

Může česká ekonomika vyrůst z dluhu?¹

MICHAL FRANTA

Shrnutí

V souvislosti s rostoucími schodky státních rozpočtů řady zemí EU se v debatách, včetně těch v Česku, objevuje úvaha, že by stát mohl „vyrůst z dluhu“. Tato úvaha je založena na tom, že pro schopnost dluh splácet není ani tak důležitá samotná výše dluhu, ale **míra zadlužení** státu, což je velikost dluhu vztahená k velikosti ekonomiky (HDP). Míru zadlužení tedy snižuje nejen redukce dluhu, ale také vyšší ekonomický růst země. Výraznější růst pak umožňuje i vyšší rozpočtové schodky a další zadlužování. Klíčovou podmínkou však je, že tempo ekonomického růstu dlouhodobě převyšuje úrokovou sazbu, za kterou si stát může na dluh půjčovat. Úvahy založené na myšlence „vyrůst z dluhu“ však v tomto ohledu mají v současných českých ekonomických podmínkách velmi slabou oporu, která bude ve výhledu velmi pravděpodobně dále slábnout.

Vyrůstat z dluhu je když

Pro stabilitu a udržitelnost státních financí není ani tak důležitá samotná **výše dluhu země**², jako spíše **míra zadlužení**, tedy podíl státního dluhu na velikosti ekonomiky – hrubém domácím produktu (HDP). Vyrůstání ekonomiky ze státního dluhu pak ve zjednodušené podobě vypadá následovně:

- Stát si na počátku 1. roku vypůjčí na jeden rok jednu miliardu korun.
- Během 1. roku ekonomika roste a k jednomiliardovému dluhu se připočtou úroky.
- Pokud ekonomika naroste rychleji, než naroste dluh (v důsledku úroků), tak na konci 1. roku bude dluh (jedna miliarda + úroky) vztahený k velikosti ekonomiky nižší. **Míra zadlužení tedy díky vysokému růstu HDP během roku poklesne.**
- Na začátku 2. roku si stát na splacení dluhu (dříve vypůjčené miliardy navýšené o úroky) opět vypůjčí. Z pohledu státu tedy nedojde ke splacení ani jistiny (miliarda), ani úroků připočtených během 1. roku.
- Na konci 2. roku dojde při tempu růstu HDP vyššímu než úroková sazba dluhu k dalšímu **poklesu míry zadlužení**. A to opět navzdory nárůstu dluhu o další úroky.
- Takto se vše opakuje další roky. Přes rostoucí objem vypůjčených peněz (původní 1 miliarda + každoročně nabíhající úroky) a bez jakéhokoliv průběžného splácení míra zadlužení postupně klesá. **Ekonomika tedy postupně vyrůstá z dluhu jedné miliardy vypůjčené na začátku.**

1 Tato studie reprezentuje pouze názor autora, a nikoli oficiální stanovisko Ekonomického ústavu AV ČR, v. v. i. či Centra pro ekonomický výzkum a doktorské studium UK (CERGE). Za cenné komentáře a rady autor děkuje Jaroslavu Borovičkovi, Tomáši Holubovi, Danielu Münichovi a Petru Vilímovi. Veškeré případné nepřesnosti a chyby jdou na vrub autora. Michal Franta působí v think-tanku IDEA při CERGE-EI.

2 Tento text se zaměřuje na dluh českého státu, nikoliv na dluh českých veřejných rozpočtů, které navíc zahrnují i rozpočty krajů, obcí, zdravotních pojišťoven atd. Důvodem je snaha vztahovat úvahy v textu přímo na příjmy a výdaje státního rozpočtu, protože diskuze o vyrůstání z dluhu se často vede právě v kontextu státního dluhu. Nicméně z čistě ekonomického pohledu by bylo pravděpodobně vhodnější pracovat s financemi celého vládního sektoru. Například fiskální pravidla se formulují v cílech pro saldo veřejných rozpočtů v podílu k HDP.

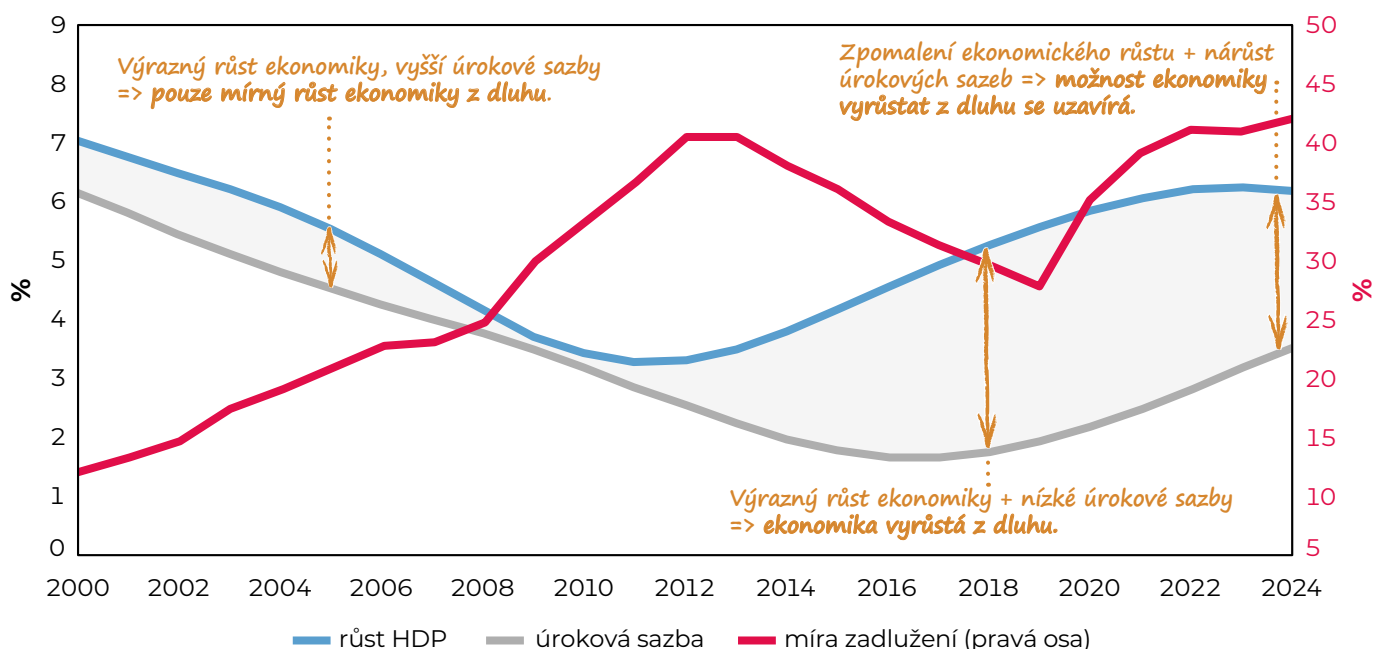
Původně vypůjčenou miliardu může stát hned 1. rok utratit a na její splácení v budoucnu není třeba zvyšovat daňové sazby nebo snižovat výdaje rozpočtu. Stát kvůli splácení půjčené miliardy nemusí v budoucnu vykázat žádný **primární přebytek**, tj. rozpočtový přebytek před započtením výdajů na splátku úroku (obsahu státního dluhu). Půjčenou miliardu tedy stát nemusí splácet a míra zadlužení země bude i tak klesat. K tomu stačí, aby ekonomika dlouhodobě vykazovala tempo ekonomického růstu převyšující úrokovou sazbu placenou za státní dluh. Není náhoda, že úvahy o růstu ekonomiky ze státního dluhu zaznívají častěji v dobách nízkých úrokových sazeb.³

Vyrůstat z dluhu lze, pokud tempo ekonomického růstu dlouhodobě převyšuje úrokovou sazbu placenou za státní dluh.

Sofistikovanější varianty argumentu o ekonomice vyrůstající z dluhu uvažují aktivní roli vlády. Konkrétně jde o představu, že vláda vypůjčenou miliardu může zvýšit potenciál dlouhodobého ekonomického růstu země. Zde se nabízí plejáda možností od navýšení investic do školství, vědy a zdraví, přes investice do energetiky, rozvoje dopravní a další veřejné infrastruktury. Vyšší dlouhodobý růst ekonomiky se posléze promítne do nižší míry zadlužení. Vláda by tedy mohla pomocí vyššího rozpočtového schodku aktivně zajistit vyrůstání ekonomiky z dluhu, aniž by v budoucnu muselo docházet ke zvyšování daňových sazeb nebo omezování výdajů.⁴

Graf 1: Vyrůstat z dluhu lze při vysokém ekonomickém růstu a nízkých úrokových sazbách

(růst nominálního HDP, úroková sazba státního dluhu a míra zadlužení státu (pravá osa))⁵



³ Jednu z posledních větších diskuzí tohoto typu spustila přednáška O. Blancharda, která vyšla také jako článek „Public Debt and Low Interest Rates“ v *American Economic Review*, 2019, 109(4). Domácí diskuze viz například zde [🔗](#).

⁴ V této variantě argumentu o vyrůstání z dluhu není nutné, aby bylo tempo růstu ekonomiky vyšší než úroková sazba placená za státní dluh.

⁵ Růst HDP a úroková sazba státního dluhu jsou vyhlazeny z důvodu zpřehlednění jejich vzájemného porovnání. Veličiny jsou vyhlazeny HP filtrem s parametrem vyhlazování 100, v rámci kterého je zkreslení konečných bodů vyhlazené řady vyřešeno uvažováním prognóz růstu HDP a sazeb na roky 2025 a 2026 dostupných zde [🔗](#).

Historické zkušenosti

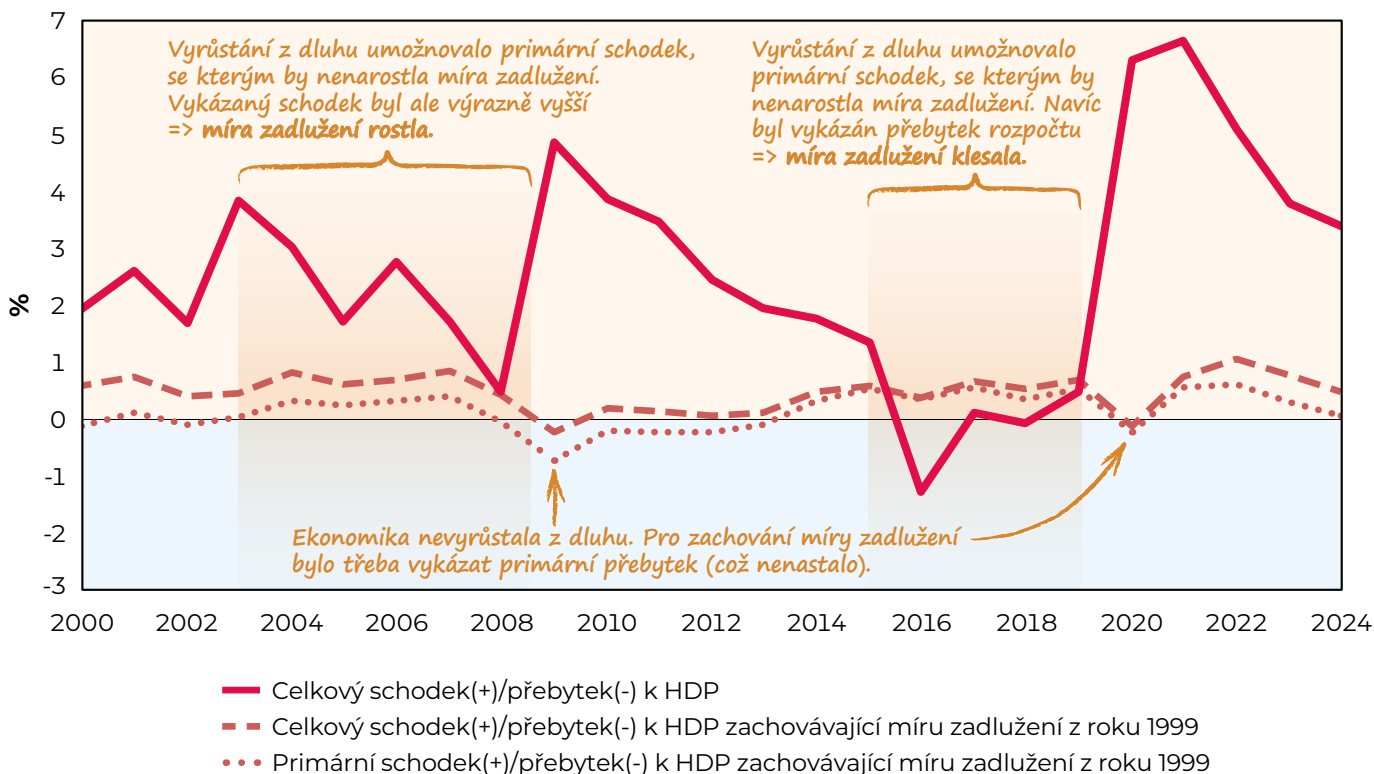
Rychlejší tempo růstu české ekonomiky (HDP), v porovnání s úrokovou sazbou státního dluhu, vyrůstání z dluhu v minulém čtvrtstoletí skutečně umožňovalo (**Graf 1**). Pokud by vlády v tomto období dluh nenavyšovaly a pouze si půjčovaly na splácení úroků z dluhu stávajícího⁶, tak by bývala míra zadlužení českého státu klesala. Stejně jako v příkladu v úvodu. Naopak, pokud by českým vládám v tomto období stačilo pouze **udržovat počáteční míru zadlužení**, mohly se i tak průběžně dále zadlužovat – velikost dluhu by mohla růst i nad rámec vypůjčování si na obsluhu dluhu.

Právě možnost dalšího zadlužování se umožněného vyrůstáním české ekonomiky ze státního dluhu byla předmětem veřejných debat, a proto se jí zabýváme podrobněji v následujících simulacích. Ukazujeme, jak velké schodky rozpočtu by byly od roku 2000 možné díky vyrůstání české ekonomiky z dluhu. To znamená, **jak velké schodky by vlády bývaly mohly vykázat, aniž by došlo k růstu míry zadlužení**.

Už bylo vysvětleno, že vyrůstání z dluhu bylo po roce 2000 možné díky tomu, že tempo růstu HDP převyšovalo úrokovou sazbu, za kterou si stát půjčoval na finančním trhu. Rozdíl mezi tempem růstu nominálního HDP a úrokovou sazbou⁷ dosáhl v letech 2000–2024 v průměru 1,90 procentního bodu. Naše simulaceⁱ ukazují, že takové vyrůstání z dluhu umožňovalo v průměru každoroční rozpočtový schodek odpovídající zhruba **půl procentu HDP** (**Graf 2**). Bez započtení výdajů na obsluhu státního dluhu (splácení úroků)

Graf 2: Vyrůstání české ekonomiky z dluhu po roce 2000 umožňovalo jen mírné další zadlužování

(simulace celkového a primárního schodku k HDP, které by udržely míru zadlužení z roku 1999)



6 To znamená, že by státní rozpočty nevykazovaly primární schodky.

7 Uvažujeme úrokovou sazbu danou výnosem desetiletých vládních dluhopisů. Průměrná doba do splatnosti státního dluhu ke konci roku 2024 dosahovala hodnoty 6,3 roku – viz [6](#). Považujeme aproximaci úrokové sazby placené za státní dluh výnosem desetiletého vládního dluhopisu pro účely představené v tomto textu za dostatečnou.

byl takto umožněn průměrný (primární) schodek rozpočtu o velikosti **0,16 % HDP**. Takový schodek by tedy nezvyšoval **míru zadlužení**. Ta by zůstala na úrovni roku 1999, tj. na úrovni 10 % HDP. Jinak řečeno, pokud by státní rozpočty vykazovaly maximálně takové schodky, tak by nebylo nutné pro jejich splacení následně či někdy v budoucnosti omezovat rozpočtové výdaje či zvyšovat daně. Dluh vzniklý z takových schodků by nemusel být splácen a česká ekonomika by z něj postupně vyrostla. Vyšší vykázané rozpočtové schodky naopak vedly k růstu míry zadlužení.ⁱⁱ

Efekt vyrůstání z dluhu po roce 2000 umožňoval každoroční rozpočtové schodky v průměru zhruba půl procenta HDP.

Schodek státního rozpočtu po roce 2000 však dosahoval výrazně vyšší úrovně, v průměru 2,6 % HDP. To bohatě překonalo schodek umožněný vyrůstáním z dluhu, tj. již zmíněných 0,5 % HDP.⁸ Skutečné rozpočtové schodky tedy výrazně převyšovaly schodky nezvyšující míru zadlužení. Proto došlo v období let 2000–2024 k výraznému zvýšení míry zadlužení státu z nízkých 10 % HDP až na 42 % HDP.

Tempa zadlužování po roce 2000 výrazně přesahovala jakoukoliv realisticky představitelnou možnost vyrůstání z dluhu.

Jinými slovy, v letech 2000–2024 nebylo korektní ospravedlňovat navyšování rozpočtových schodků tím, že česká ekonomika z vyššího dluhu posléze vyroste. Tehdejší tempo zadlužování totiž výrazně přesahovalo jakoukoliv realisticky představitelnou možnost vyrůstání z dluhu.

Může česká ekonomika vyrůst z dluhu?

Posuňme se nyní v úvahách založených na již známé minulosti do neznámé budoucnosti.ⁱⁱⁱ V porovnání s posledním čtvrtstoletím lze v dlouhodobém výhledu očekávat, že tempo růstu české ekonomiky bude nižší a úrokové sazby státního dluhu naopak vyšší. Taková kombinace možnost vyrůstání české ekonomiky z dluhu značně omezí. Nelze ani očekávat výraznou podporu dlouhodobého ekonomického růstu ze strany vlád, pokud se rozpočtové politiky výrazněji nezmění. Výhledy jednotlivých faktorů spoluurčujících potenciál vyrůstání české ekonomiky z dluhu si zaslouží podrobnější diskusi:

1) Tempo růstu české ekonomiky a úrokové sazby

Uplynulých 25 let bylo v Česku z pohledu státního dluhu a ekonomického růstu z několika důvodů unikátní. Byli jsme svědky globální finanční krize následované dekádou velmi nízkých úrokových sazeb.⁹ Ve směru dlouhodobě nízkých sazeb působila řada dalších faktorů: stárnutí populace v ekonomicky vyspělých zemích a tržní globalizace tlumící růst cen.¹⁰ Tempo ekonomického růstu Česka bylo navíc podporováno technologickým a obecně ekonomickým přibližováním se rozvinutějším ekonomikám.

Pokračování tohoto stavu příznivého pro vyrůstání z dluhu lze ale do budoucna jen stěží očekávat. Rozdíl mezi tempem růstu české ekonomiky a úrokovou sazbou státního dluhu bude pravděpodobně dále klesat. A to jak kvůli poklesu průměrného tempa ekonomického růstu, tak kvůli dlouhodobě vyšším úrokovým sazbám. Odeznění důsledků finanční krize, spolu s deglobalizací, povede k vyšším úrokovým sazbám. Růstový potenciál české ekonomiky daný jejím přibližováním se vyspělejšími zeměmi je také již do velké míry vyčerpán.

8 Logika této úvahy je převzata z článku Cochrane (2021) dostupného zde [8](#).

9 Nekonvenční měnové politiky centrálních bank snižovaly úrokové sazby dluhů s delší splatností, tedy i státních dluhů.

10 Odkaz [9](#)

Pokles rozdílu mezi tempem růstu ekonomiky a úrokovými sazbami státního dluhu může dosáhnout úrovně, kdy budou úrokové sazby dlouhodobě vyšší než tempo růstu HDP.¹¹ V takové situaci je vyrůstání z dluhu nemožné.

2) Rozpočtová politika

Budoucí české vlády mohou k vyrůstání ekonomiky z dluhu přispívat vhodnou rozpočtovou politikou. Jedná se především o reformy zvyšující tempo dlouhodobého ekonomického růstu. Na druhou stranu lze ale očekávat, že úrokové sazby z dluhu kvůli rozpočtové politice v budoucnosti spíše porostou. Projdeme opět detailněji obě možnosti:

Budoucí české vlády mohou k vyrůstání české ekonomiky ze státního dluhu přispět reformami zvyšujícími tempo dlouhodobého ekonomického růstu.

a) Úrokové sazby ze státního dluhu

Rozpočtová politika budoucích českých vlád bude působit spíše ve směru vyšších úrokových sazeb spojených se státním dluhem.¹² Hlavní důvody jsou dva:^{iv}

- Nárůst domácího i globálního státního dluhu¹³ povede k růstu nabídky státních dluhopisů, což povede k poklesu jejich ceny, a tedy k růstu jejich úročení.
- S růstem objemu státního dluhu země souvisí i růst pravděpodobnosti jeho nesplacení. Pravděpodobnost nesplacení se promítá do nárůstu tzv. rizikové premie, což je část splácených úroků představující cenu za riziko státního bankrotu. Nárůst rizikové premie znamená nárůst úrokové sazby, kterou země za dluh platí.¹⁴

Růst úrokové sazby státního dluhu v budoucnosti v důsledku růstu míry zadlužení bude znamenat méně prostoru pro vyrůstání ekonomiky z dluhu.

b) Modernizační reformy

Obvyklý argument v kontextu vlivu rozpočtové politiky na šance vyrůst z dluhu vychází z rozpočtových schodků financujících strukturální reformy. Tyto reformy mohou skrze lepší infrastrukturu, vyšší a lepší vzdělání či vývoj a inovace zvýšit produktivní potenciál ekonomiky, a tedy její růst.¹⁵ To podle základní logiky vyrůstání z dluhu vede k poklesu či zpomalení růstu míry zadlužení.¹⁶

V praktické rovině je však velkou otázkou, nakolik vlády investicemi a reformami skutečně mohou dlouhodobý ekonomický růst výrazněji podpořit. Empirická evidence ze světa, byť poměrně slabá, tuto možnost skutečně naznačuje.^v Uvažované reformy jsou zpravidla strukturálního charakteru, tedy implementačně a časově náročné, nepopulární a politicky obtížně průchodné. V Česku navíc pozorujeme trend klesající

11 Situace, kdy je úroková sazba státního dluhu dlouhodobě vyšší než tempo růstu HDP, není historicky nijak neobvyklá – viz například 80. a 90. léta minulého století v USA.

12 Odhady vztahu fiskálních proměnných a dlouhodobých úrokových sazeb pro USA lze nalézt zde [🔗](#).

13 Odkaz [🔗](#)

14 Tento kanál vlivu velikosti státního dluhu na úrokové sazby v sobě zahrnuje i scénáře explozivního nárůstu úrokových sazeb. Očekávání problémů se splácením státního dluhu vede k nárůstu rizikové premie, což dluh zdražuje. To vede k dalšímu nárůstu dluhu, protože rostou placené úroky. Zároveň kvůli tomu dojde k zesílení očekávání problémů se splácením dluhu atd. Takovýto scénář jsme mohli pozorovat během řecké dluhové krize v letech 2010–2015.

15 Potenciál ekonomiky zachycuje množství zboží a služeb, které může ekonomika vyrobit při plném vytížení její kapacity (továren, lidského kapitálu atd.).

16 Vyrůstání z dluhu podporuje i krátkodobá stimulace reálné ekonomiky vedoucí k růstu daňového výběru, viz teoretický model v Angeletos, G. M., Lian, C., a C. K. Wolf (2024): „Can deficits finance themselves?“, *Econometrica*, 92(5), 1351–1390. Nicméně taková stimulace vede i k nárůstu inflace.

intenzity skutečných investic v celkových výdajích vlády.¹⁷ Efekty uvažované v teoretických modelech a zjištěné v empirické literatuře lze pro českou situaci a výhled předpokládat jen s velkou opatrností.¹⁸

Výhled dlouhodobého tempa růstu české ekonomiky a úrokových sazeb státního dluhu, i s ohledem na předpokládané působení rozpočtové politiky, není ohledně možného vyrůstání ekonomiky z dluhu příliš optimistický, spíše naopak.

Výhled tempa růstu české ekonomiky a úrokových sazeb není ohledně možného vyrůstání ekonomiky z dluhu optimistický.

Další možnosti snížení míry zadlužení státu

Vyšší tempo růstu ekonomiky v porovnání s úrokovou sazbou placenou za státní dluh představuje pouze jeden z možných způsobů, jak dojde ke snížení míry zadlužení státu. Historické epizody výraznějšího poklesu míry zadlužení popsané v **Textboxu** většinou kombinovaly více způsobů. Některé z nich zde stručně zmíníme:

Vyšší příjmy a nižší výdaje

Míru zadlužení lze snížit samozřejmě i tak, že se sníží výdaje nebo se navýší příjmy státního rozpočtu, například zvýšením daní. Tato možnost není přímo odvislá od vztahu tempa růstu ekonomiky a úrokových sazeb dluhu – fiskální konsolidace je totiž plně v režii vlády. Nicméně samotný ekonomický růst tento způsob snížení míry zadlužení výrazně ovlivňuje. V rychle rostoucí ekonomice je totiž politicky průchodnější zvyšovat některé výdaje pomaleji, než výdaje snižovat ve stagnující ekonomice. Na druhou stranu je řada výdajů přímo nebo nepřímo navázána na ekonomický růst. Při dluhovém financování takových výdajů se růst ekonomiky do nižší míry zadlužení nepromítá. Je-li například závazek výdajů na obranu formulován relativně vůči HDP, tak vyšší růst HDP automaticky znamená i povinnost vyšších plánovaných výdajů na obranu.

Neočekávaná inflace

Míru zadlužení snižuje i neočekávaná inflace. Neočekávaný nárůst inflace, podobně jako v letech 2021–2023, totiž nezmění aktuální velikost státního dluhu ani dohodnuté úroky, které za dluh stát platí.¹⁹ Nárůst inflace však zvýší nominální velikost ekonomiky (nominální HDP). To vede k poklesu míry zadlužení státu. Je-li ale růst inflace očekávaný, pak k poklesu míry zadlužení nedojde, protože se v takovém případě očekávaný růst inflace odrazí ve vyšší úrokové sazbě, a tedy v placených úrocích.²⁰

V textu výše jsme předpokládali, že inflace a inflační očekávání se budou v Česku pohybovat kolem inflačního cíle ČNB, tj. že růst cen bude stabilní a více méně očekávaný. Pokles míry zadlužení z důvodu překvapivého růstu inflace tedy není uvažován. Není to ale historicky nijak neobvyklá situace. Známe ji například i z nedávné minulosti z období let 2021–2024 v Česku a z dávější historie např. v USA po 2. světové válce (viz **Textbox**).

17 Podíl celkových kapitálových výdajů vládních institucí na celkových výdajích (tj. kapitálových a běžných) trendově klesá z hodnot okolo 20 % na přelomu tisíciletí aktuálně k hodnotám mírně přesahujícím 10 %. Zdroj dat [📊](#), část *Vládní finanční statistika, Příjmy a výdaje vládních institucí*.

18 Investice v rámci dekarbonizace nebo výdajů na obranu představují jistou možnost, jak může vláda ovlivnit potenciál domácí ekonomiky, budou-li investice směřovány do výzkumu a vývoje.

19 U většiny státních dluhopisů nejsou placené úroky navázány na inflaci. Výjimkou byly například Dluhopisy Republiky.

20 Růst sazeb z důvodu vyšší očekávané inflace odráží jednak nárůst krátkodobých úrokových sazeb kvůli zpřísnění měnové politiky reagující na vyšší inflaci, ale také nárůst dlouhodobých úrokových sazeb vlivem růstu inflačních očekávání.

Finanční represe

Míru zadlužení lze ovlivnit také přímým zásahem státu jako například určením maximální výše úrokové sazby (viz případ USA po 2. světové válce v [Textboxu](#)), omezením přeshraničních toků kapitálu nebo regulací bankovního sektoru podporující nákupy státních dluhopisů bankami (viz případ Velké Británie po 2. světové válce v [Textboxu](#)).

Vybrané zahraniční epizody „vyrůstání z dluhu“

Popisujeme několik úspěšných a neúspěšných historických epizod, kdy země (ne)vyrůstly ze státního dluhu:

- **USA a Velká Británie po 2. světové válce**

Federální dluh USA po skončení 2. světové války dosahoval do té doby nevídaných 119 % HDP. Do druhé poloviny šedesátých let minulého století klesla míra zadlužení pod 40 % HDP.²¹ Dva hlavní důvody byly silný ekonomický růst a nízké úrokové sazby.²² Ekonomika USA tedy po 2. světové válce vyrůstla z dluhu způsobem, který je diskutován v tomto textu. Ke konsolidaci dluhu přispěla i neočekávaná inflace v letech 1946–1947. Americká vláda s Federálním rezervním systémem (Fed) navíc až do roku 1951 společně přímo určovaly dlouhodobé úrokové sazby, čímž přímo ovlivňovaly úroky placené za státní dluh (finanční represe).

Podobný byl i příběh Velké Británie po 2. světové válce. V jejím případě došlo i k finanční represi ve formě regulace bank, kdy stát po bankách požadoval držet určitý podíl aktiv ve vládních dluhopisech.

- **Japonsko od „ztracené dekády“ (od devadesátých let 20. století) a Itálie na přelomu tisíciletí**

Japonsko zaznamenalo za poslední tři dekády nejvýraznější nárůst míry zadlužení mezi rozvinutými ekonomikami. Aktuálně přesahuje 200 % HDP. Charakteristickým rysem japonské ekonomiky je její dlouhodobá stagnace. Nulový růst HDP vede k tomu, že úrokové sazby, které nemohou klesnout výrazně pod nulu, nemohou být dost nízké na to, aby ekonomika mohla vyrůst z dluhu.²³ Inflace i inflační očekávání od poloviny devadesátých let v Japonsku oscilovaly kolem nuly, takže ke snížení míry zadlužení nemohlo přispět ani inflační překvapení.

Podobný problém jako Japonsko měla i Itálie na přelomu tisíciletí. Itálie vykazovala v rámci Evropy jednu z nejvyšších měr zadlužení přesahující 100 % HDP. Italská ekonomika rostla velice pomalu a po vstupu do eurozóny již nemohla být její ekonomika stimulována oslabováním směnného kurzu. Tím byl prostor pro vyrůstání z dluhu značně omezen. Navíc nízká inflace v eurozóně ani nevedla k inflačním překvapením, která by bývala mohla italskou míru zadlužení snížit.

21 Odkaz [↗](#)

22 Viz například studie Meisenbacher, B., and D.J. Wilson (2024): „The Long-Run Fiscal Outlook in the United States“, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, 2024-04.

23 Existence dolní hranice pro úrokové sazby je dána faktem, že od určité úrovně sazeb by poskytovatel úvěru platil úroky dlužníkovi.

Technické poznámky

i Výpočty jsou založeny na následující rovnici pro vývoj míry zadlužení v čase:

$$\frac{Dluh_t}{HDP_t} = \left(\frac{1 + r_t}{1 + g_t} \right) \frac{Dluh_{t-1}}{HDP_{t-1}} - \frac{PP_t}{HDP_t},$$

kde $Dluh_t$ představuje státní dluh na konci roku t , HDP_t je hrubý domácí produkt za rok t , r_t je úroková sazba ze státního dluhu placená v roce t , g_t je růst nominálního HDP v roce t a PP_t je primární přebytek státního rozpočtu za rok t , který je definován jako rozdíl mezi příjmy a výdaji státního rozpočtu a který neobsahuje náklady na obsluhu státního dluhu ($r_t Dluh_{t-1}$).

Abychom vývoj míry zadlužení vyjádřili pomocí salda státního rozpočtu, které v sobě platby úroků ze státního dluhu obsahuje, lze rovnici upravit následujícím způsobem:

$$\left(\frac{1 + r_t}{1 + g_t} \right) \frac{Dluh_{t-1}}{HDP_{t-1}} - \frac{PP_t}{HDP_t} = \frac{Dluh_{t-1} - (PP_t - r_t Dluh_{t-1})}{(1 + g_t) HDP_{t-1}} = \frac{Dluh_{t-1}}{(1 + g_t) HDP_{t-1}} - \frac{Saldo_t}{HDP_t},$$

kde $Saldo_t$ je saldo státního rozpočtu za rok t . Záporné saldo znamená schodek státního rozpočtu a zvyšuje míru zadlužení.

Simulace velikosti salda (jako podílu k HDP), které by nezměnilo míru zadlužení, pak lze z rovnice výše a za předpokladu konstantní míry zadlužení rovné míře pozorované na konci roku 1999 spočítat následujícím způsobem:

$$\frac{Saldo_t}{HDP_t} = - \frac{g_t}{1 + g_t} \frac{Dluh_{1999}}{HDP_{1999}}.$$

ii Rozklad změny míry zadlužení mezi dvěma sousedními roky na vliv „vyrůstání z dluhu“ a vliv rozpočtových schodků lze provést na základě následující rovnice pro změnu míry zadlužení:

$$\Delta \frac{Dluh_t}{HDP_t} = \left(\frac{r_t - g_t}{1 + g_t} \right) \frac{Dluh_{t-1}}{HDP_{t-1}} - \frac{PP_t}{HDP_t}.$$

První člen představuje vliv rozdílu mezi úrokovou sazbou a růstem HDP (vyšší sazba zvyšuje míru zadlužení) a druhý člen zachycuje vliv primárních schodků (v podílu na HDP). Výsledný rozklad pro Česko v období 2000–2024 je zachycen v **Grafu 3**.

Graf 3 ukazuje, že dominantní vliv na vývoj zadlužení měly rozpočtové schodky (červené sloupce). Vliv vyrůstání z dluhu (modré sloupce) je méně výrazný a často je převážen vlivem primárních schodků (např. při pandemii COVID19 v letech 2020 a 2021).

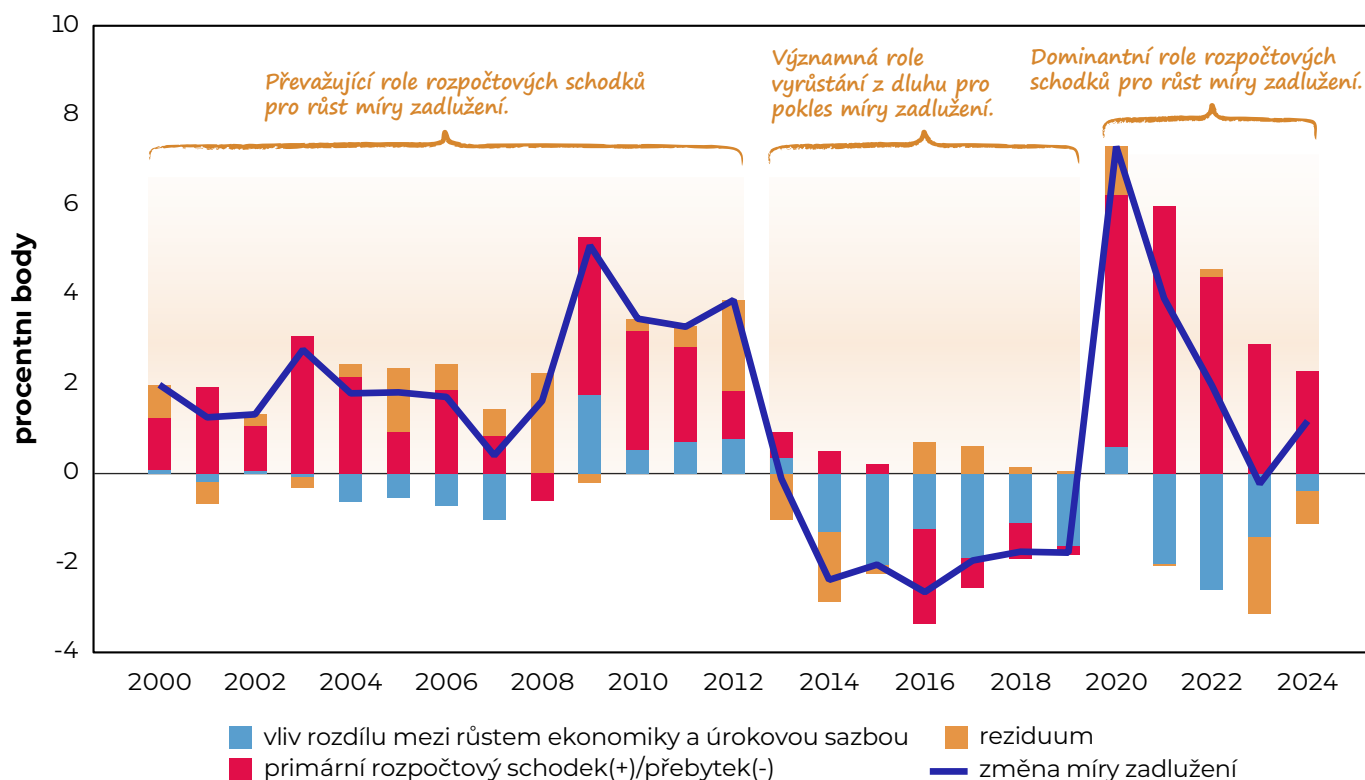
iii Pokud by průměrné tempo růstu nominálního HDP ($g = 5,24 \%$) a úrokové sazby placené za státní dluh ($r = 3,34 \%$) pozorované v uplynulém čtvrtstoletí zůstaly v příštím čtvrtstoletí stejné, bylo by možné při konstantní míře zadlužení pozorované v roce 2024 (42 % HDP) financovat každoroční saldo o velikosti

$\frac{Saldo_t}{HDP_t} = - \frac{g}{1 + g} \frac{Dluh_{2024}}{HDP_{2024}} = -2,1 \%$ HDP. Pokud od tohoto čísla odečteme platby úroků za státní dluh, dostáváme se k primárnímu saldu v podílu k HDP o velikosti $\frac{PP_t}{HDP_t} = \frac{r - g}{1 + g} \frac{Dluh_{2024}}{HDP_{2024}} = -0,76 \%$ HDP.

Takové schodky by nevedly k růstu míry zadlužení domácí ekonomiky. Z pohledu státních financí se jedná o poměrně zajímavá čísla. Schodek o velikosti 2,1 % HDP se blíží odhadům strukturálního schodku pro rok 2025 z Makroekonomické predikce Ministerstva financí z dubna 2025 [🔗](#). Nicméně v hlavním textu argumentujeme, že předpokládat stejné tempo růstu ekonomiky a úrokových sazeb u státního dluhu pro příštích 25 let stejných jako v minulých 25 letech je nerealistické.

Graf 3: Míru zadlužení Česka zvyšovaly především rozpočtové schodky

(rozklad změn míry zadlužení do příspěvků primárních schodků a rozdílu mezi tempem růstu HDP a úrokové sazby státního dluhu)



Poznámka: Reziduum obsahuje část změny míry zadlužení, které není vysvětlené dvěma hlavními komponentami. Obsahuje tedy například změny míry zadlužení z důvodu jiné průměrné sazby z dluhu, než je sazba desetiletého vládního dluhopisu, diskrepance vzniklé agregací dat do roční frekvence atp.

Podobné vyznění má i alternativní scénář z letošní Zprávy o dlouhodobé udržitelnosti veřejných financí [\[1\]](#). Předpoklad vyšší produktivity práce každý rok o 1 p.b., než kolik uvažuje základní scénář, nevede ke kvalitativní změně výhledu dluhu veřejných institucí. Vyšší produktivita implikuje vyšší dlouhodobý růst, dlouhodobé úrokové sazby se nezmění. Ani takto zvýšený rozdíl mezi dlouhodobým tempem růstu a úrokovými sazbami státního dluhu však nevede k růstu ekonomiky z dluhu (poklesu míry zadlužení).

iv Vztah velikosti státního dluhu a úrokových sazeb je mnohem komplexnější. Kromě v hlavním textu zmíněných dvou dominantních kanálů jsou ve hře i další kanály působení. Státní dluh například vytlačuje soukromý kapitál tím, že většina úspor jde do státních dluhopisů. Kapitál depreciuje a roste mezní produkt kapitálu, což opět odpovídá růstu úrokových sazeb v ekonomice. Spíše okrajově může také docházet k tomu, že více bezrizikového státního dluhu lze využít jako kolaterál při získávání půjček, což vede k nárůstu investic, HDP a v důsledku toho i sazeb díky přísnější měnové politice.

v Empirická literatura obvykle zkoumá krátkodobé efekty vládních výdajů na ekonomický růst, tzv. fiskální multiplikátory, na horizontu roku či dvou. Koncept vyrůstání z dluhu ovšem pracuje s mnohem delšími horizonty. Pro ty bohužel mnoho empirické evidence neexistuje.

Empirická evidence týkající se dlouhodobého ekonomického růstu je popsána v článku „The Long-Run Effects of Government Spending“, který v nejbližší době vyjde v *American Economic Review*. Článek ukazuje, jak přesun vládních výdajů směrem k výzkumu a vývoji v kategorii výdajů na obranu ovlivnil dlouhodobě

produktivitu a HDP ve Spojených státech. Nejedná se ale o deficitní financování, tj. tvorbu dluhu, ze kterého následně ekonomika díky výraznějšímu ekonomickému růstu vyroste. Podobně nepřímou evidenci obsahuje článek Cloyne et al. (2022), „Short-term Tax Cuts, Long-Term Stimulus”, NBER WP 30246. Tento článek dokládá existenci dlouhodobého dopadu dočasného snížení korporátních daní na míru inovací a produktivitu ekonomiky Spojených států během let 1950–2019. Nejedná se tedy o opatření spojené s vládními výdaji, ale příjmy.

Odhady dopadů strukturálních reforem na ekonomický růst obsahuje článek Budina et al. (2025), „Europe's National-Level Structural Reform Priorities”, IMF WP/25/14. Autoři odhadují, že strukturální reformy (pracovního trhu, regulace podnikání, fiskální politiky...) představují pro země střední a východní Evropy možný střednědobý nárůst HDP o 7 %. Odhady jsou ovšem spojené s výraznou nejistotou. Nárůst HDP o 7 % například ve výhledu 5 let znamená každoroční nárůst HDP o 1,7 %.

DĚKUJEME VŠEM PODPOROVATELŮM | WE THANK ALL OUR SUPPORTERS

Zaujala vás tato publikace?

Podpořte nezávislý akademický výzkum
dopadů veřejných politik ČR
a přispějte na naši činnost,
abychom mohli napsat další.



IDEA při Ekonomickém ústavu AV ČR

Politických vězňů 7, Praha 1

Tel.: (+420) 602 698 440

[facebook.com/ideacerge](https://www.facebook.com/ideacerge)

idea@cerge-ei.cz

<https://idea.cerge-ei.cz>

[@IDEA_ThinkTank](https://twitter.com/IDEA_ThinkTank)

Upozornění: Tato publikace reprezentuje pouze názory autorů, a nikoli oficiální stanovisko Ekonomického ústavu AV ČR, v. v. i. či Centra pro ekonomický výzkum a doktorské studium Univerzity Karlovy, CERGE.

Warning: This study represents only the views of the authors and not the official position of the Economics Institute of the Czech Academy of Sciences, nor those of the Charles University Center for Economic Research and Graduate Education.

Může česká ekonomika vyrůst z dluhu?

Policy Brief IDEA

© Michal Franta

Ekonomický ústav AV ČR, v. v. i., 2025

ISBN 978-80-7344-732-8

Studujte ekonomii, na které záleží

UZÁVĚRKA
PŘIHLÁŠEK
31. BŘEZNA

ČESKÝ
A AMERICKÝ
Ph.D. DIPLOM

Ph.D. program Ekonomie a ekonometrie @ CERGE-EI

- Unikátní Ph.D. program vytvořený podle vzoru předních světových univerzit, akreditovaný Univerzitou Karlovou
- Vysoce hodnocená výzkumná instituce
- Mezinárodní prostředí
- Finanční podpora studentů 1.–4. ročníku ve výši 25 000 Kč měsíčně, s možností dalších stipendií za vynikající prospěch
- Po 2 letech studia americký magisterský diplom, absolventi získávají český i americký Ph.D. diplom
- Podpora kariérního rozvoje, pracovní příležitosti po celém světě
- Výuka v centru Prahy, 5 minut chůze od Václavského náměstí



www.cerge-ei.cz/phd

CERGE-EI je společným pracovištěm Univerzity Karlovy
a Ekonomického ústavu Akademie věd ČR

CERGE
EI 

Připravte se na kariéru, která dává smysl

EKONOMIE
DATA SCIENCE
VEŘEJNÁ
POLITIKA

UZÁVĚRKA
PŘIHLÁŠEK:
31. BŘEZNA

Magisterský program Ekonomický výzkum @ CERGE-EI

- Dvouletý program Univerzity Karlovy; EU akreditace
- Unikátní kombinace předmětů z ekonomie, data science a veřejné politiky
- Programování v jazycích Python a R, kurzy prezentačních dovedností
- Letní stáže ve státních institucích i neziskových organizacích
- Uplatnění v analytických týmech institucí veřejné správy, v poradenských firmách i neziskových organizacích
- Ideální start pro doktorské studium na CERGE-EI i v zahraničí
- Studium není zpoplatněno



www.cerge-ei.cz/mer

CERGE-EI je společným pracovištěm Univerzity Karlovy
a Ekonomického ústavu Akademie věd ČR

CERGE
EI 