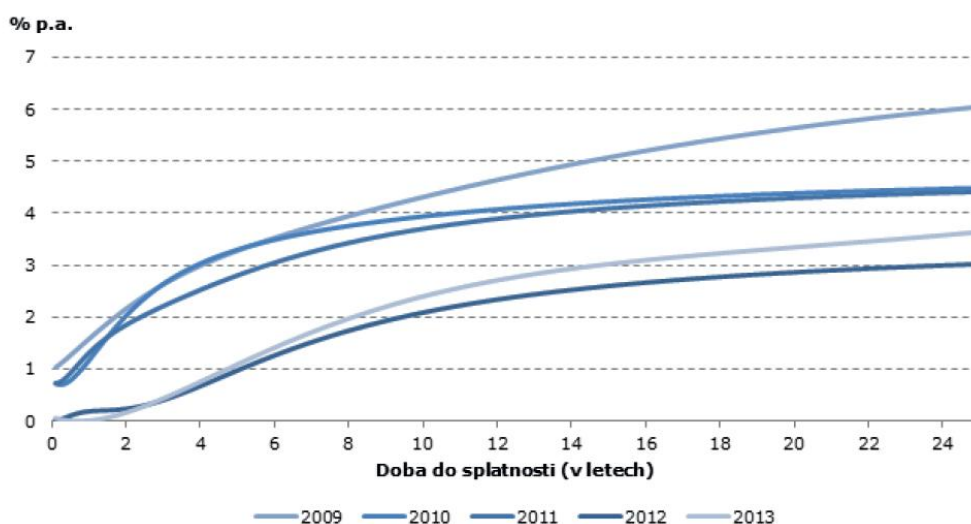
Cenu dluhopisů také snižují i rostoucí úrokové sazby. Důležitější je ale podívat se na výnos do splatnosti. K ceně dluhopisu má potom obdobný vztah jako úrok. Jestliže roste cena dluhopisu, klesá výnos dluhopisu. Z toho plyne, že výnos do splatnosti se pohybuje stejným směrem jako úroky.

4.2.2 Výnosová křivka českých státních dluhopisů

Z konstrukce výnosové křivky státních dluhopisů je zřejmé, že tržní cena dluhopisů je citlivější na změny úrokových měr, čím delší je jejich doba do splatnosti. Rostoucí tvar výnosové křivky státních dluhopisů naznačuje, že úrokové sazby se zvyšují s dobou splatnosti. To však platí v předpokladu neměnné reálné úrokové sazby a inflace.

V našem případě má výnosová křivka státních dluhopisů rostoucí charakter (obrázek č. 34), to znamená, že investoři očekávají určité inflační tlaky. Dále se z této křivky dá určit, že dluhopisy s nejkratší splatností nesly věřitelům ČR v roce 2013 necelé 1 %, největší úrok musela ČR platit kolem 4 %. Výnosová křivka státních dluhopisů ČR se posouvá níže právě díky klesající úrokové sazbě. V předchozích letech byla výnosová křivka plošší, to znamená, že ekonomika mohla očekávat pokles úrokových sazeb.

U korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů s více jak desetiletou splatností pokračoval v roce 2013 vývoj v prvním pololetí poklesem. Ten následoval prudký růst během června a nyní jsou dluhopisy stabilizovány. Vývoj neovlivnily ani devizové intervence ČNB. Ty ovlivnily pouze krátkodobé korunové státní dluhopisy, které jsou splatné do tří let. Ocitly se tak poté v roce 2013 na historicky nejnižších hodnotách.



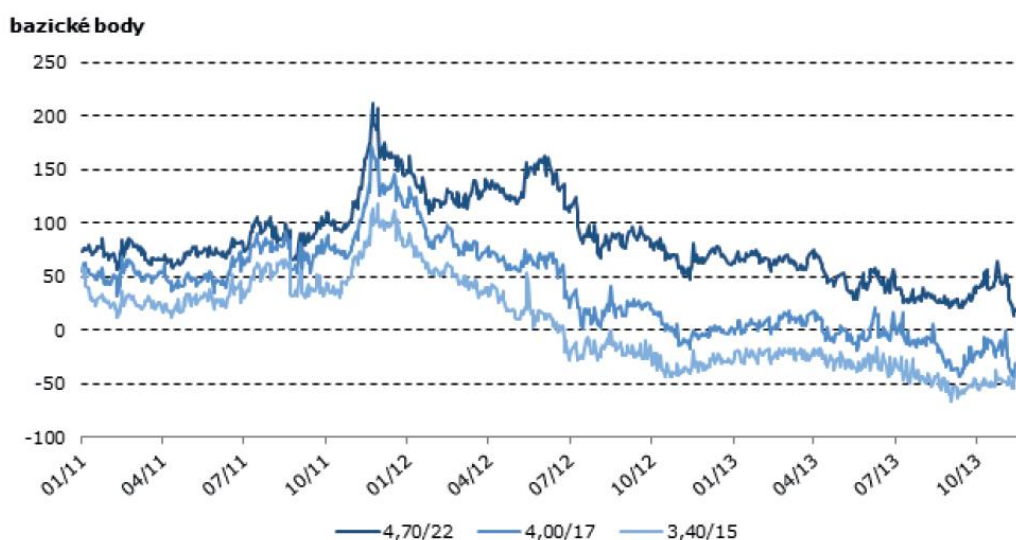
Poznámka: Výnosová křivka korunových státních dluhopisů vždy ke konci roku, v roce 2013 k 13.12.2013.
Zdroj: MF, MTS, Bloomberg

Obrázek 34: Výnosová křivka korunových státních dluhopisů. (Zdroj: MF ČR – Strategie financování a řízení státního dluhu ČR 2014, 2013)

4.2.3 Riziková prémie českých státních dluhopisů

Riziková prémie je měřena pomocí „asset swap spread“. V následujícím obrázku č. 35 můžeme v polovině roku 2013 zpozorovat určité náznaky snížení averze k riziku díky postupnému uklidňování situace v eurozóně.

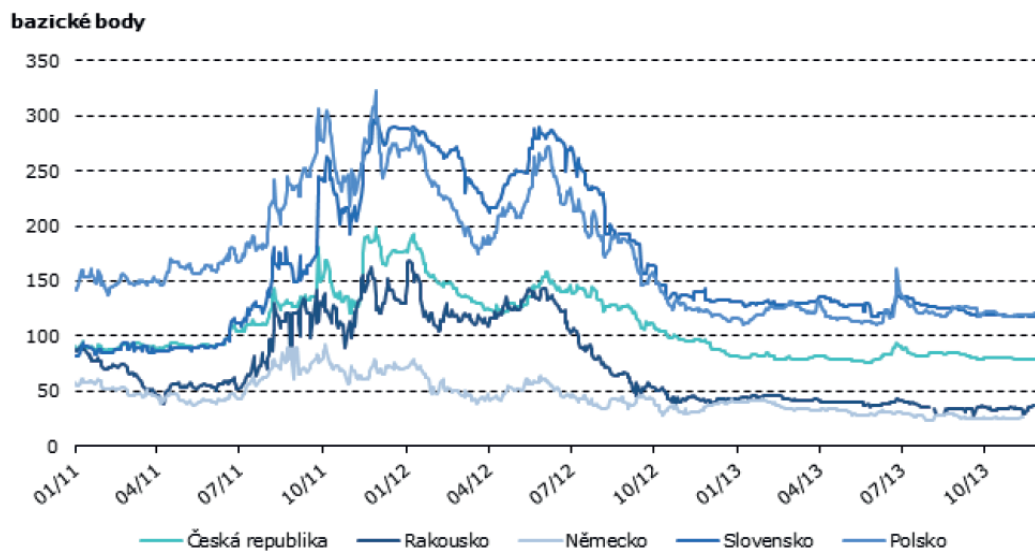
Ke zvýšení rizikové přírážky došlo ke konci roku 2011 díky restrukturalizaci řeckého státního dluhu. Riziková přírážka českých státních dluhopisů byla během roku 2013 stabilizována. Velmi nízká úroveň vypovídá o tom, že investoři považují ČR jako atraktivního emitenta státních dluhopisů. Na počátku roku 2013 činila hodnota přírážky desetiletého korunového dluhopisu 50 bazických bodů, ke konci roku 30 bazických bodů. Průměrná hodnota rizikové prémie tohoto typu dluhopisu činila během roku 2013 cca 30 bazických bodů.



Zdroj: Thomson Reuters

Obrázek 35: Riziková prémie českých státních dluhopisů. (Zdroj: MF ČR – Strategie financování a řízení státního dluhu ČR 2014)

Při mezinárodním srovnání nám poslouží „credit default swap“. ČR je na mezinárodním trhu z pohledu emitenta státních dluhopisů vnímána jako důvěryhodná. V oblasti střední a východní Evropy se ČR úvěrovým selháním blíží zemím, jako jsou Německo nebo Rakousko (obrázek č. 36).



Zdroj: Thomson Reuters

Obrázek 36: Prémie u swapů úvěrového selhání. (Zdroj: MF ČR – Strategie financování a řízení státního dluhu ČR 2014)

5 NÁVRH FINANCOVÁNÍ ČÁSTI SCHODKU SR ČR FORMOU EMISE STÁTNÍCH DLUHOPISŮ ČR NA ZAHRANIČNÍM TRHU

Lze předpokládat, že význam emise státních dluhopisů na zahraničním trhu vzroste, neboť poptávka zahraničních investorů po tomto bezpečném instrumentu neustále roste a domácí trh má pouze omezené možnosti. Jako výhodu zahraniční emise lze označit snižování nákladů financování dluhu státu, omezení vytěšňovacího efektu domácích investic, měnová diversifikace státního dluhu aj.

Pokud je ale země neustále vystavena externím šokům, vláda nebude schopna tak rychle zareagovat na tyto vnější podněty. Příkladem může být devalvace měny způsobená devalvací zahraničního zadlužení daného státu. (Gray a Woo, 2000)

5.1 Zahraniční emise státních dluhopisů ČR

K první emisi zahraničních státních dluhopisů ČR došlo 23.6.2004. V objemu 1,5 mld. EUR, kuponovou sazbou 4,625 % a splatností 10 let byla kotována na Lucemburské burze. Výnos emise byl stanoven na hodnotu 4,654 %. Tehdejší korunové státní dluhopisy měli výnos mnohem vyšší (5,01 %). Úrokové rozpětí první zahraniční emise činilo 12 bazických bodů nad swapovou úrokovou sazbou, což je 22,5 bps nad německými vládními dluhopisy. ČR díky této emisi dosáhla podle MF nízkých nákladů financování státního dluhu, vytvoření referenčního dluhopisu pro ČR i ostatní české emitenty, stanovení lepší úrovně referenčního dluhopisu než ostatní země, rozšíření a diverzifikace českého státního dluhu, nízké hodnocení rizika ČR ve srovnání s ostatními novými státy EU, větší objem emise než který dovozoval domácí dluhopisový trh pro jednorázovou emisi.

V následujícím roce 2005 proběhla rovněž emise státních zahraničních dluhopisů, která se uskutečnila 18.3.2005 v celkovém objemu 1 mld. EUR a splatností 15 let. Byla kotována rovněž na Lucemburské burze. Ročně vyplácený kupon činil 4,125 %, výnos pak 4,225% p.a. Úrokové rozpětí nad EUR-swapovou sazbou bylo ve výši deseti bazických bodů. Díky vysokému zájmu zahraničních investorů byla prokázána jejich důvěryhodnost v ČR. Jejich poptávka totiž trojnásobně převýšila nabízený objem emise.

Následující rok 2006 se další emise zahraničních státních dluhopisů konala 16.1.2006. Splátnost této emise je stanovena zatím jako historicky nejdelší; 30 let. Jmenovitá hodnota této emise činila 30 mld. JPY. U této emise je jako u jedné z mála vyplácen 2,750% kupon pololetně. Výnos se rovnal 2,769 % p.a. a úrokové rozpětí k JPY 6M LIBOR bylo na úrov-

ni 27,0 bps. MF ČR ve své tiskové zprávě k této emisi uvedlo, že emise byla vydána při pari a jednotlivé dluhopisy v nominální hodnotě 1mil. JPY byly vydány na doručitele a prodány jedinému institucionálnímu investorovi, který měl sídlo mimo EU. Tím se podařilo ČR dosáhnout diverzifikace a investorské základny a dosažení atraktivních podmínek.

Po roční pauze ČR opět emitovala státní zahraniční dluhopisy, konkrétně 11.6.2008. Na Lucemburské burze byly tyto dluhopisy rozprodány v celkové jmenovité hodnotě 2 mld. EUR a splatností 10 let. Jmenovitá hodnota byla ovšem původně plánovaná ve výši 1 mld. EUR, ovšem objednávky investorů dosáhly kolem 3 mld. EUR, tudíž MF přistoupilo k navýšení této úspěšné emise. Parametry emise byly následující: ročně vyplácený 5% kupon, 5,034% absolutní výnos p.a., rozpětí nad mid-swap ve výši 25 bps. Tato emise byla jako první benchmarková emise na eurobondovém trhu ze zemí mimo eurozónu. K této emisi se tehdy vyjádřil náměstek ministra financí ČR, Eduard Janota (Česko MF, Zahraniční emise, 2012): *„Tato transakce je důležitým krokem v naplnění strategie financování státu. Umožnila nám dále diverzifikovat zdroje financování, upevnila pozici ČR na mezinárodních dluhových kapitálových trzích, a očekáváme, že bude mít pozitivní dopad na český domácí trh vládních dluhopisů. Úspěch této emise je důkazem příznivé ekonomické situace v ČR a pokroku, kterého naše země za posledních několik let dosáhla v řadě klíčových oblastí.“* Zisk z této emise eurobondů použila ČR na refinancování splatného státního dluhu a také k financování deficitu SR ČR.

Pátá emise v pořadí je datována 5.5.2009. Její splatnost činí 5,5 let a jmenovitá hodnota byla na úrovni 1,5 mld. EUR. Jako u většiny emisí, i zde byl kupon vyplácen ročně. Ten v této emisi dosahoval 4,5 %. Eduard Janota se k emisi vyjádřil jako o transakci, která přispěje k profinancování výpůjčních potřeb státu, jež vzrostly díky celosvětové recesi. Výtěžek byl použit na stejné účely jako v roce 2008.

Dne 5.10.2009 vydala ČR další emisi eurobondů v objemu 300 mil. EUR, která nese pololetně vyplácený úrok. Doposud MF vydávalo pouze pevně úročené emise, nicméně tato emise byla poprvé pololetně úročena plovoucí sazbou navázanou na šestiměsíční EURIBOR. Na tuto výnosovou sazbu MF ČR přistoupilo díky poptávce ve střední Evropě. Doba splatnosti dluhopisů je 6 let.

Výhradně pro švýcarské institucionální investory provedlo MF ČR na švýcarské burze dne 23.11.2009 emisi ve švýcarských francích v celkovém objemu 500 mil. CHF. Splatnost

dluhopisů je stanoven na 7 let, přičemž roční fixní kupón je ve výši 2,875 % p.a. vyplácen ročně.

V pořadí další emise uskutečněná 14.9.2010 prostřednictvím lucemburské burzy byla emitována v objemu 2 mld. EUR a splatností 10,6 let. Roční pevný kupón činil 3,625 %. Tehdejší ministr financí Miroslav Kalousek o této emisi prohlásil, že ji považuje za mimořádně úspěšnou, neboť investoři podle něj ocenili reformní úsilí vlády, což se projevilo ve výrazném snížení rizikové prémie. Ta měla pozitivní dopad na náklady financování státního dluhu.

V roce 2012 proběhly hned dvě emise státních zahraničních dluhopisů. První z nich byla dne 24.2.2012 emise desetiletých eurobondů v objemu 2 mld. EUR. Fixní roční kupón byl stanoven na hodnotu 3,875 % p.a. Díky stabilním makroekonomickým ukazatelům ČR bylo možno tuto emisi umístit na lucemburské burze s velmi malou premií proti výnosům, za které se vydané státní dluhopisy obchodují na sekundárním trhu. Největší zájem o tuto emisi plynul z Německa zemí Beneluxu. Druhou tranší emise roku 2012, vydala ČR desetileté státní dluhopisy ve jmenovité hodnotě 750 mil. EUR a splatností v roce 2022. Výnos je stanoven na 2,871 %, a tudíž se jedná o historicky nejnižší výnos, jehož ČR na veřejném zahraničním trhu kdy dosáhla. Rovněž jde o nejnižší výnos desetiletého dluhopisu, jehož jakákoliv země střední či východní Evropy kdy dosáhla. Náměstek ministra financí, Jan Gregor o této emisi prohlásil (Česko MF, Zahraniční emise, 2012): „*Tato transakce umožní ČR dosáhnout výjimečně příznivých podmínek pro emisní činnost. Přispěje k dalšímu snížení nákladů na financování státního dluhu, a tím i k úsporám ve SR.*“

V roce 2013 MF ČR neuskutečnilo na zahraničním trhu žádné operace s ohledem na vývoj podmínek financování na zahraničních trzích a přírůstku disponibilní likvidity státu.

5.2 Analýza státních zahraničních dluhopisů

5.2.1 Vývoj výnosů státních dluhopisů zahraničních zemí

Rok 2013 nebyl pro státní dluhopisy příliš příznivý, neboť poprvé od roku 2006 začaly růst úrokové výnosy dluhopisů a tím jejich tržní cena klesala. Můžeme si položit otázku, zda je to signál pro nákup nebo prodej dluhopisů? Úrokové výnosy na dluhopisových trzích začaly růst i navzdory tomu, že CB po celém světě drží úrokovou míru neustále de facto na nule. Je to totiž jediný způsob, jak zvládnout vysoké zadlužení státu a dluhy postupně umazat inflací.

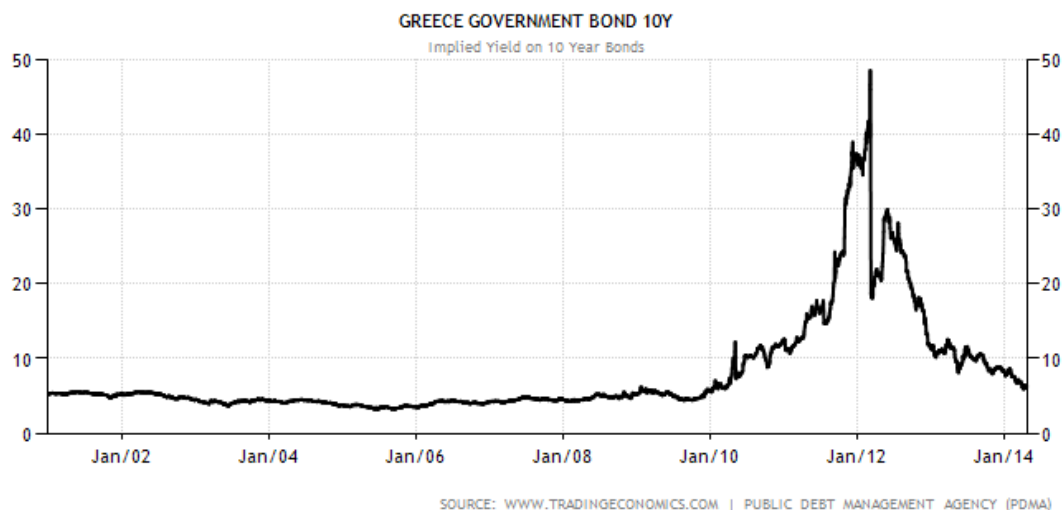
Růst úrokových sazeb během roku 2013 se nevyhnulo ani Německu (viz obrázek č. 37). Nyní se úroková sazba německých desetiletých státních dluhopisů pohybuje kolem 1,48 % a průměrný výnos od roku 1980 až do roku 2014 činí 5,61 %.



Obrázek 37: Vývoj úrokových výnosů desetiletých státních dluhopisů Německa.
(Zdroj: Tradingeconomics)

Úrokové výnosy dluhopisů začaly prudce růst de facto všude. Když provedeme srovnání, největší růst úrokových výnosů zaznamenaly v roce 2013 dluhopisy Hong Kongu, Švýcarska a Singapuru. Na čtvrtém místě se umístily dluhopisy americké a na pátém indonéské. V těchto zemích tak tržní cena státních dluhopisů výrazně klesla.

Naopak poklesem úrokových výnosů a tím největším růstem tržní ceny se může chlubit Řecko (obrázek č. 38). Úrokový výnos Řecka tudíž spadl ze svého maxima 48,6 % na nynější hodnotu 6,19 %. Dále pokles desetiletých státních dluhopisů zaznamenaly státy jako Irsko, Rumunsko, Španělsko a Portugalsko. Úrokové výnosy klesly rovněž u dluhopisů japonských, italských nebo maďarských.



Obrázek 38: Vývoj úrokových výnosů desetiletých státních dluhopisů Řecka.
(Zdroj: Trandingeconomics)

Vývoj úrokových výnosů desetiletých státních dluhopisů Belgie znázorňuje následující obrázek č. 39. Můžeme si všimnout, že vykazují podobný trend jako desetileté státní dluhopisy ČR. Nyní se výnos státních dluhopisů těchto dvou států pohybuje kolem 2 %. Nejvyšší úrokový výnos Belgie činil 10,47 %, a ČR dosáhla maxima na úrovni 7,96 %.

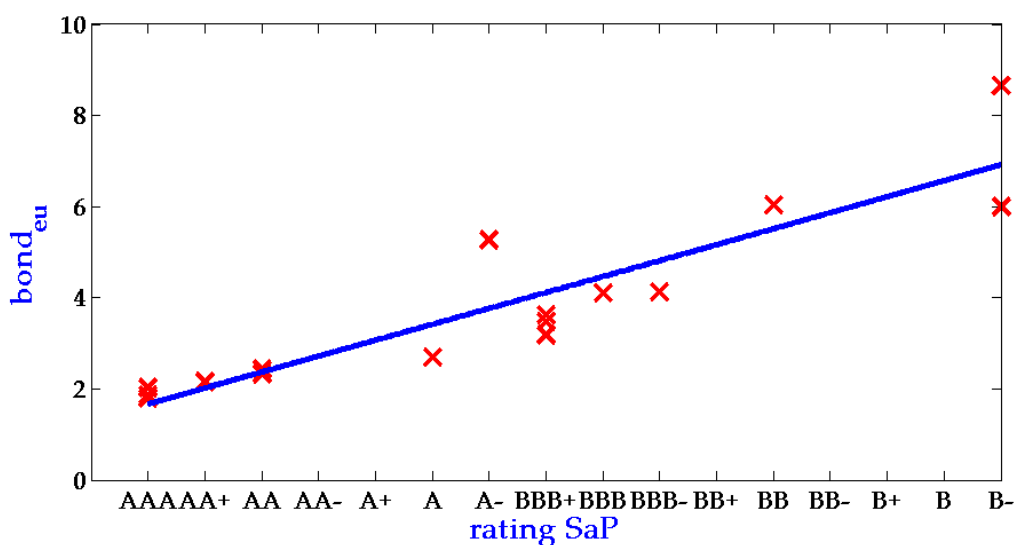


Obrázek 39: Vývoj úrokových výnosů desetiletých státních dluhopisů Belgie.
(Zdroj: Trandingeconomics)

Na cenu dluhopisů dále působí kreditní riziko. Pokud investor pochybuje o schopnosti emitenta splatit své závazky, požaduje vyšší úroky. Jako příklad můžeme uvést Řecko, které za desetileté půjčky platilo 35% úrok, neboť důvěra ve schopnost dostát svým závazkům byla

mizivá. Naopak 2% úrok Německa či Spojených států dokládá důvěru investorů. (Traxler, 2014)

Kreditní riziko je ohodnoceno pomocí ratingu nezávislými ratingovými agenturami. Jak znázorňuje následující obrázek č. 40, čím je stát ohodnocen horším ratingem, tím je výnos dluhopisů vyšší. Vysoce spekulativní je podle ratingové agentury Standard & Poor's stát Kypr (úrokový výnos dlouhodobých státních dluhopisů činí 6 %) a Řecko (úrokový výnos dlouhodobých státních dluhopisů je na 7,7% úrovni). Naopak nejlépe hodnocené jsou země jako Německo, Lucembursko, Finsko, Dánsko, Švédsko a Spojené království. U těchto zemí se úrokový výnos dlouhodobých státních dluhopisů pohybuje v rozmezí 1,5 – 2,37 %. ČR dosáhla v roce 2013 následujícího ratingového hodnocení (obrázek č. 41) a je tudíž pro investory bezpečnou investicí. Co se úrokového výnosu ČR týče, nachází se nyní v horním pásmu nejvyspělejších zemí, na úrovni cca 2,28 %. Srovnatelnou úroveň ratingu jako ČR má Belgie.



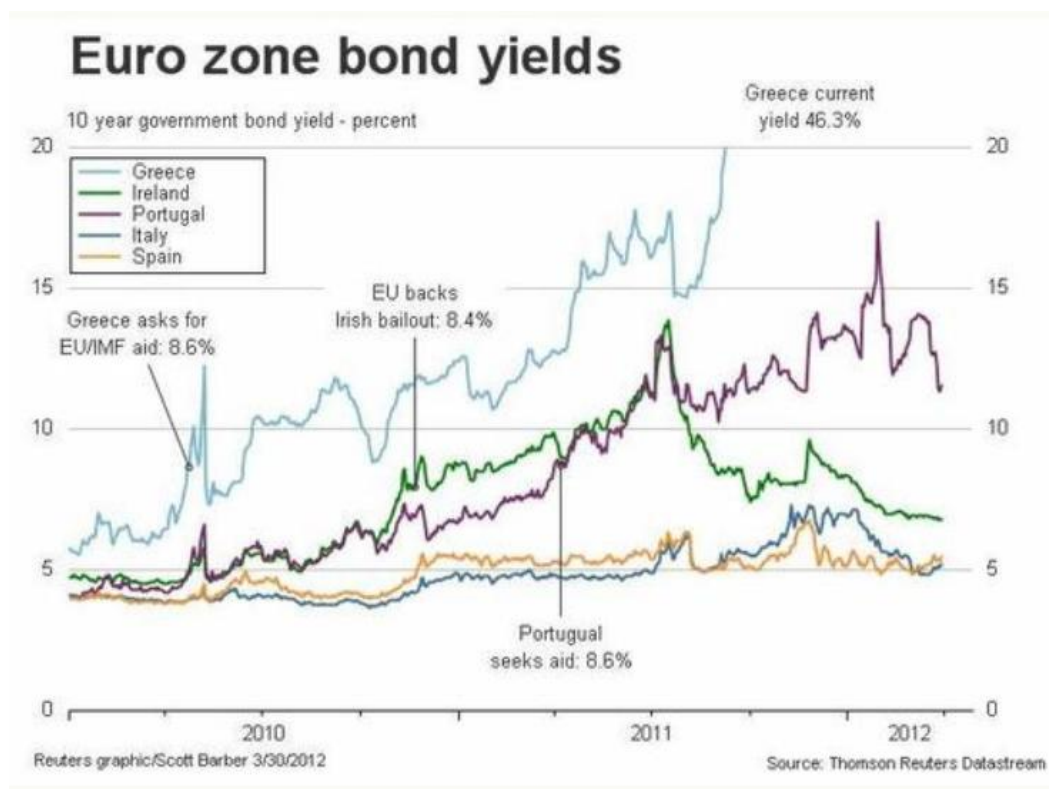
Obrázek 40: Ratingové hodnocení ratingové agentury Standard & Poor's k 18.4.2014 a úrokové výnosy desetiletých státních dluhopisů EU. (Zdroj: vlastní propočty)

Ratingová agentura	Domácí dlouhodobé závazky	Výhled	Zahraniční dlouhodobé závazky	Výhled
Moody's	A1	Stabilní	A1	Stabilní
Standard & Poor's	AA	Stabilní	AA-	Stabilní
Fitch Ratings	AA-	Stabilní	A+	Stabilní
JCR	A+	Stabilní	A	Stabilní
R&I	AA-	Stabilní	A+	Stabilní

Zdroj: Moody's; Standard & Poor's; Fitch Ratings; JCR; R&I

Obrázek 41: Ratingové hodnocení ČR v roce 2013. (Zdroj: MF ČR – Strategie financování a řízení státního dluhu ČR 2014, 2013)

Vysoké výnosy státních dluhopisů nám napovídají, kdy se stát začíná objevovat ve finančních problémech. Kde je ale ta hranice, kdy stát se ocitá v tísní? Na následujícím obrázku jsou vyznačeny momenty, kdy jednotlivé země žádaly o pomoc EU. Bylo to vždy v okamžiku, kdy výnosy desetiletých státních dluhopisů překročily 8% hranici (obrázek č. 42). (Investiční web, 2012)



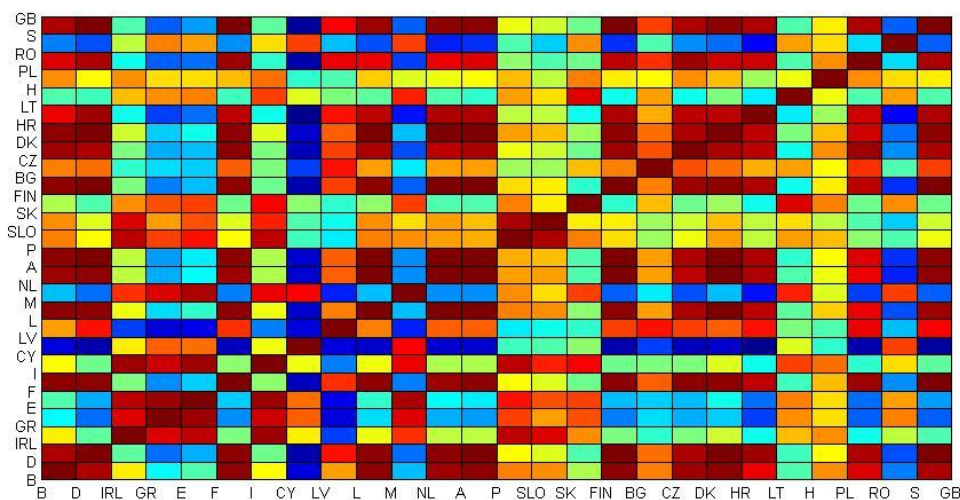
Obrázek 42: Výnosy desetiletých státních dluhopisů vybraných zemí v %. (Zdroj: Investiční web, 2012)

Je ale nutné mít pořád na paměti velikost dané ekonomiky. U větších vyspělejších ekonomik stačí hranice bodu zlomu nižší, kolem 7 %. Čím více se výnosy desetiletých dluhopisů

blíží této hranici (například Španělsko nebo Itálie), tím větší mají trhy obavy z dominového efektu. (Investiční web, 2012)

5.2.2 Výnosy státních dluhopisů ČR vs. státy EU

Pomocí korelace budeme zkoumat vzájemný vztah mezi dvěma státy EU pomocí jejich výnosů dlouhodobých státních dluhopisů. V obrázku č. 43 je znázorněná hodnota korelačního koeficientu právě mezi těmito státy. Tmavě červenou barvou jsou znázorněny dané státy, resp. dvojice států, které spolu navzájem nejvíce korelují, resp. u kterých se výnos státních dluhopisů nejvíce přibližuje výnosu státních dluhopisů druhé země. Podle obrázku č. je vidět, že ČR nejvíce koreluje s Belgií a Francií. Hodnota korelačního koeficientu je v těchto případech rovna cca 92 %. Z toho můžeme odvodit, že výnos dlouhodobých státních dluhopisů ČR lze odvozovat od výnosu dlouhodobých státních dluhopisů Belgie či Francie.

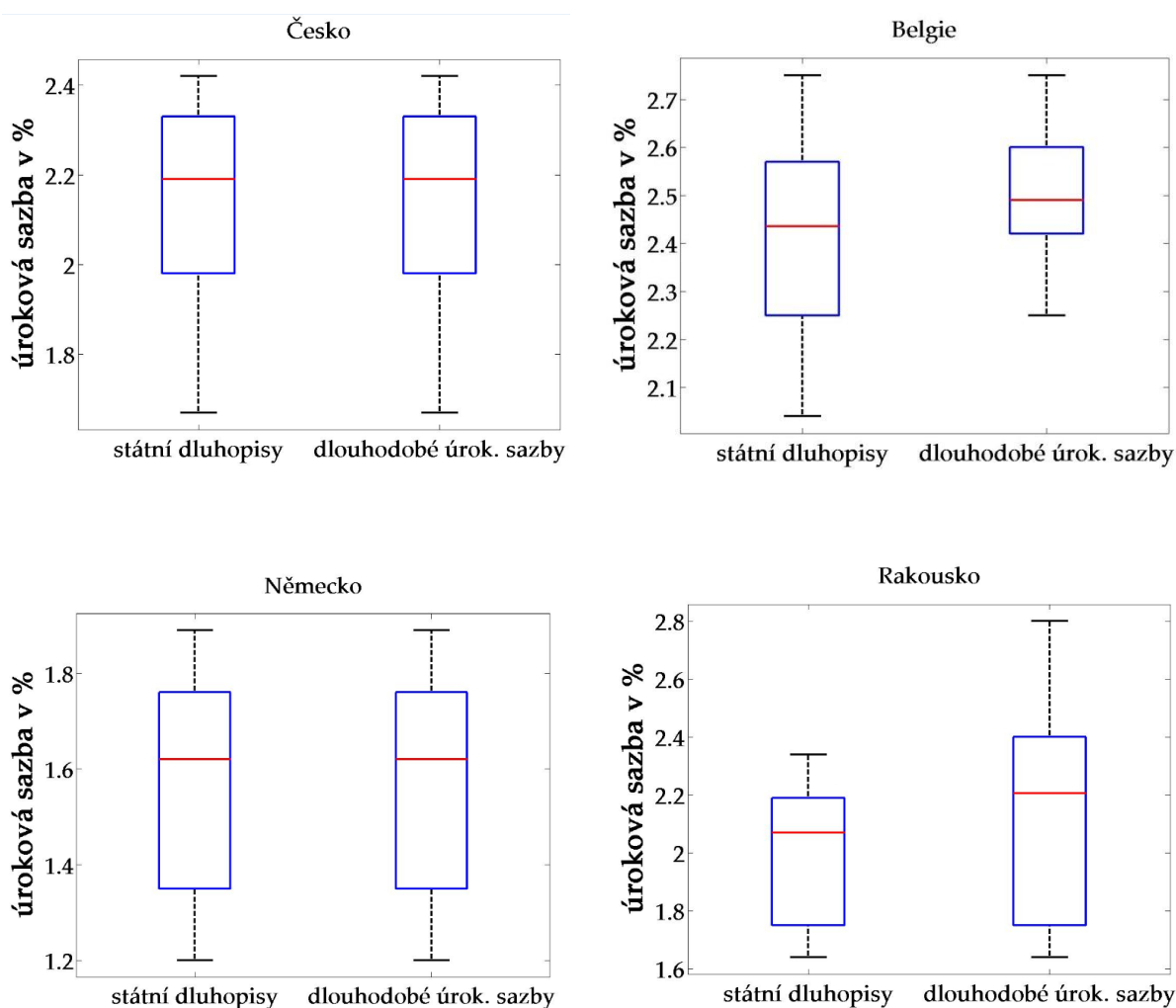


Obrázek 43: Korelace výnosů desetiletých státních dluhopisů zemí EU. (Zdroj: vlastní propočty)

V následujícím obrázku jsou graficky znázorněny výnosy státních dluhopisů a dlouhodobé úrokové sazby pomocí boxplotu (krabicového diagramu). Vodorovná úsečka v tomto krabicovém diagramu znázorňuje hodnotu mediánu, spodní a horní hrana značí dolní a horní kvantil. Z obrázku č. 44 je vidět, že nejmenší hodnota výnosu státních dluhopisů ČR je rovna přibližně hodnotě 2 % a nejvyšší se pohybuje kolem 2,3% hranice. Střední hodnota výnosů státních dluhopisů se nachází na hranici 2,2 % a je o něco vyšší, než střední hodno-

ta Německa. U 25 % německých státních dluhopisů je stanoven úrok vyšší než 1,78 %. Obdobná hodnota byla i v ČR. Graf nemá žádné odlehlé hodnoty, proto lze distribuci považovat za symetrickou.

Po prozkoumání ostatních grafů můžeme uvést, že jednotlivé země mají různé velikosti rozptylu jednak ve výnosu státních dluhopisů a jednak v dlouhodobé úrokové sazbě. Nicméně ve většině případů se střední hodnota výnosů státních dluhopisů shoduje se střední hodnotou dlouhodobé úrokové sazby. To znamená, že státy stanovují výnosy státních dluhopisů právě na úrovni této dlouhodobé úrokové sazby. Výjimku tvoří například Nizozemí nebo Rakousko, kde výnosy státních dluhopisů jsou nižší než dlouhodobá úroková sazba.

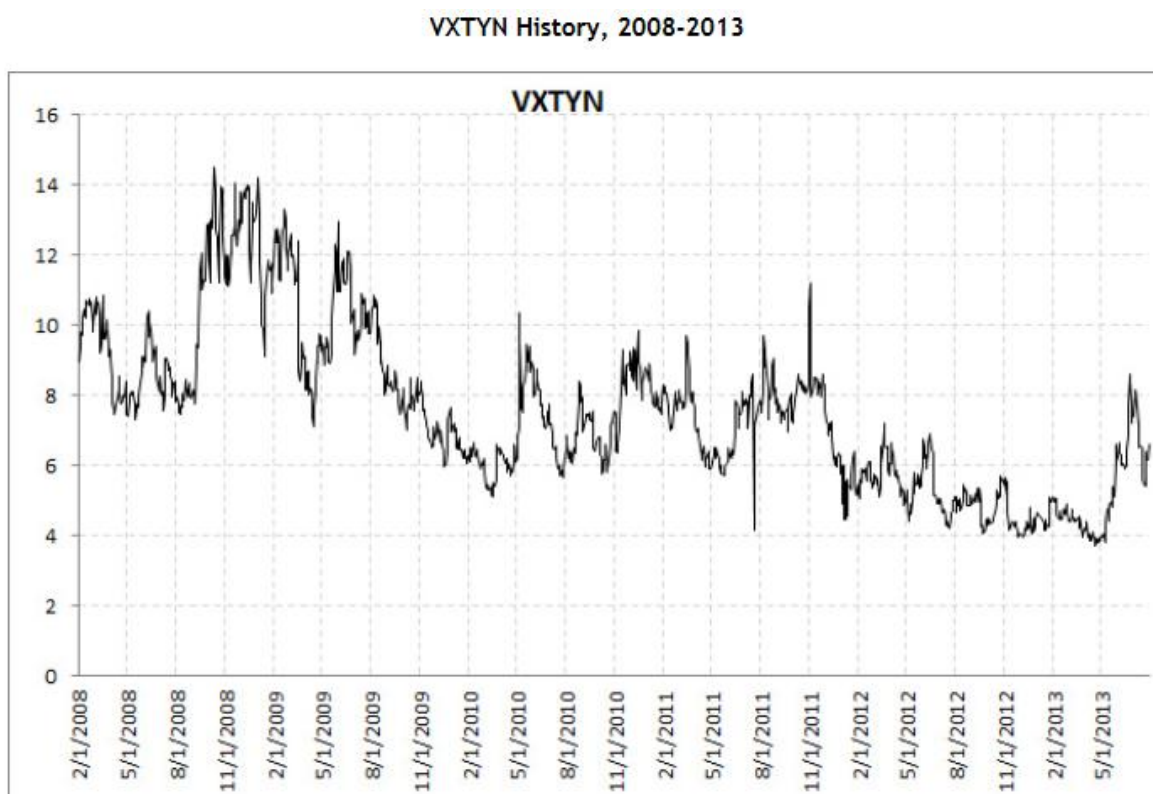


Obrázek 44: Krabicové diagramy desetiletých státních dluhopisů a dlouhodobých úrokových sazeb vybraných zemí EU. (Zdroj: vlastní propočty)

5.2.3 Volatilita dluhopisového trhu v zahraničí

Nyní se podíváme na volatilitu dluhopisového trhu, neboť zvýšená volatilita výnosů státních dluhopisů může představovat očekávání problémů financování státního dluhu. Důvodem je rostoucí nejistota spojená se schopností státu dostát svým závazkům.

Můžeme tak tedy učinit prostřednictvím CBOE/CBOT 10-year U.S. Treasury Note Volatility Index (obrázek č. 45). Ten právě měří očekávanou volatilitu cen desetiletých státních dluhopisů USA, které jsou klíčovým nástrojem amerického trhu.



Obrázek 45: Historický vývoj indexu volatility CBOE/CBOT 10-year U.S. Treasury Note. (Zdroj: CBOE)

Na základě předpokladu, že volatilita akcií poroste díky myšlence postupného omezování kvantitativního uvolňování, můžeme určit, že volatilita dluhopisů bude klesat. Při zvýšené volatilitě roste pravděpodobnost, že trh klesne a čím dál více investorů bude v následujících letech investovat právě do státních dluhopisů. Podstatou tohoto tvrzení je, že státy by se měly tudíž vyhnout problémům spojených s financováním státního dluhu. Důkazem je i vrácení se problémových států na dluhopisové trhy. Zájem o řecké, španělské, italské i portugalské dluhopisy je značně velký a jejich úrokové výnosy se snížily na předkrizové hodnoty.

5.3 Stanovení parametrů zahraniční emise státních dluhopisů ČR

Jako většina zahraničních emisí státních dluhopisů ČR, i tato navrhovaná emise roku 2014 bude kotována na Lucemburské burze pro již domluvené vztahy a známé prostředí, jež vznikly díky upisováním státních dluhopisů ČR na této burze v minulosti.

5.3.1 Nominální hodnota a forma CP

MF ČR plánovalo na rok 2014 potřebu financování ve výši 398,5 mld. Kč a hrubou výpůjční potřebu v částce 400,1 mld. Kč. Pro hrubé emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů emitovaných jak na domácím i zahraničním stanovilo MF hodnotu 239,2 mld. Kč s tím, že zahraniční emise bude činit maximálně 25 % roční hrubé výpůjční potřeby (tj. max. 100 mld. Kč).

V dubnu 2014 umožnili senátoři ČR přijetí návrhu zákona o vydávání státních dluhopisů v celkovém objemu 209,6 mld. Kč. Tyto vydané dluhopisy mají být rozprodány za účelem, aby mohl stát skupovat své dluhopisy, které jsou splatné v letošním roce v celkovém objemu cca 148 mld. Kč. Jedná se o některé spořicí státní dluhopisy a o 50 mld. emisí z roku 2011. Prvně budou splatné i státní dluhopisy vydané na zahraničních trzích z let 2004 až 2009 (celková jmenovitá hodnota činí 3 mld. EUR, tj. cca 82 mld. Kč). Mimo jiné by měla ČR letos splatit i část úvěru od EIB v částce 1,7 mld. Kč. (ČTK, Senát podpořil, 2014)

Vzhledem k plánovanému objemu státních dluhopisů pro zahraniční trh jsme stanovili celkovou nominální hodnotu této emise v hodnotě 52,4 mld. Kč (tj. 2 mld. EUR). Dluhopisy budou vydány ve formě na doručitele díky snadné převoditelnosti cenného papíru a neomezené obchodovatelnosti. Splatnost je stanovena na 10 let.

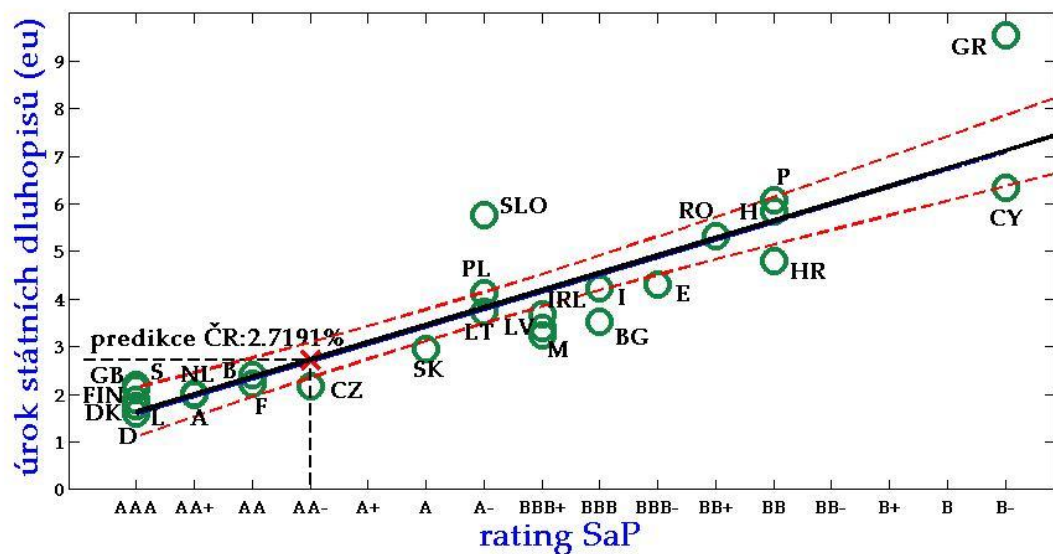
5.3.2 Úroková sazba

Tržní cena dluhopisu je ovlivněna několika faktory. Základním faktorem je výše základní úrokové míry. Tu určuje CB. V roce 2014 se nepředpokládá, že by CB zvedaly úrokové sazby, proto by tento faktor z krátkodobého pohledu neměl hrát velkou roli. Z dlouhodobého pohledu jsou ale nulové úrokové sazby neudržitelné, tudíž v delším časovém horizontu budou úrokové výnosy dluhopisů určitě růst a jejich tržní cena klesat.

Jelikož je ČR ratingovým hodnocením srovnatelná s Belgií, úrokový výnos bude stanoven na základě belgických státních dluhopisů kotovaných na lucemburské burze. Poslední emise těchto státních dluhopisů byla provedena 17.2.2014 se jmenovitou hodnotou

575 000 000 EUR, fixní úrokovou sazbou 2,875 % a splatností 20 let (Lucembursko, Burza, 2014).

Pomocí regresní analýzy však můžeme zjistit rovněž očekávanou hodnotu úrokového výnosu (obrázek č. 46). Ta činí 2,69 % a přibližuje se hodnotě stanovené na základě ratingově srovnatelné země Belgie.



Obrázek 46: Predikce úrokového výnosu českých státních dluhopisů. (Zdroj: vlastní propočty)

Po srovnání základních makroekonomických veličin Belgie a ČR (viz. tabulka č. 9) byla úroková sazba zahraničních státních dluhopisů ČR stanovena ve výši 2,719 %, po přihlédnutí predikce provedené na základě statistických metod.

Tabulka 9: Srovnání základních makroekonomických veličin ČR a Belgie za rok 2013. (Zdroj: Tradingeconomics)

Rok 2013	Belgie	Česká republika
Míra inflace	1,2 %	1,4 %
Celková míra dl. nezaměstnanosti	3,9 %	3,0 %
Míra růstu reálného HDP	0,2 %	- 0,9 %

5.3.3 Riziková přírážka

Na základě předpokládané snížené volatilitě dluhopisového trhu lze předpokládat, že jednotlivé státy budou v budoucnu schopny dostát svým závazkům. Neobjevuje se zde tudíž vysoké kreditní riziko, na čemž můžeme stanovit nízkou rizikovou přírážku státních dluhopisů.

Pro státní dluhopisy ČR emitovány na zahraničním trhu, byla stanovena riziková přírážka v hodnotě 30 bazických bodů. Tato hranice odpovídá průměrné hodnotě rizikové přírážky desetiletých státních dluhopisů v roce 2013. Důvodem je důvěryhodnost fiskální politiky státu, odolný finanční sektor, očekávané postupné ožívování ekonomické aktivity a stabilní ratingové hodnocení.

ZÁVĚR

Cílem mé diplomové práce bylo stanovení konkurenceschopných podmínek emise státních dluhopisů České republiky pro zahraniční trh. U emise na zahraničním trhu lze předpokládat, že význam vzroste, neboť poptávka zahraničních investorů po tomto bezpečném instrumentu neustále roste a domácí trh má pouze omezené možnosti. Je výhodné zejména v diverzifikaci státního dluhu a omezení vytěšňovacího efektu domácích investic.

Před vytvořením návrhu podmínek emise jsem se nejprve snažila provést literární rešerši a absorbovat co nejvíce teoretických poznatků. Musela jsem dále provést analýzu makroekonomických ukazatelů, státního rozpočtu a státního dluhu České republiky, což bylo náplní analytické části. Česká republika patří svou výškou státního dluhu do desítky nejméně zadlužených států v rámci Evropské unie. V roce 2013 dosahoval podíl státního dluhu na HDP 43,7 %. V následujících letech by mělo ale docházet k expanzivnější fiskální politice, která postupně podpoří oživení domácí ekonomiky.

V České republice tvoří převážnou část státního dluhu právě státní dluhopisy. Dříve byly dostupné jen pro velké investory, nyní se na státním dluhu mohou podílet i občané státu. V práci jsem se ale zabývala stanovením podmínek emise právě pro velké investory, na zahraničním trhu. Nejprve jsem provedla analýzu zahraničních státních dluhopisů, kde jsem zkoumala zejména úrokové výnosy a volatilitu. Úrokový výnos ve výši 2,719 % jsem stanovila srovnáním s výnosy stejně ratingově ohodnoceného státu (Belgie).

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

- [1] BELÁŠ, Jaroslav a kolektiv, 2013. Finanční trhy, bankovníctví, pojišťovnictví. 1. Vyd. Žilina: GEORG, 596 s. ISBN 978-80-8154-024-0.
- [2] BLOOMBERG, 2014. *Greece Govt Bond 10 Year Acting as Benchmark* [online]. [cit. 2014-04-26]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/quote/GGGB10YR:IND/chart>
- [3] BUNDESBANKA, 2014. *Státy v problémech nemají žádat eurozónu, ale zpřísnit daně.* In: ČT24 [online]. [cit. 2014-04-01]. Dostupné z: <http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/259972-staty-v-problemech-nemaji-zadat-eurozonu-ale-zprisnit-dane/>
- [4] CBOE, 2014. *Introduction to the CBOE/CBOT 10-year U.S. Treasury Note Volatility IndexSM* [online]. [cit. 2014-04-03]. Dostupné z: <http://www.cboe.com/micro/volatility/VXTYN/default.aspx>
- [5] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA 2013. *Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou* [online]. [cit. 2014-04-20]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/maastricht_vyhodnoceni_2013.pdf
- [6] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2014. *Zpráva o inflaci I/2014* [online]. [cit. 2014-04-01]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2014/2014_I/index.html
- [7] ČESKÁ SPRÁVA SOCIÁLNÍHO ZABEZPEČENÍ, 2012. *Statistické ročenky: Statistická ročenka z oblasti důchodového pojištění za rok 2012* [online]. [cit. 2014-03-15]. Dostupné z: http://www.cssz.cz/NR/rdonlyres/14F33E39-B858-4C93-BC13-3153EBB7099E/0/SR2012_WEB.pdf
- [8] ČESKÁ SPRÁVA SOCIÁLNÍHO ZABEZPEČENÍ, 2013. *Téměř 11 tisíc korun. To byl průměrný starobní důchod na konci září* [online]. [cit. 2014-03-20]. Dostupné z: <http://www.cssz.cz/cz/o-cssz/informace/media/tiskove-zpravy/tiskove-zpravy-2013/2013-10-30-temer-11-tisic-korun-to-byl-prumerny-starobni- Duchod-na-konci-zari.htm>

- [9] ČESKÁ TISKOVÁ KANCELÁŘ, 2014. *ČNB: Dluh Česka v zahraničí již pře-
kročil dva biliony korun.* In: Aktuálně [online]. [cit. 2014-04-16]. Dostupné z:
[http://zpravy.aktualne.cz/ekonomika/cnb-dluh-ceska-v-zahranici-jiz-prekrocil-
dva-biliony-ko-run/r~427bd09eb65f11e3ab360025900fea04/?utm_source=centrumHP&utm_med-
ium=dynamicleadbox&utm_campaign=A&utm_term=position-20](http://zpravy.aktualne.cz/ekonomika/cnb-dluh-ceska-v-zahranici-jiz-prekrocil-dva-biliony-ko-run/r~427bd09eb65f11e3ab360025900fea04/?utm_source=centrumHP&utm_medium=dynamicleadbox&utm_campaign=A&utm_term=position-20)
- [10] ČESKÁ TISKOVÁ KANCELÁŘ, 2014. *Senát podpořil zákon o vydání dluhopisů
za 210 miliard korun.* In: Finanční noviny [online]. [cit. 2014-04-14]. Dostupné z:
[http://www.financninoviny.cz/zpravodajstvi/zpravy/senat-podporil-zakon-o-
vydani-dluhopisu-za-210-miliard-korun/1070883](http://www.financninoviny.cz/zpravodajstvi/zpravy/senat-podporil-zakon-o-vydani-dluhopisu-za-210-miliard-korun/1070883)
- [11] ČESKÁ TISKOVÁ KANCELÁŘ, 2014. *Státní dluh roste, na každého Čecha
připadá 160 tisíc korun.* In: Aktuálně [online]. [cit. 2014-04-05]. Dostupné z:
[http://zpravy.aktualne.cz/ekonomika/statni-dluh-roste-na-kazdeho-cechy-pripada-
160-tisic-korun/r~a644ef58ab5511e3b1840025900fea04/](http://zpravy.aktualne.cz/ekonomika/statni-dluh-roste-na-kazdeho-cechy-pripada-160-tisic-korun/r~a644ef58ab5511e3b1840025900fea04/)
- [12] ČESKÉ DLUHOPISY, 2011. *Miroslav Kalousek: otázky a odpovědi* [online]. [cit.
2014-03-10]. Dostupné z: www.ceskedluhopisy.cz
- [13] ČESKO, 2000. *Předpis č. 218/2000 Sb.: Zákon o rozpočtových pravidlech a o
změně některých souvisejících zákonů (rozpočtová pravidla).* In: Sbíрка zákonů
České republiky. Dostupné z:
[http://portal.gov.cz/app/zakony/zakonStruct.jsp?idBiblio=49515&fulltext=&nr=2
18~2F2000&part=&name=&rpp=15#local-content](http://portal.gov.cz/app/zakony/zakonStruct.jsp?idBiblio=49515&fulltext=&nr=218~2F2000&part=&name=&rpp=15#local-content)
- [14] ČESKO: MINISTERSTVO FINANCÍ, 2002. *Vyhláška č. 323/2002 Sb.* [online].
[cit. 2014-02-28]. Dostupné z: [http://www.mfcr.cz/cs/legislativa/legislativni-
dokumenty/2002/vyhlaska-c-323-2002-sb-3461](http://www.mfcr.cz/cs/legislativa/legislativni-dokumenty/2002/vyhlaska-c-323-2002-sb-3461)
- [15] ČESKO: MINISTERSTVO FINANCÍ, 2004, 2005. *Zákon č. 190/2004 Sb.: o
dluhopisech* [online]. [cit. 2014-03-01]. Dostupné z:
[http://www.mfcr.cz/cs/legislativa/legislativni-dokumenty/2004/zakon-c-190-
2004-sb-3572](http://www.mfcr.cz/cs/legislativa/legislativni-dokumenty/2004/zakon-c-190-2004-sb-3572)
- [16] ČESKO: MINISTERSTVO FINANCÍ, 2004, 2014. *Náklady státního dluhu* [onli-
ne]. [cit. 2014-03-15]. Dostupné z: [http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sek-
tor/hospodareni/rizeni-statniho-dluhu/dluhova-statistika/naklady-statniho-dluhu](http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/hospodareni/rizeni-statniho-dluhu/dluhova-statistika/naklady-statniho-dluhu)

- [17] ČESKO: MINISTERSTVO FINANCÍ, 2004, 2014. *Struktura a vývoj státního dluhu* [online]. [cit. 2014-04-02]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/hospodareni/rizeni-statniho-dluhu/dluhova-statistika/struktura-a-vyvoj-statniho-dluhu>
- [18] ČESKO: MINISTERSTVO FINANCÍ, 2005, 2014. *Cíle a kritéria* [online]. [cit. 2014-03-26]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/hospodareni/rizeni-statniho-dluhu/zakladni-informace/cile-a-kriteria>
- [19] ČESKO: MINISTERSTVO FINANCÍ, 2005, 2014. *Finanční nástroje* [online]. [cit. 2014-04-18]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/hospodareni/rizeni-statniho-dluhu/zakladni-informace/financni-nastroje>
- [20] ČESKO: MINISTERSTVO FINANCÍ, 2005, 2014. *Řízení rizik* [online]. [cit. 2014-02-18]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/hospodareni/rizeni-statniho-dluhu/zakladni-informace/rizeni-rizik>
- [21] ČESKO: MINISTERSTVO FINANCÍ, 2007, 2014. *Definice a měření státního dluhu* [online]. [cit. 2014-02-15]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/hospodareni/rizeni-statniho-dluhu/zakladni-informace/definice-a-mereni>
- [22] ČESKO: MINISTERSTVO FINANCÍ, 2012. *Zahraniční emise* [online]. [cit. 2014-04-26]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/hospodareni/rizeni-statniho-dluhu/emise-statnich-dluhopisu/zahranicni-emise>
- [23] ČESKO: MINISTERSTVO FINANCÍ, 2012. *Zákon č. 504/2012 Sb.: o státním rozpočtu České republiky na rok 2013* [online]. [cit. 2014-03-19]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/legislativa/legislativni-dokumenty/2012/zakon-c-5042012-sb-10700>
- [24] ČESKO: MINISTERSTVO FINANCÍ, 2013. *Metodiky ESA 95, GFS 1986 a GFS 2001* [online]. [cit. 2014-03-03]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/legislativa/metodiky/2012/metodiky-esa-95-gfs-1986-a-gfs-2001-9577>
- [25] ČESKO: MINISTERSTVO FINANCÍ, 2013. *Spořicí státní dluhopisy: Jarní emise 12.6.2013* [online]. [cit. 2014-04-26]. Dostupné z: <http://www.sporicidluhopisycr.cz/cs/o-dluhopisech/urokove-sazby/jarni-emise-12-6-2013-488>

- [26] ČESKO: MINISTESTVO FINANCÍ, 2013. *Spořicí státní dluhopisy: Vánoční emise 12.12.2013* [online]. [cit. 2014-04-26]. Dostupné z: <http://www.sporicidluhopisycr.cz/cs/o-dluhopisech/urokove-sazby/vanocni-emise-12-12-2013-575>
- [27] ČESKO: MINISTERSTVO FINANCÍ, 2013. *Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky na rok 2014* [online]. [cit. 2014-03-19]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/strategie-financovani-a-rizeni-statniho-/2014/strategie-financovani-a-rizeni-statniho-15605>
- [28] ČESKO: MINISTESTVO FINANCÍ, 2014. *Čtvrtletní informace o řízení dluhového portfolia - prosinec 2013* [online]. [cit. 2014-03-22]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/hospodareni/rizeni-statniho-dluhu/publikace-a-prezentace/dluhove-portfolio-ctvrtletni-informace/2013/ctvrtletni-informace-o-rizeni-dluhoveho-16402>
- [29] ČESKO: MINISTERSTVO FINANCÍ, 2014. *Informační brožura „Státní rozpočet v kostce“* [online]. [cit. 2014-04-01]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/aktualne/tiskove-zpravy/2014/rozpocet-v-kostce-17505>
- [30] ČESKO: MINISTERSTVO FINANCÍ, 2014. *Státní spořicí dluhopisy: Agregátní statistika spořicích státních dluhopisů v oběhu k 1.1.2014* [online]. [cit. 2014-04-05]. Dostupné z: Agregátní statistika spořicích státních dluhopisů v oběhu k 1.1.2014
- [31] ČESKO: MINISTERSTVO FINANCÍ, 2014. *Spořicí státní dluhopisy: Výhody* [online]. [cit. 2014-04-01]. Dostupné z: <http://www.sporicidluhopisycr.cz/>
- [32] ČESKO: MINISTERSTVO FINANCÍ, 2014. *Státní dluhopisy: podle doby splatnosti* [online]. [cit. 2014-04-02]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/hospodareni/rizeni-statniho-dluhu/dluhova-statistika/podle-doby-splatnosti>
- [33] ČESKO: MINISTERSTVO FINANCÍ, 2014. *Státní dluhopisy: podle typu držitele* [online]. [cit. 2014-04-02]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/hospodareni/rizeni-statniho-dluhu/dluhova-statistika/podle-typu-drzitele>
- [34] ČESKO: MINISTERSTVO FINANCÍ, 2014. *Výsledek hospodaření státního rozpočtu nejlepší od roku 2008* [online]. [cit. 2014-03-18]. Dostupné z:

<http://www.mfcr.cz/cs/aktualne/tiskove-zpravy/2014/vysledek-hosp-statniho-rozpocetu-od-r2008-16289>

- [35] ČESKO: MINISTERSTVO FINANČÍ, 2014. *Závěrečný účet kapitoly 396 – Státní dluh za rok 2012* [online]. [cit. 2014-03-05]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/monitoring/plneni-statniho-rozpoctu/2012/zaverecny-ucet-kapitoly-396-statni-dluh-16921>
- [36] ČESKO: VLÁDA, 2007. *Programové prohlášení vlády* [online]. [cit. 2014-03-30]. Dostupné z: <http://www.vlada.cz/scripts/detail.php?id=20780>
- [37] ČESKO: VLÁDA, 2013. *Vláda pokračovala v jednání o rozpočtu* [online]. [cit. 2014-04-04]. Dostupné z: <http://www.vlada.cz/cz/media-centrum/aktualne/vlada-pokracovala-v-jednani-o-rozpocetu-110993/tmplid-47/>
- [38] ČESKO: VLÁDA, 2014. *Mandatorní výdaje: Co znamená pojem mandatorní výdaje?* [online]. [cit. 2014-02-28]. Dostupné z: <http://icv.vlada.cz/scripts/modules/advice/detail.php?id=647>
- [39] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2014. DUBSKÁ, Drahomíra, Jiří KAMENICKÝ a Lukáš KUČERA. *Český statistický úřad: Vývoj ekonomiky České republiky v roce 2013* [online]. [cit. 2014-03-10]. Dostupné z: <http://www.czso.cz/csu/2013edicniplan.nsf/p/1109-13>
- [40] DVOŘÁK, Pavel, 2008. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. Vyd. 1. V Praze: C.H. Beck, xx, 343 s. ISBN 978-80-7400-075-1.
- [41] EUROPEAN CENTRAL BANK, 2014. *Long-term interest rate statistics for EU Member States* [online]. [cit. 2014-04-05]. Dostupné z: <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/long/html/index.en.html>
- [42] EUROSTAT, 2014. *Long term government bond yields %* [online]. [cit. 2014-04-05]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/geninfo/legal_notices_en.htm
- [43] GRAY, Simon, WOO, David, 2000. *Reconsidering External Financing of Domestic Budget Deficits: Debunking Some Received Wisdom* [online]. [cit. 2014-04-15]. Dostupný z internetu: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/pdp/2000/pdp08.pdf>
- [44] GRUBER, Jonathan, c2011. *Public finance and public policy*. 3rd ed. New York: Worth Publishers, 1 sv., 860 s. ISBN 978-1-4292-1949-5.

- [45]HAMERNÍKOVÁ, Bojka a Alena MAAYTOVÁ, 2010. *Veřejné finance*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 340 s. ISBN 978-80-7357-497-0.
- [46]INVESTICNI WEB, 2012. *Vliv státních dluhopisů na akciové burzy: Strach na prvním místě*. In: Zprávy.kurzy [online]. [cit. 2014-04-16]. Dostupné z: <http://zpravy.kurzy.cz/316965-vliv-statnich-dluhopisu-na-akciove-burzy-strach-na-prvnim-miste/>
- [47]LUCEMBURSKO: LUCEMBURSKÁ BURZA, 2014. *Belgium 2,875%: BE6263902304* [online]. [cit. 2014-04-26]. Dostupné z: <https://www.bourse.lu/instrument/bond/information?cdVal=207246&cdTypeVal=OBL>
- [48]MINISTERSTVO PRÁCE A SOCIÁLNÍCH VĚCÍ, 2010. *Vláda schválila změny v porodném i nemocenské* [online]. [cit. 2014-03-21]. Dostupné z: <http://www.mpsv.cz/cs/9515>
- [49]NAHODIL, František, 2009. *Veřejné finance v České republice*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 359 s. ISBN 978-80-7380-162-5.
- [50]PEKOVÁ, Jitka, 2011. *Veřejné finance: teorie a praxe v ČR*. Vyd. 1. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 642 s. ISBN 978-80-7357-698-1.
- [51]PEKOVÁ, Jitka, Jaroslav PILNÝ a Marek JETMAR, 2008. *Veřejná správa a finance veřejného sektoru*. 3., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: ASPI, 712 s. ISBN 978-80-7357-351-5.
- [52]POSPÍŠIL, Richard, 2013. *Veřejná ekonomika: současnost a perspektiva*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 195 s. ISBN 978-80-7431-112-3.
- [53]ROSEN, Harvey S a Ted GAYER, 2010. *Public finance*. 9th ed. New York: McGraw-Hill Higher Education, xxii, 595 s. ISBN 978-0-07-351135-1.
- [54]SALVETOVÁ, Petra a Lenka VAVŘINOVÁ, 2013. *Opatření ECB v době dluhové krize eurozóny*. Zlín. Seminární práce. Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně.
- [55]SINGER, Miroslav, 2012. ČNB. *Dluhová krize v eurozóně a její dopady na českou ekonomiku*. Praha [online]. [cit. 2014-03-20]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konfer

ence_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20120312_zofinske_forum.pdf

- [56] Spořicí státní dluhopisy pro občany, 2013. In: Aktuálně [online]. [cit. 2014-03-30]. Dostupné z: <http://www.aktualne.cz/wiki/finance/sporici-statni-dluhopisy-pro-obcany/r~i:wiki:1764/>
- [57] STUHLÍK, Roman, 2010. *Krach státních dluhopisů?* In: Finance [online]. [cit. 2014-04-12]. Dostupné z: <http://www.finance.cz/zpravy/finance/253270-krach-statnich-dluhopisu-/>
- [58] TRAXLER, Jan, 2014. *Dluhopisy – bilancování roku 2013 a výhled na rok 2014.* In: Finez [online]. [cit. 2014-04-01]. Dostupné z: <http://www.finez.cz/odborne-clanky/dluhopisy/dluhopisy-bilancovani-roku-2013-a-vyhled-na-rok-2014>
- [59] VEJVODOVÁ, Alžběta, 2013. *Experti: Na dluhopisech pro občany prodělá stát miliardu.* In: ČT24 [online]. [cit. 2014-03-22]. Dostupné z: <http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/248607-experti-na-dluhopisech-pro-obcany-prodela-stat-miliardu/>

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

CB	Centrální banka.
CP	Cenné papíry.
CZTS	Význam třetí zkratky.
ČNB	Česká národní banka.
ČR	Česká republika.
ČSÚ	Český statistický úřad.
DPH	Daň z přidané hodnoty.
DVZ	Denní vyměřovací základ.
EBRD	Evropská banka pro obnovu a rozvoj
EIB	Evropská investiční banka.
EU	Evropská unie.
FO	Fyzická osoba.
HDP	Hrubý domácí produkt.
IBRD	Mezinárodní banka pro obnovu a rozvoj
IMF	Mezinárodní měnový fond
MF	Ministerstvo financí.
NKÚ	Nejvyšší kontrolní úřad.
PD	Primární dealer.
PO	Právnícká osoba.
SDD	Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy.
SFDI	Státní fond dopravní infrastruktury
SKD	Systém krátkodobých dluhopisů.
SPP	Státní pokladniční poukázky.
SR	Státní rozpočet.

SSD Státní spořicí dluhopisy.

SZ Sociální zabezpečení.

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1: Schéma rozpočtového procesu SR ČR (zdroj: Peková, 2011, s. 154)	18
Obrázek 2: Meziroční a mezičtvrtletní změny HDP ČR v % a ve stálých cenách, sezonně očištěné údaje. (Zdroj: ČNB, 2014)	38
Obrázek 3: Meziroční změny HDP v eurozóně v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno. (Zdroj: ČNB, 2014)	40
Obrázek 4: Meziroční růst HDP v ČR a eurozóně v %, sezonně očištěno. (Zdroj: ČNB, 2013)	40
Obrázek 5: Vývoj a predikce HDP ČR. (Zdroj: vlastní propočty)	41
Obrázek 6: Meziroční změny vývozu a dovozu v %, ve stálých cenách, sezonně očištěné údaje. (Zdroj: ČNB, 2014)	43
Obrázek 7: Růst spotřebitelských cen u jednotlivých typů v domácnosti, meziroční změna v % (Zdroj: vlastní zpracování dat)	44
Obrázek 8: Vývoj a predikce inflace ČR. (Zdroj: vlastní propočty)	45
Obrázek 9: Ukazatele nezaměstnanosti v %, sezonně očištěné údaje. (Zdroj: ČNB, 2014).....	46
Obrázek 10: Meziroční změna průměrné mzdy v %. (Zdroj: ČNB, 2014)	46
Obrázek 11: Vývoj a predikce nezaměstnanosti ČR. (Zdroj: vlastní propočty).....	47
Obrázek 12: Růst HDP a míra nezaměstnanosti ve vybraných zemích EU v roce 2013. (Zdroj: MF ČR, 2013)	47
Obrázek 13: Predikce vývoje kurzu koruny vůči euru. (Zdroj: vlastní propočty).....	49
Obrázek 14: Vývoj salda SR ČR. (Zdroj: MF ČR – státní závěrečné účty jednotlivých let, vlastní zpracování dat).....	49
Obrázek 15: Strukturální saldo SR ČR v % HDP. (Zdroj: MF ČR – Informační brožura)	50
Obrázek 16: Deficit vládního sektoru v % HDP. (Zdroj: MF ČR – Státní rozpočet v kostce)	51
Obrázek 17: Podíl jednotlivých složek příjmů na celkových příjmech v %. (Zdroj: MF ČR, vlastní zpracování dat)	52
Obrázek 18: Vývoj výdajů SR ČR. (Zdroj: MF ČR – závěrečné účty jednotlivých let, vlastní zpracování dat).....	53
Obrázek 19: Vývoj mandatorních výdajů ČR. (Zdroj: MF ČR – Státní závěrečné účty jednotlivých let, vlastní zpracování dat).....	54

Obrázek 20: Vývoj celkových mandatorních výdajů a mandatorních výdajů ze zákona. (Zdroj: MF ČR – Státní závěrečné účty jednotlivých let, vlastní zpracování)	55
Obrázek 21: Vývoj průměrné výše vyplácených starobních důchodů v Kč vyrovnáno klouzavým průměrem. (Zdroj: ČSZZ – Statistická ročenka z oblasti důchodového pojištění za rok 2012, vlastní zpracování dat)	56
Obrázek 22: Udržitelnost vývoje celkových mandatorních výdajů SR ve vztahu k příjmům SR a predikce celkových zákonných mandatorních výdajů (v mld. Kč, odhad regresní analýzy. (Zdroj: MF ČR, vlastní zpracování dat a vlastní propočty)	57
Obrázek 23: Vývoj výdajů SR ČR. (Zdroj: MF ČR – Státní závěrečné účty jednotlivých let, vlastní zpracování dat).....	58
Obrázek 24: Struktura a vývoj státního dluhu ČR. (Zdroj: MF ČR – Struktura a vývoj státního dluhu, 2004, vlastní zpracování dat).....	59
Obrázek 25: Podíl vnitřního a vnějšího zadlužení na celkovém státním dluhu ČR. (Zdroj: MF ČR – Struktura a vývoj státního dluhu, 2004, vlastní zpracování dat).....	60
Obrázek 26: Vývoj čistých výdajů na obsluhu státního dluhu. (Zdroj: MF ČR – Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2014).....	63
Obrázek 27: Vývoj hrubé výpůjční potřeby a jejich složek. (Zdroj: MF ČR - Výpůjční požadavky a krytí státního dluhu ČR, vlastní zpracování dat).....	64
Obrázek 28: Dluh vládního sektoru ve vybraných zemích EU (ESA95). (Zdroj: MF ČR – Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2014)	65
Obrázek 29: Úročení 10letých řeckých státních dluhopisů. (Zdroj: Bloomberg, 2014).....	66
Obrázek 30: Vývoj úrokových sazeb 10letých státních dluhopisů v zemích PIIGS. (Zdroj: Singer, 2012).....	66
Obrázek 31: Program financování v roce 2013. (Zdroj: MF ČR – Čtvrtletní informace o řízení dluhového portfolia prosinec 2013)	68
Obrázek 32: Vývoj výnosu aukcí SPP (Zdroj: ČNB – Strategie financování a řízení státního dluhu ČR 2014).....	70
Obrázek 33: Vývoj úrokových výnosů desetiletých dluhopisů ČR a Eurozóny. (Zdroj: vlastní zpracování dat z Eurostatu)	74

Obrázek 34: Výnosová křivka korunových státních dluhopisů. (Zdroj: MF ČR – Strategie financování a řízení státního dluhu ČR 2014, 2013).....	75
Obrázek 35: Riziková prémie českých státních dluhopisů. (Zdroj: MF ČR – Strategie financování a řízení státního dluhu ČR 2014).....	76
Obrázek 36: Prémie u swapů úvěrového selhání. (Zdroj: MF ČR – Strategie financování a řízení státního dluhu ČR 2014).....	77
Obrázek 37: Vývoj úrokových výnosů desetiletých státních dluhopisů Německa. (Zdroj: Trandingeconomics).....	81
Obrázek 38: Vývoj úrokových výnosů desetiletých státních dluhopisů Řecka. (Zdroj: Trandingeconomics).....	82
Obrázek 39: Vývoj úrokových výnosů desetiletých státních dluhopisů Belgie. (Zdroj: Trandingeconomics).....	82
Obrázek 40: Ratingové hodnocení ratingové agentury Standard & Poor's k 18.4.2014 a úrokové výnosy desetiletých státních dluhopisů EU. (Zdroj: vlastní propočty)	83
Obrázek 41: Ratingové hodnocení ČR v roce 2013. (Zdroj: MF ČR – Strategie financování a řízení státního dluhu ČR 2014, 2013).....	84
Obrázek 42: Výnosy desetiletých státních dluhopisů vybraných zemí v %. (Zdroj: Investiční web, 2012)	84
Obrázek 43: Korelace výnosů desetiletých státních dluhopisů zemí EU. (Zdroj: vlastní propočty).....	85
Obrázek 44: Krabicové diagramy desetiletých státních dluhopisů a dlouhodobých úrokových sazeb vybraných zemí EU. (Zdroj: vlastní propočty)	86
Obrázek 45: Historický vývoj indexu volatility CBOE/CBOT 10-year U.S. Treasury Note. (Zdroj: CBOE).....	87
Obrázek 46: Predikce úrokového výnosu českých státních dluhopisů. (Zdroj: vlastní propočty)	89

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1: Druhy třídění příjmů a výdajů SR ČR (zdroj: MF ČR, vlastní úprava)	21
Tabulka 2: Druhové třídění příjmů SR ČR (zdroj: MF ČR, vlastní úprava)	26
Tabulka 3: Druhové třídění výdajů SR ČR (zdroj: MF ČR, vlastní úprava)	27
Tabulka 4: Vývoj podílu celkových výdajů na HDP v %. (Zdroj: ČSÚ a MF ČR, vlastní zpracování dat).....	54
Tabulka 5: Vývoj podílu dluhové služby na celkovém deficitu SR. Podíl čistých výdajů státního dluhu na celkovém deficitu SR ČR. (Zdroj: MF ČR – Struktura a vývoj státního dluhu, Výpůjční požadavky a krytí státního dluhu; vlastní zpracování dat)	58
Tabulka 6: Úrokové náklady státního dluhu ČR. (Zdroj: MF ČR – Náklady státního dluhu, vlastní zpracování dat)	62
Tabulka 7: Podíl úroků na HDP vyjádřený v %. (Zdroj: MF ČR – Závěrečný účet kapitoly 396 Státní dluh za rok 2012, vlastní zpracování dat)	63
Tabulka 8: Úpis státních spořicíh dluhopisů v roce 2013. (Zdroj: MF ČR – jarní a vánoční emise 2013, vlastní zpracování dat).....	72
Tabulka 9: Srovnání základních makroekonomických veličin ČR a Belgie za rok 2013. (Zdroj: Tradingeconomics).....	89

SEZNAM PŘÍLOH

- PI Počet důchodců a poplatníků pojistného k 31.3. běžného roku
- PII Skladba státního dluhu ČR podle splatnosti
- PIII Struktura státního dluhu podle držitele k 31.12.2013
- PIV Emise státních dluhopisů ČR na zahraničních trzích
- PV Počet prodaných kusů SSD v jednotlivých emisích dle typu SSD
- PVI Predikce státního dluhu a bilance zahraničního obchodu
- PVII Predikce základních makroekonomických dat ČR
- PVIII Korelace mezi faktory

**PŘÍLOHA P I: POČET DŮCHODCŮ A POPLATNÍKŮ POJISTNÉHO
K 31.3. BĚŽNÉHO ROKU (Zdroj: ČSSZ a MPSV)**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Počet důchodců celkem	2 688 078	2 727 240	2 759 803	2 797 939	2 823 583	2 871 453	2 863 034
Počet starobních důchodců	1 997 503	2 034 881	2 071 269	2 225 908	2 266 348	2 340 218	2 340 148
Počet poplatníků pojistného	4 958 581	5 006 895	4 909 120	4 829 554	4 923 898	4 933 997	4 897 052
Počet poplatníků na jednoho důchodce	1,84	1,84	1,78	1,73	1,74	1,72	1,71
Počet poplatníků na 1 starobního důchodce	2,48	2,46	2,37	2,17	2,17	2,11	2,09

PŘÍLOHA P II: SKLADBA STÁTNÍHO DLUHU ČR PODLE

SPLATNOSTI (Zdroj: MF ČR – státní dluhopisy podle doby splatnosti, vlastní zpracování)

Reziduální splatnost	Stav v mld. Kč k 31.12.2007	(%)	Stav v mld. Kč k 31.12.2013	(%)
Do 1 roku	162	18,2	265	16,4
1-3 roky	174	19,5	318	19,7
3-5 let	81	9,1	302	18,7
5-7 let	114	12,7	243	15,1
7-10 let	131	14,7	334	20,7
Nad 10 let	230	25,8	150	9,3
Celkem	892	100,0	1612	100,0

PŘÍLOHA P III: STRUKTURA STÁTNÍHO DLUHU PODLE

DRŽITELE K 31.12.2013 (Zdroj: MF ČR – Dluhová statistika podle typu držitele, vlastní zpracování)

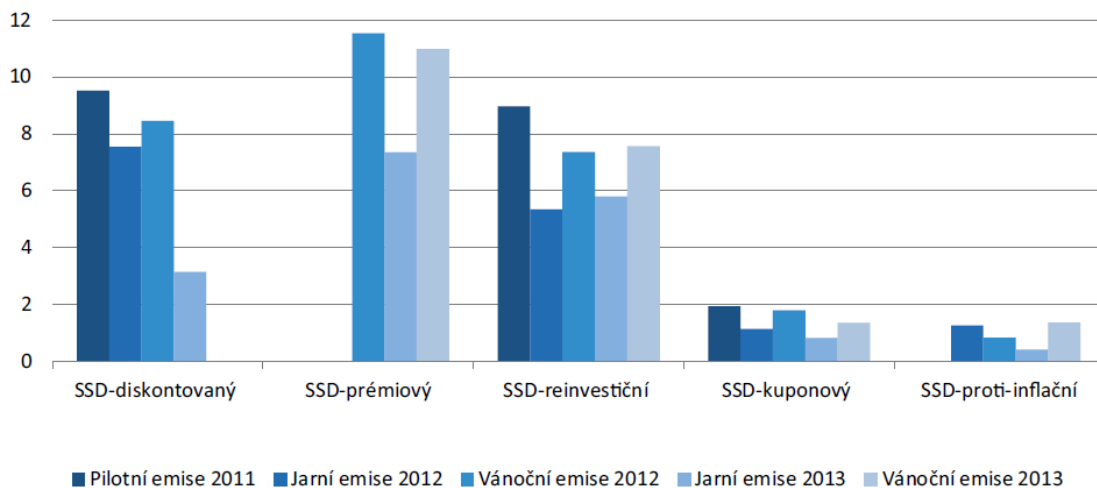
sektor		V Kč	V %
11000	Nefinanční podniky	23 411 588 042	1,45
12000	Finanční instituce	909 675 050 000	56,44
13000	Vládní instituce	75 660 585 488	4,69
14000	Domácnosti	81 932 152 042	5,08
	Z toho spořicí státní dluhopisy	79 839 462 042	4,95
15000	Neziskové instituce sloužící domácnostem	4 271 816 255	0,27
	Z toho spořicí státní dluhopisy	2 698 036 255	0,17
20000	Nerezidenti	193 193 178 043	11,99
	Z toho spořicí státní dluhopisy	1 021 838 043	0,06
Korunové dluhopisy celkem		1 288 144 369 870	79,92
Zahraniční emise dluhopisů		323 681 958 750	20,08
Dluhopisy celkem		1 311 826 328 620	100

**PŘÍLOHA P IV: EMISE STÁTNÍCH DLUHOPISŮ ČR NA
ZAHRANIČNÍCH TRZÍCH** (Zdroj: MF ČR – Zahraniční emise)

Měna	Jmenovitá hodnota	Kupon (%)	Výnos (p.a.)	Rozpětí (nad mid-swap v bps)	Vyplácení kuponu	Datum emise	Původní doba splatnosti (v letech)	Kótováno
EUR	750 mil.	3,875	2,871	116,0	Ročně	5.10.2012	10,25	LUX
EUR	2 mld.	3,875	3,977	160,0	Ročně	24.2.2012	10,25	LUX
EUR	2 mld.	3,625	3,707	105,0	Ročně	14.9.2010	10,6	LUX
CHF	500 mil.	2,875	2,782	75,0	Ročně	23.11.2009	7	SWX
EUR	300 mil.	6M EURIB OR+100 bps		76,8 ³⁾	Pololetně	5.10.2009	6	LUX
EUR	1,5 mld.	4,500	4,750	196,4	Ročně	5.5.2009	5,5	LUX
EUR	2 mld.	5,000	5,034	25,0	Ročně	11.6.2008	10	LUX
JPY	30 mld.	2,750	2,769	27,0 ⁴⁾	Pololetně	16.1.2006	30	-
EUR	1 mld.	4,125	4,225	10,0	Ročně	18.3.2005	15	LUX
EUR	1,5 mld.	4,625	4,654	12,0	Ročně	23.6.2004	10	LUX

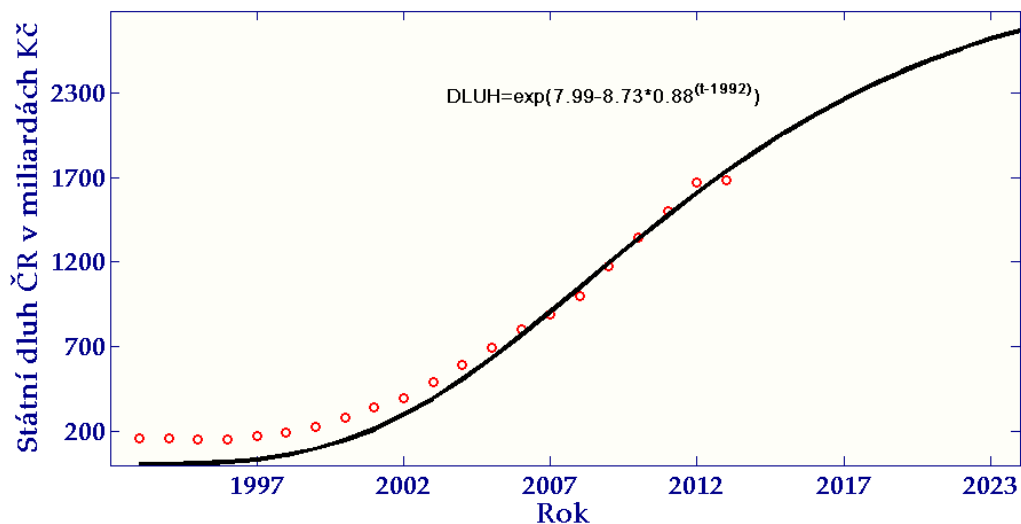
PŘÍLOHA P V: POČET PRODANÝCH KUSŮ SSD

V JEDNOTLIVÝCH EMISÍCH DLE TYPU SSD (Zdroj: MF ČR – Spořicí státní dluhopisy: Agregátní statistika spořicích státních dluhopisů v oběhu k 1.1.2014)

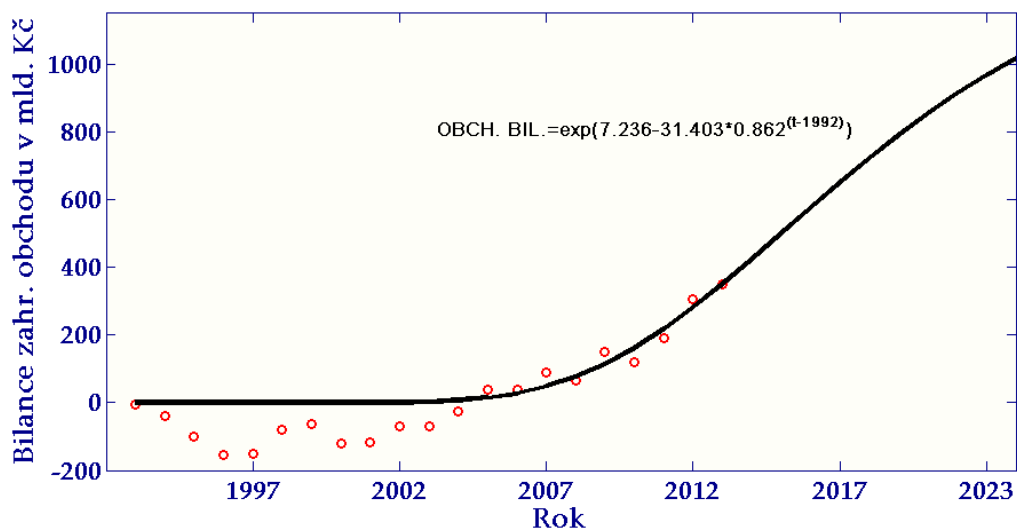


PŘÍLOHA P VI: PREDIKCE STÁTNÍHO DLUHU A BILANCE ZAHRANIČNÍHO OBCHODU (Zdroj: vlastní propočty)

Predikce vývoje státního dluhu pomocí Gompertzovy křivky



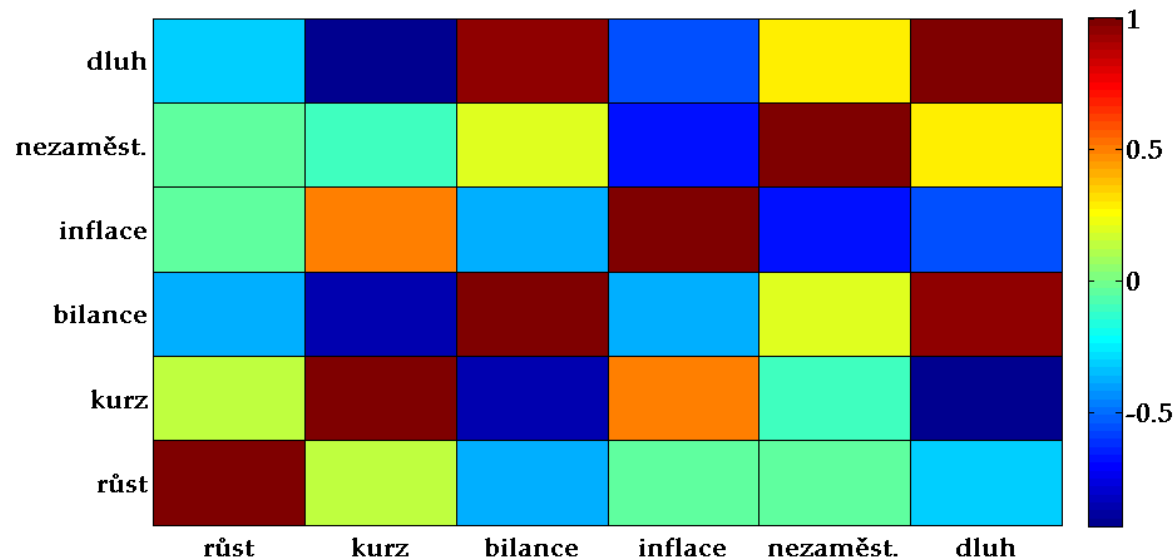
Predikce bilance zahraničního obchodu pomocí Gompertzovy křivky



PŘÍLOHA P VII: PREDIKCE ZÁKLADNÍCH MAKROEKONOMICKÝCH DAT ČR (Zdroj: vlastní propočty)

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
růst v %	HDP s.c.	2,03	-0,27	-0,42	1,65	2,95	1,54	-0,77	-0,92	1,15	2,45	1,05
v mld. Kč	bilance zahraničního obchodu	424,2	499,8	575,7	650,2	722,2	790,5	854,6	913,9	968,3	1017,8	1062,4
v %	míra inflace	2,15	2,13	2,11	2,09	2,08	2,07	2,06	2,05	2,04	2,04	2,03
v %	obecná míra nezaměstnanosti	7,31	7,39	8,25	8,87	8,56	7,90	7,98	8,85	9,47	9,15	8,50
v mld. Kč	státní dluh	1854,5	1965,5	2068,1	2162,2	2248,2	2326,2	2396,7	2460,2	2517,1	2568	2613,4

PŘÍLOHA P VIII: KORELACE MEZI FAKTORY (Zdroj: vlastní propočty)



	Růst	Kurz	Bilance	Inflace	Nezaměstnanost	Dluh
Dluh	1,0000	0,1522	-0,3724	-0,0519	-0,339	-0,3136
Nezaměstnanost	0,1522	1,0000	-0,8550	0,4934	-0,1002	-0,9311
Inflace	-0,3724	-0,8550	1,0000	-0,3596	0,1953	0,9446
Bilance	-0,0519	0,4934	-0,3596	1,0000	-0,6827	-0,5427
Kurz	-0,339	-0,1002	0,1953	-0,6827	1,0000	0,2776
Růst	-0,3136	-0,9311	0,9446	-0,5427	0,2776	1,0000