INSTITUT PRO DEMOKRACII A EKONOMICKOU ANALÝZU
projekt Ekonomického ústavu AV ČR, v. v. i.

INSTITUTE FOR DEMOCRACY AND ECONOMIC ANALYSIS
A Project of the Economics Institute of the Czech Academy of Sciences

Jak velké zadlužování Česka je ještě udržitelné?

Listopad 2026

MICHAL FRANTA, MICHAEL SCHULZ

IDEA CERGE EI
PROJEKT EKONOMICKÉHO ÚSTAVU AKADEMIE VĚD ČR

O AUTORECH | ABOUT THE AUTHORS



Michal Franta

Absolvoval magisterské studium v oboru matematika na Univerzitě Karlově v Praze, následně doktorské studium ekonomie na CERGE-EI. Působil v různých centrálních bankách, mezinárodních institucích a akademických pracovištích. V současnosti pracuje jako výzkumník v České národní bance a působí v think-tanku IDEA. Ve svém výzkumu se zaměřuje na aplikovanou makroekonomii a ekonometrii.

Michal received a Master's degree in Mathematics from Charles University in Prague and subsequently earned a Ph.D. in Economics from CERGE-EI. He has held positions at various central banks, international institutions, and academic organizations. He is currently a researcher at the Czech National Bank and affiliated with the CERGE-EI IDEA think tank. His research focuses on applied macroeconomics and econometrics.



Michael Schulz

Vzdělání zaměřené na ekonomii a finance získal na univerzitách v Rakousku, Německu a Kanadě a na letní univerzitě London School of Economics and Political Science. Má za sebou mnohaletou praxi na finančních trzích, kde zastával vedoucí pozice ve správě aktiv a byl členem investičních výborů. Je držitelem titulu CFA. Své praktické zkušenosti nyní doplňuje doktorským studiem ekonomie na CERGE-EI. Příležitostně vyučuje na Trinity Western University ve Vancouveru a působí v think-tanku IDEA. Ve svém výzkumu se zaměřuje na propojení aplikované makroekonomie a financí.

Michael received his education in economics and finance at universities in Austria, Germany, and Canada, and at the London School of Economics and Political Science summer school. He has many years of experience in financial markets, where he has held senior positions in asset management and served on investment committees. He holds a CFA charter. He is currently complementing his practical experience with doctoral studies in economics at CERGE-EI. Michael occasionally teaches at Trinity Western University in Vancouver and is affiliated with the IDEA think tank. His research focuses on the intersection of applied macroeconomics and finance.

Upozornění: Tato studie reprezentuje pouze názory autorů, a nikoli oficiální stanovisko Ekonomického ústavu AV ČR, v. v. i. či Centra pro ekonomický výzkum a doktorské studium UK (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.

Jak velké zadlužování Česka je ještě udržitelné?

Studie 6/2026

© Michal Franta, Michael Schulz

Ekonomický ústav AV ČR, v. v. i., 2026

ISBN 978-80-7344-751-9

Spočítali jsme za Vás

IDEA CERGE EI
PROJEKT EKONOMICKÉHO ÚSTAVU AKADEMIE VĚD ČR
Studie 6/2026

Jak velké zadlužování Česka je ještě udržitelné?[1]

LISTOPAD 2026

Michal Franta, Michael Schulz

Shrnutí

- **Hlavní zjištění:** Výše českého veřejného dluhu je zatím nízká: 44 % HDP je sice historické maximum, je to ale stále výrazně méně než v Polsku, Maďarsku či na Slovensku. Skutečné riziko však nepředstavuje výše dluhu, nýbrž to, kolik peněz si stát bude muset každý rok půjčit na finančních trzích. Schodek rozpočtu, který stát hradí novými půjčkami, představuje pouze část toho, co si musí půjčit. Navíc si musí půjčit i na splacení dříve vydaných dluhopisů, kterým právě končí splatnost (tzv. refinancování). I při schodcích v maastrichtském limitu 3 % HDP se tak může celková roční potřeba půjček kolem roku 2030 přiblížit 10 % HDP, tedy přibližně bilionu korun. Tak vysokou potřebu jsme zažili jen po finanční krizi a v době pandemie – a v obou případech musely vlády následně rozpočty ozdravovat. Pokud by se rozpočtová kázeň rozvolnila a zároveň by si stát musel půjčovat za vyšší úrok, roční potřeba půjček by vyskočila dokonce na rekordních 14 % HDP (zhruba 1,4 bilionu Kč) a míra zadlužení by v roce 2030 narazila na zákonnou dluhovou brzdu.
- **Samotná výše dluhu klame.** Podíl dluhu na HDP ukazuje, jak velký je dluh vůči ekonomice, ale ne to, zda si stát dokáže každý rok půjčit tolik, kolik potřebuje, a navíc za rozumný úrok. Odborná debata se proto dnes přesouvá od dlouhodobé solventnosti státu k jeho schopnosti peníze v konkrétním roce na finančním trhu sehnat. Tato studie uvažuje oba tyto pohledy.
- **Dluh poroste i při „odpovědných" schodcích.** Při schodcích 3 % HDP vzroste míra zadlužení (dluh v poměru k HDP) za deset let ze 44 na zhruba 52 % HDP – což je stále méně, než dnes vykazují sousední země. Stále větší podíl těchto rozpočtových schodků však budou polykat samotné úroky. Na ostatní výdaje nad rámec příjmů zbude v roce 2035 o pětinu méně než v roce 2026 (tzv. primární schodek klesne z 1,6 na 1,3 % HDP). Jinými slovy: i když vlády budou postupně šetřit nebo zvyšovat daně, míra zadlužení může dále růst. Dodržování maastrichtského pravidla k zastavení růstu míry zadlužení stačit nebude.

[1] Tato studie reprezentuje pouze názor autorů, 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 autoři děkují Michalu Hlaváčkovi, Tomáši Holubovi, Vítu Hradilovi, Danielu Münichovi a Luboru Žalmanovi. Veškeré případné nepřesnosti a chyby jdou na vrub autorů. Michal Franta i Michael Schulz působí v think-tanku IDEA při CERGE-EI. Činnost IDEA při CERGE-EI je podporována IOCB Tech a Akademií věd ČR.

- **Stát si bude muset každý rok půjčovat víc.** Peníze si stát půjčuje na splacení již dříve vydaných dluhopisů, kterým končí splatnost (refinancování), na úroky a na primární schodek; dohromady se tomu říká hrubá výpůjční potřeba. Ta poroste hlavně kvůli refinancování dluhu z covidových let a kvůli vyšším úrokům. V roce 2035 hrubá výpůjční potřeba Česka překročí 10 % HDP, což Mezinárodní měnový fond považuje za varovný signál.
- **Při rozvolnění rozpočtové kázně se varovně rozblikají oba ukazatele udržitelnosti dluhu: míra zadlužení i výpůjční potřeba.** Ve scénáři, kdy by schodky v letech 2026–2029 nebyly 3 % HDP, ale zhruba 4,7 % HDP (tj. o asi 150 mld. Kč ročně více) a úrokové sazby z nově vydaných dluhopisů by v letech 2029–2030 vzrostly z 3,5 % na 8,5 % (podobně jako narostly v jihoevropských zemích během dluhové krize eurozóny), by míra zadlužení v roce 2030 dosáhla dluhové brzdy 55 % HDP. Roční potřeba půjček by v roce 2029 dosáhla 14 % HDP, víc než kdykoli v historii Česka.
- **Problém s udržitelností dluhu může zesílit silná provázanost státu a bank.** Domácí banky drží téměř polovinu českého veřejného dluhu, což je v porovnání s ostatními zeměmi poměrně výrazné číslo. Státní dluhopisy dnes tvoří asi 15 % aktiv domácího bankovního sektoru. Růst úrokových sazeb však snižuje hodnotu dluhopisů držených bankami. V našem krizovém scénáři (nárůst úrokových sazeb z 3,5 % na 8,5 %) by banky vykázaly podle našich odhadů ztrátu 1–3 % svých aktiv. Mohly by pak omezovat úvěry firmám a domácnostem, což by snížilo daňové příjmy a zvýšilo výdaje státu, v krajním případě i kvůli výdajům na záchranu bank. Problémy veřejných financí a bank se tak mohou vzájemně posilovat.

We've done the math for you

IDEA CERGE EI
PROJECT OF THE ECONOMICS INSTITUTE OF THE CZECH ACADEMY OF SCIENCES

Study 6/2026

How Much Public Debt Can the Czech Republic Continue to Sustain?[2]

NOVEMBER 2026

Michal Franta, Michael Schulz

Summary

- **Main findings:** The Czech Republic's public debt remains relatively low. At 44% of GDP, debt is at a historical high, but it is still significantly lower than in Poland, Hungary, or Slovakia. The real risk, however, is not the level of debt itself, but rather the amount of money the government will need to borrow on financial markets each year. The budget deficit, which is financed through new borrowing, accounts for only part of the government's financing needs. The government must also borrow to repay previously issued bonds that reach maturity (refinancing). As a result, even if budget deficits remain within the Maastricht limit of 3% of GDP, total annual borrowing requirements could approach 10% of GDP by around 2030, equivalent to roughly CZK 1 trillion. Such high borrowing has been experienced only in the aftermath of the global financial crisis and during the COVID-19 pandemic, and in both cases governments subsequently had to undertake fiscal consolidation measures. If fiscal discipline were to weaken while government borrowing costs increased, annual borrowing requirements could rise to a record 14% of GDP (approximately CZK 1.4 trillion). Under such a scenario, the debt-to-GDP ratio would hit the statutory debt brake in 2030.
- **The debt level alone can be misleading.** The debt-to-GDP ratio indicates the size of public debt relative to the economy, but it does not reveal whether the government will be able to borrow the funds it needs each year, or whether it can do so at reasonable interest rates. As a result, the focus of expert debate is shifting from the government's long-term solvency to its ability to secure financing on financial markets in a given year. This study considers both perspectives.

[2] This study represents the authors' own views and not the official position of the Economics Institute of the Czech Academy of Sciences nor of the Charles University Center for Economic Research and Graduate Education (CERGE). The authors would like to thank Michal Hlaváček, Tomáš Holub, Vít Hradil, Daniel Münich, and Lubor Žalman for their valuable comments and advice. Any remaining ambiguities or errors are the responsibility of the authors. Michal Franta and Michael Schulz are affiliated with the IDEA Think Tank at CERGE-EI. The activities of IDEA at CERGE-EI are supported by IOCB Tech and the Czech Academy of Sciences.

- **Debt will continue to rise even with "responsible" deficits.** If budget deficits remain at 3% of GDP, the debt-to-GDP ratio is projected to increase from 44% to approximately 52% of GDP over the next decade, which would still be lower than the levels currently recorded in neighboring countries. However, an increasing share of these budget deficits will be absorbed by interest payments. By 2035, the amount available for non-interest spending in excess of revenues will be about one-fifth lower than in 2026 (the primary deficit is projected to decline from 1.6% to 1.3% of GDP). In other words, even if governments gradually cut spending or raise taxes, the debt-to-GDP ratio may continue to increase. Compliance with the Maastricht fiscal rule alone will not be sufficient to halt the growth of the debt-to-GDP ratio.
- **The government will need to borrow more each year.** The state borrows to repay previously issued bonds that are maturing (refinancing), to pay interest, and to cover the primary deficit; collectively, this is referred to as the gross borrowing requirement. This requirement is expected to increase primarily because debt issued during the COVID-19 period will need to be refinanced and because of higher interest costs. By 2035, the Czech Republic's gross borrowing requirement is projected to exceed 10% of GDP, a threshold that the International Monetary Fund (IMF) regards as a warning signal.
- **If budgetary discipline is relaxed, both debt sustainability indicators—the debt-to-GDP ratio and borrowing needs—will flash warning signals.** In a scenario in which deficits in 2026–2029 were not 3% of GDP but were roughly 4.7% of GDP (i.e., about 150 billion CZK more per year) and interest rates on newly issued bonds rose from 3.5% to 8.5% in 2029–2030 (similar to the increases seen in Southern European countries during the eurozone debt crisis), the debt-to-GDP ratio would reach the debt brake threshold of 55% of GDP in 2030. Annual borrowing needs would reach 14% of GDP in 2029, more than at any time in the Czech Republic's history.
- **The problem of debt sustainability may be exacerbated by close ties between the government and banks.** Domestic banks hold nearly half of Czech public debt, which is a relatively significant figure compared to other countries. Government bonds currently account for about 15% of the domestic banking sector's assets. However, rising interest rates reduce the value of the bonds held by banks. In our crisis scenario (an increase in interest rates from 3.5% to 8.5%), banks would, according to our estimates, report a loss of 1–3% of their assets. They might then restrict lending to businesses and households, which would reduce tax revenues and increase government spending. In an extreme case, this could be further exacerbated by a need to bail out banks. Problems in public finances and the banking sector could thus reinforce one another.

Úvod

Mnoho rozvinutých i rozvíjejících se ekonomik vykazuje v současnosti velmi vysokou míru veřejného zadlužení. Očekává se přitom, že se situace bude dále zhoršovat (BIS, 2025). Přirozeně se proto nabízí otázka, zda je takový vývoj udržitelný. V případě konkrétní země je veřejný dluh[3] považován za udržitelný, pokud je vláda dlouhodobě schopna plnit své dluhové závazky (hradit úrokové platby a splácet splatný dluh), aniž by musela přijmout mimořádná rozpočtová opatření, zažádat o finanční pomoc příslušné mezinárodní instituce či přistoupit k restrukturalizaci dluhu.

Výrazné globální zadlužování diskuzi o udržitelnosti veřejného dluhu výrazně posouvá (viz například Berk a Van Binsbergen, 2026, nebo Eichengreen a kol., 2026). Při hodnocení udržitelnosti veřejného dluhu již nelze jako dříve vycházet pouze ze solventnosti vládního sektoru, tedy z toho, zda dnešní a budoucí příjmy vlády pokryjí její dnešní a budoucí výdaje a zároveň umožní splatit její dluh. Tento tradiční koncept vychází z dlouhodobého výhledu příjmů a výdajů vládního sektoru. Nebere v úvahu krátkodobou perspektivu a neuvažuje situace, kdy vláda nebude schopna získat na finančních trzích potřebné financování za přijatelných podmínek v době, kdy je financování potřeba.

Jestliže nějaká vláda nebude schopna v daném roce získat potřebný objem prostředků za přijatelných podmínek, například v důsledku paniky vyvolané státním bankrotem sousední země, bude muset rychle omezit výdaje, zvýšit příjmy, využít své rezervy nebo restrukturalizovat své závazky. Krajním důsledkem může být státní bankrot. Krátkodobé překážky při získávání financování na finančních trzích mohou například souviset s celkovým stavem veřejných financí, ostatními hospodářskými politikami, (geo)politickými krizemi či šoky, jako byla pandemie COVID.

Tato analýza udržitelnosti českého veřejného dluhu hodnotí jak solventnost vlády, tak krátkodobé riziko spojené s jejím každoročním vypůjčováním.

Rozšíření dlouhodobých konceptů udržitelnosti veřejného dluhu o krátkodobou perspektivu oslabuje tradiční argumentaci založenou na tom, že další zadlužování státu za účelem financování produktivních investic je žádoucí a může udržitelnost veřejného dluhu posílit.

[3] V případě Česka, které je předmětem tohoto textu, je veřejným dluhem míněn dluh sektoru vládních institucí. Ten, na rozdíl od státního dluhu, zachycuje i dluh místních samospráv, zdravotních pojišťoven a České správy sociálního zabezpečení. Jedním z důvodů práce s celým vládním sektorem, nikoliv pouze s financemi centrální vlády (státními financemi) je to, že maastrichtská rozpočtová kritéria nebo zákon o pravidlech rozpočtové odpovědnosti jsou formulovány pro celý sektor vládních institucí.

Přínosy takových investic se totiž projevují až v delším časovém horizontu, zatímco krátkodobý pohled na udržitelnost dluhu zohledňuje především zvýšení potřeby financování, které s nimi souvisí. Problémy s udržitelností veřejného dluhu se tak mohou objevit dříve, než se projeví pozitivní dopady dlouhodobých investic.

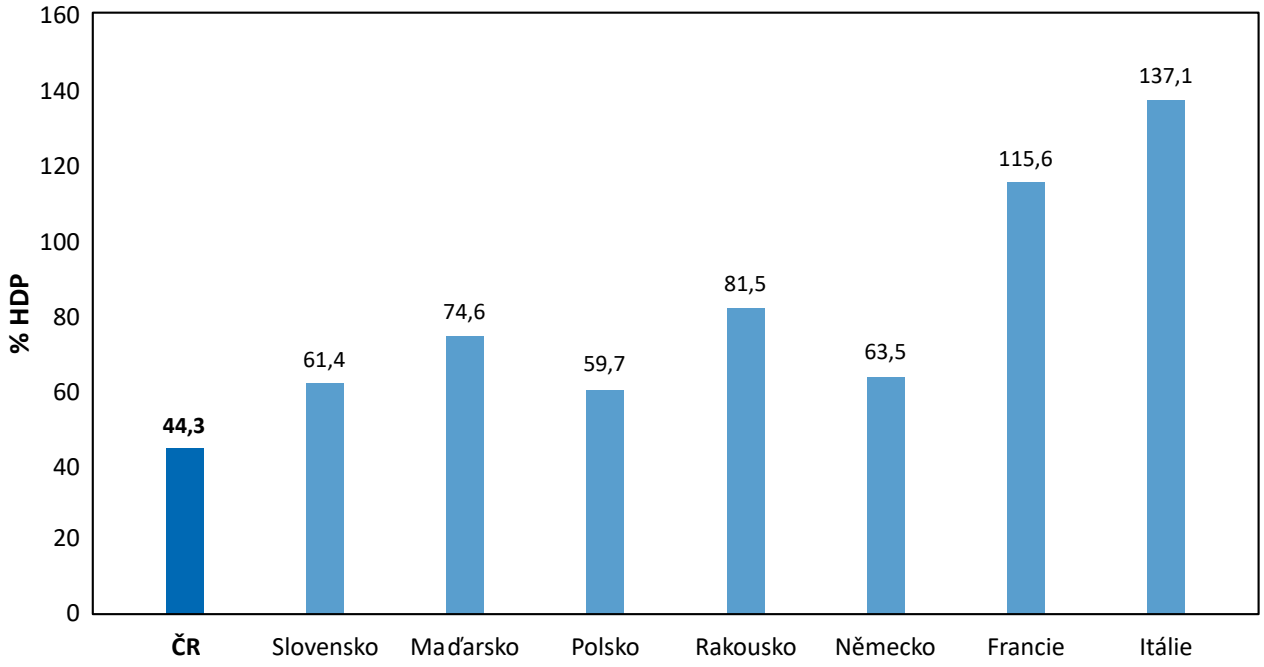
Udržitelnost českého veřejného dluhu

Obvykle používaným indikátorem udržitelnosti veřejného dluhu spojeným se solventností vlády je **míra zadlužení**. Ta zachycuje velikost dluhu v poměru k výkonu domácí ekonomiky (HDP), z něhož plynou daňové příjmy, a tedy i schopnost vlády pokrývat své výdaje a splácet dluh. Míra zadlužení sektoru vládních institucí dosáhla v Česku v roce 2025 hodnoty 44,3 %, což představovalo historicky nejvyšší hodnotu.

V porovnání s ostatními zeměmi je však míra zadlužení sektoru českých vládních institucí relativně nízká (**Graf 1**). Toto srovnání naznačuje, že samotná úroveň zadlužení v současnosti neindikuje možnou neudržitelnost českého veřejného dluhu. Míra zadlužení v Česku totiž zdaleka nedosahuje úrovně pozorované v Polsku, Maďarsku a na Slovensku. Tyto země představují přirozenou srovnávací skupinu, protože mají podobnou úroveň ekonomické vyspělosti, čelí podobným regionálním vlivům a jejich státní dluhopisy jsou často finančními trhy vnímány podobně.

Graf 1: V porovnání s jinými zeměmi EU je český veřejný sektor relativně málo zadlužený

Dluh sektoru vládních institucí v podílu k HDP pro vybrané země v roce 2025

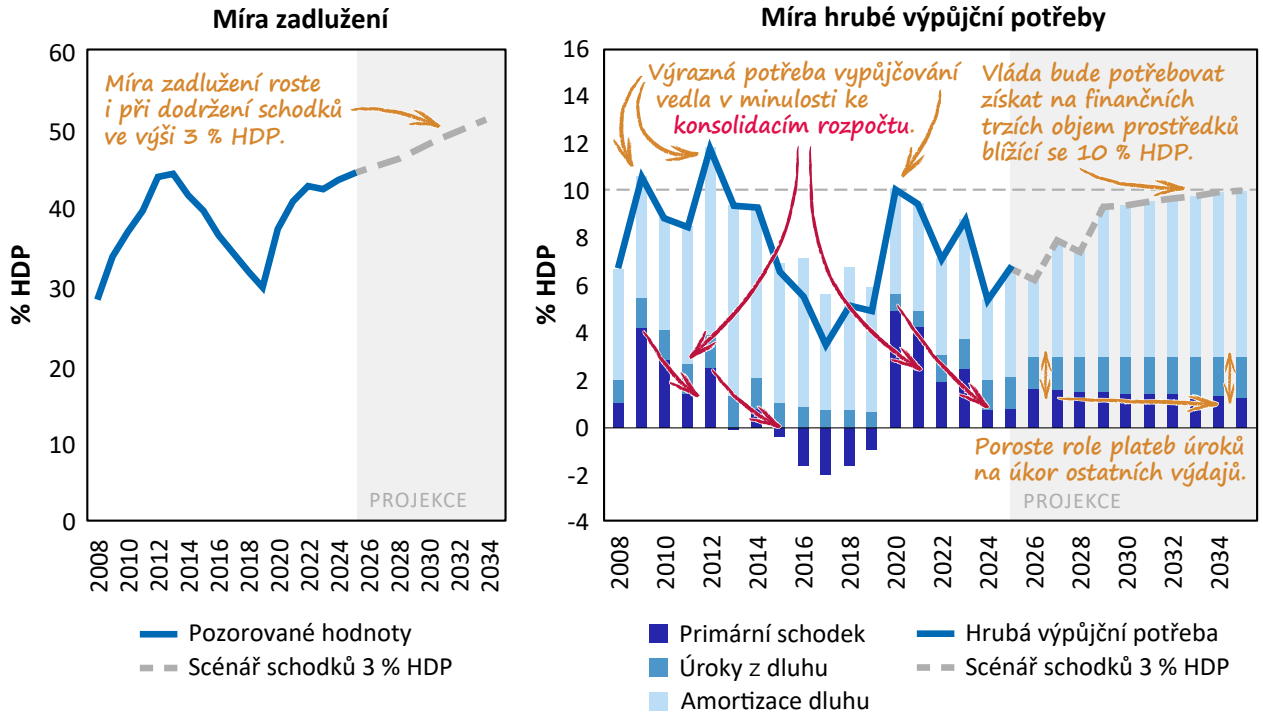


Pokud předpokládáme budoucí schodky sektoru vládních institucí ve výši 3 % HDP, bude míra zadlužení růst a na horizontu jedné dekády dosáhne hodnoty kolem 52 % HDP (čárkovaná šedá křivka, **Graf 2**, levý panel). Schodek rozpočtu sektoru vládních institucí ve výši 3 % HDP odpovídá maastrichtskému kritériu pro schodek veřejných financí a v našich úvahách slouží jako horní hranice rozpočtových schodků při rozpočtově odpovědném chování.[4] Níže budeme analyzovat také příklad rozpočtově neodpovědného chování, který uvažuje výraznější schodky.

Míra zadlužení při schodcích o velikosti 3 % HDP by i v roce 2035 stále zůstávala pod hodnotami aktuálně pozorovanými v ostatních zemích zobrazených v **Grafu 1**, a nepředstavovala by tedy sama o sobě jasný signál ohrožení udržitelnosti veřejného dluhu. Za tímto na první pohled příznivým výhledem se však skrývá skutečnost, že zadlužení narůstá především v důsledku dluhu z minulých let, za který stát musí platit úroky. Při zachování schodků na hranici 3 % HDP by vládě zůstával pouze omezený prostor pro financování ostatních výdajů.

Graf 2: Různé míry udržitelnosti veřejného dluhu podávají různé zprávy

Míra zadlužení a míra hrubé výpůjční potřeby sektoru vládních institucí – historicky pozorované hodnoty a budoucí vývoj předpokládající celkový schodek veřejných financí 3 % HDP



Poznámka: Tvorba projekcí budoucího vývoje měr udržitelnosti veřejného dluhu je popsána v Příloze 1 a 2.

Zdroj: ČSÚ, vlastní výpočty.

[4] Ve skutečnosti by se schodky rozpočtu při rozpočtově odpovědném chování měly měnit s průběhem hospodářského cyklu, tj. při výrazném hospodářském růstu by měly klesat, a naopak při hospodářské recesi růst.

V naší simulaci v levém panelu v **Grafu 2** se tento prostor, tj. schodek, který lze vykázat nad rámec platby úroků (tzv. primární schodek), postupně snižuje z hodnoty přesahující 1,6 % HDP v roce 2026 k hodnotám pod 1,3 % HDP v roce 2035. Při zachování příjmů to znamená, že výdaje nad rámec příjmů, které nejsou určeny na úrokové platby, se během dekády musí snížit o 20 %. **To ukazuje na celkově problematické nastavení veřejných financí – vláda může dlouhodobě šetřit nebo zvyšovat daně, a přesto při poklesu primárního schodku dochází k růstu míry zadlužení.**

Jak již bylo řečeno, míra zadlužení nezachycuje možnost krátkodobých problémů sektoru vládních institucí se získáváním financování na finančních trzích. Ty mohou nastat v situaci, kdy vláda nebude schopna v daném roce získat na finančních trzích prostředky potřebné k financování některé z následujících položek:

- primárního schodku, tedy rozdílu mezi příjmy a výdaji sektoru vládních institucí po očištění o úrokové platby z existujícího dluhu,
- úrokových plateb z existujícího dluhu,
- splacení jistiny stávajících dluhových závazků, tedy amortizace dluhu.

Tyto položky dohromady tvoří **hrubou výpůjční potřebu** sektoru vládních institucí a jejich jednotlivé příspěvky (jako podíl HDP) jsou zobrazeny v pravém panelu **Grafu 2**. Pokud vláda nedokáže hrubou výpůjční potřebu pokrýt, bude muset v relativně krátkém období zvýšit příjmy nebo snížit výdaje, využít své finanční rezervy, případně restrukturalizovat část svých závazků. Krajním důsledkem může být státní bankrot. Obecně přitom platí, že čím vyšší je hrubá výpůjční potřeba, tím větší je expozice veřejných financí vůči podmínkám na finančních trzích a tím větší může být riziko nutných úprav rozpočtu a problémů s refinancováním (tj. splácením dluhu pomocí vydání nového dluhu).

Výhled míry hrubé výpůjční potřeby, tj. hrubé výpůjční potřeby českého sektoru vládních institucí vyjádřené jako podíl HDP, odhaluje další problematické aspekty českých veřejných financí.

Míra hrubé výpůjční potřeby (**Graf 2**, pravý panel) bude v Česku během několika let při schodcích sektoru vládních institucí ve výši 3 % HDP dosahovat hodnot pozorovaných v obdobích, kdy byly české veřejné finance pod výraznějším tlakem, tj. během dluhové krize v eurozóně (2010-2012) a pandemie COVID-19 (2020-2022). Obě tyto epizody začaly výraznými rozpočtovými schodky (**Graf 2**, pravý panel, tmavě modré sloupce): v případě dluhové krize se schodek přiblížil 4 % HDP, zatímco během pandemie COVID-19

přesahoval 5 % HDP. V případě dluhové krize byl výrazný schodek následován okamžitým nárůstem objemu dluhu splatného v daném roce (**Graf 2**, pravý panel, světle modré sloupce).

Při schodcích ve výši 3 % HDP míra hrubé výpůjční potřeby roste kvůli nárůstu objemu splatného dluhu, který je způsoben jak výraznými „covidovými" schodky, tak předpokládanými budoucími schodky o velikosti 3 % HDP (**Graf 2**, pravý panel, světle modré sloupce). Postupně se začnou projevovat také vyšší úrokové platby, a to jednak v důsledku vyšší míry zadlužení, ale i kvůli vyšším úrokovým sazbám, za které bude splatný dluh refinancován (**Graf 2**, pravý panel, modré sloupce).

Vláda tedy bude muset i v situaci schodků respektujících maastrichtské kritérium v nejbližších letech získat na finančních trzích takový objem prostředků, který bude v poměru k HDP srovnatelný s objemem potřebným v období po světové finanční krizi nebo během pandemie. V minulosti byly takové situace spojeny s různě výraznou konsolidací veřejných financí – viz **TextBox** *Epizody napjatých veřejných financí v Česku*. Hrubá výpůjční potřeba navíc v roce 2035 překročí hranici 10 % HDP, jejíž dlouhodobé překročení považuje Mezinárodní měnový fond za signál možných problémů s udržitelností veřejného dluhu.[5]

Epizody napjatých veřejných financí v Česku

Česko ve své moderní historii nezažilo fiskální krizi, při níž by stát nebyl schopen plnit své dluhové závazky a došlo by ke státnímu bankrotu či restrukturalizaci dluhu nebo by byl nutný zásah nadnárodních institucí, jako jsou Evropská komise a Mezinárodní měnový fond. Zažilo však několik období fiskálního napětí, kdy se veřejné finance dostaly pod výraznější tlak a následně došlo k fiskální konsolidaci:

- **Světová finanční krize (2008–2009) a následná dluhová krize v eurozóně (2010–2012)** vedly ke globální recesi, která se v důsledku propadu zahraniční poptávky promítla do zpomalení domácí ekonomiky. V důsledku toho poklesly daňové příjmy. Navíc kvůli globální nervozitě na finančních trzích požadovali investoři za držení českého veřejného dluhu vyšší úrokovou sazbu, což prodražilo jeho financování.

[5] Limit 10 % je uveden v IMF (2013), kapitole II. V současnosti se již používá sofistikovanější přístup hodnocení udržitelnosti dluhu sektoru vládních institucí, založený navíc na míře držby veřejného dluhu bankami a chování těchto indikátorů v zátěžových scénářích (IMF, 2021), nicméně původně formulované limity zůstávají v platnosti.

Zhoršení stavu veřejných financí, a především obava z možné realizace řeckého scénáře dluhové spirály[6] vedly k poměrně výrazné fiskální konsolidaci. Ta měla podobu jak zvýšení příjmů vlády (zvýšení DPH), tak snížení jejích výdajů (snižování platů ve státní sféře a počtu státních zaměstnanců), ale také strukturálních reforem, například důchodové reformy spojené s postupným zvyšováním věku odchodu do důchodu.

- **Pandemie COVID-19 (2020–2022)** vedla v důsledku přijatých opatření k výraznému poklesu příjmů veřejných rozpočtů a zároveň nárůstu výdajů na protipandemická a kompenzační opatření. K tomu se přidalo výrazné snížení zdanění příjmů fyzických osob v důsledku zrušení zdaňování superhrubé mzdy.[7] To vše vyústilo v rekordní schodky rozpočtu vládního sektoru a skokový nárůst míry zadlužení.

  Následná fiskální konsolidace měla nejprve formu plánu konsolidace a plánu snižování strukturálního schodku veřejných rozpočtů. Konkrétní konsolidační opatření však byla přijata později v rámci tzv. Ozdravného balíčku, který zahrnoval zvýšení daně z příjmů právnických osob, zvýšení některých spotřebních daní a znovuzavedení plateb nemocenského pojištění u zaměstnanců. Na straně výdajů došlo k úpravám valorizace penzí a omezení některých státních dotací.

[6] Dluhová spirála je situace, kdy výrazné zadlužení vede k pochybám o splacení dluhu, což zvedne úrokové sazby placené státem za nově vydaný dluh. To znamená výraznější náklady na obsluhu dluhu, a tedy výraznější zadlužení. To ještě více zvýrazní pochybnosti o splacení dluhu atd. Výsledkem je státní bankrot, resp. restrukturalizace dluhu.

[7] Odhady dopadu zrušení superhrubé mzdy na státní dluh lze nalézt ve Franta a Münich (2026).

Rozvolnění rozpočtové odpovědnosti a dluhová krize

Výhledy ukazatelů udržitelnosti veřejného dluhu (míry zadlužení a míry hrubé výpůjční potřeby) do roku 2035 diskutované výše ukázaly, že veřejné finance se v horizontu jedné dekády dostanou pravděpodobně pod tlak především v důsledku rostoucí každoroční potřeby financování. Tyto výhledy byly založeny na předpokladu budoucích schodků sektoru vládních institucí ve výši 3 % HDP, což odpovídá maastrichtskému kritériu pro schodek veřejných financí. Zároveň jsme předpokládali, že úroková sazba z nově vydávaného veřejného dluhu odpovídá situaci, kdy na dluhopisových trzích nedochází k výrazným turbulencím. Podrobnější popis předpokladu o úrokových sazbách lze nalézt v Příloze 2.

Veřejný dluh by ovšem měl být udržitelný i v méně pravděpodobných situacích, které mohou být z dnešního pohledu obtížněji představitelné. Je proto užitečné konstruovat scénáře vývoje veřejných financí, které takové situace simulují. Jejich cílem není kvantifikovat pravděpodobnost tohoto vývoje ani popsat jeho konkrétní makroekonomickou příčinu a přesný průběh, ale ukázat důsledky pro udržitelnost veřejného dluhu, pokud by k němu došlo.[8]

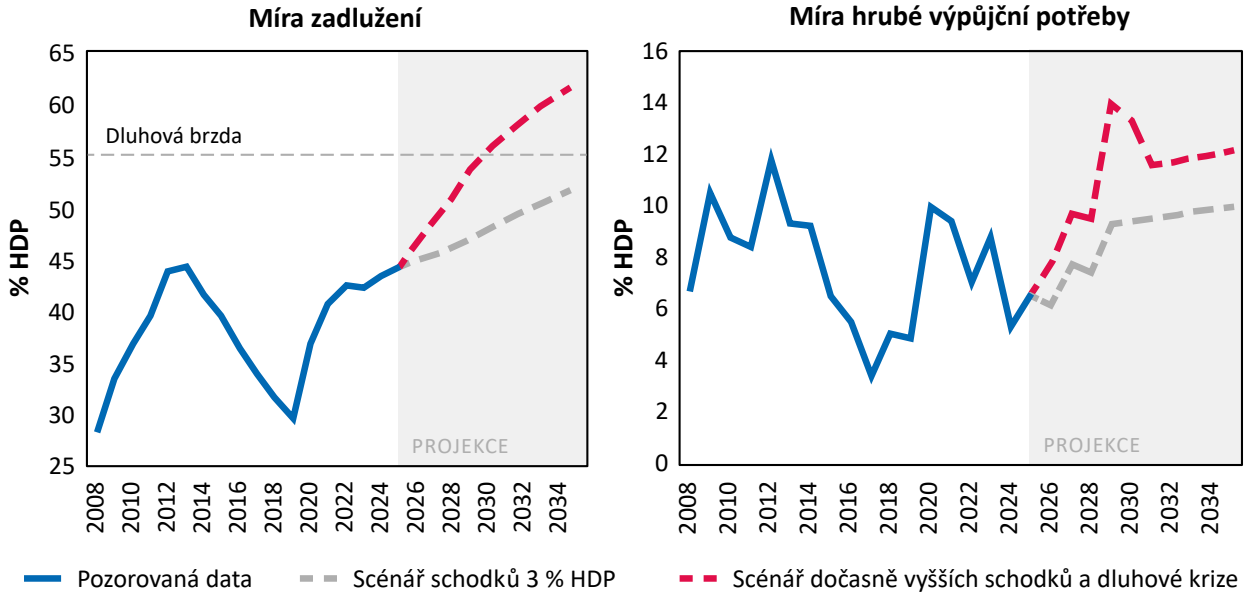
Náš scénář předpokládá rozvolnění rozpočtové odpovědnosti, kdy nebude dodržován maastrichtský limit schodku ve výši 3 % HDP. Uvažujeme nárůst výdajů rozpočtu sektoru vládních institucí, a tedy i rozpočtového schodku, nad rámec 3% hranice o 150 mld. Kč v roce 2026 a v dalších třech letech (2027–2029) o stejný podíl HDP daného roku (1,67 % HDP).

Dále předpokládáme nárůst úrokové sazby nově vydávaných vládních dluhopisů o 500 bazických bodů v letech 2029 a 2030, konkrétně z 3,5 % na 8,5 %. Zvolený nárůst sazeb odpovídá hodnotám pozorovaným u zemí nejvíce zasažených dluhovou krizí v eurozóně v letech 2010–2012 (viz **TextBox** *Srovnání s dluhovou krizí v eurozóně*). Výrazný nárůst úrokových sazeb může být důsledkem vnějších okolností, například pochybností o udržitelnosti veřejného dluhu zemí v celém regionu. Může být také způsoben přímo rozvolněním rozpočtové odpovědnosti v Česku nebo například i výrazným zpřísněním měnové politiky. Scénář konkrétní příčinu nárůstu sazeb neřeší.

[8] Tvorba scénářů představuje značné zjednodušení, ovšem je užitečná pro diskuzi základních charakteristik udržitelnosti veřejného dluhu – podrobný popis předpokladů scénářů, jejich tvorby a nutných zjednodušení lze nalézt v Příloze 1 a 2.

Graf 3: Při rozvolnění rozpočtové odpovědnosti se v dluhové krizi české veřejné finance stanou zranitelnějšími

Míra zadlužení a míra hrubé výpůjční potřeby vládního sektoru – historicky pozorované hodnoty a budoucí vývoj v různých scénářích



Poznámka: Tvorba projekcí budoucího vývoje je podrobně popsána v Příloze 1 a 2. Limit dluhové brzdy je ve skutečnosti upraven o rezervy peněžních prostředků vlády, které však neuvažujeme, neboť se historicky jedná o rozdíl v řádu nízkých jednotek procent HDP.

Scénář dočasně vyšších schodků a dluhové krize naznačuje neudržitelnost veřejných financí jak z pohledu míry zadlužení, tak z pohledu hrubé výpůjční potřeby. Míra zadlužení v tomto scénáři překročí limit dluhové brzdy (55 % HDP) v roce 2030 (**Graf 3**, levý panel, červená křivka). Dluhová brzda je zákonem stanovený limit míry zadlužení (po odečtení rezervy peněžních prostředků k financování dluhu), po jehož překonání se dle Zákona č. 23/2017 Sb. přepracovává státní rozpočet, vytvoří se plán na obnovení udržitelnosti veřejných financí a je omezen rozpočtový rámec samospráv. Překročení tohoto limitu představuje také významný signál pro finanční trhy. Bez adekvátní reakce vlády by mohlo vést k požadavku investorů na vyšší úrokové sazby u nově vydávaných dluhopisů.

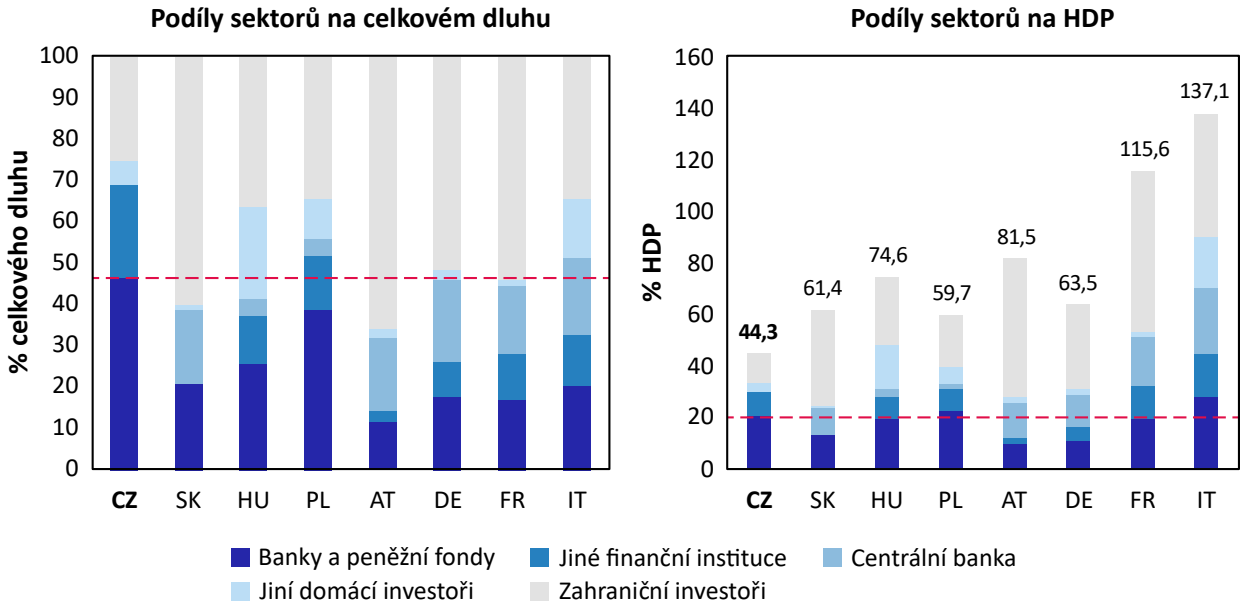
Míra hrubé výpůjční potřeby vzroste z hodnot kolem 8 % HDP v roce 2026 na 14 % HDP v roce 2029 (**Graf 3**, pravý panel, červená křivka). Hodnota 14 % HDP významně překonává historicky nejvyšší míru hrubé výpůjční potřeby pozorovanou v roce 2012, kdy došlo k výrazné rozpočtové konsolidaci v důsledku obav o udržitelnost dluhu (viz **TextBox** *Epizody napjatých veřejných financí v Česku*). Zvýšená výpůjční potřeba navíc zesiluje možné riziko vyplývající z provázanosti veřejného dluhu a českého bankovního sektoru. Toto riziko diskutujeme v následující části.

Provázanost bankovního sektoru a veřejných financí

Dominantním držitelem dluhu sektoru českých vládních institucí je domácí bankovní sektor, který drží téměř polovinu tohoto dluhu (46,6 %).[9] Význam domácího bankovního sektoru při financování veřejného dluhu je patrný i v mezinárodním srovnání: Česko má ze sledovaných zemí nejvyšší podíl veřejného dluhu drženého bankovním sektorem (**Graf 4**, levý panel) a tento podíl patří k nejvyšším i v poměru k velikosti ekonomiky (**Graf 4**, pravý panel). Z těchto důvodů je v českém kontextu důležité zkoumat, zda tato silná provázanost bankovního sektoru a veřejných financí může představovat riziko pro udržitelnost veřejného dluhu.

Graf 4: V porovnání s vybranými zeměmi je držba českého veřejného dluhu domácím bankovním sektorem nejvýraznější

Podíl držby veřejného dluhu podle sektorů na celkovém dluhu a na HDP v roce 2025



Zdroj: ECB Government finance statistics (GFS), vlastní výpočty.

Poznámka: Údaje za bankovní sektor obsahují i držbu vládního dluhu fondy peněžního trhu. Červená čára indikuje hodnotu pro sektor bank a peněžních fondů pro Česko.

Toto riziko spočívá v tom, že při nárůstu úrokových sazeb nově vydávaných dluhopisů veřejného sektoru dojde k poklesu tržní hodnoty (ceny) dluhopisů, které již banky vlastní. Již vydané dluhopisy totiž poskytují nižší úrok než nově vydávané dluhopisy, a jsou proto pro investory méně atraktivní. Ti jsou ochotni je koupit pouze za nižší cenu.

[9] Zbytek dluhu pak drží především penzijní fondy, pojišťovny a zahraniční investoři. Domácnosti drží méně než 10 % veřejného dluhu.

Čím větší část aktiv bank tvoří tyto dluhopisy, tím vyšší může být jejich ztráta v důsledku růstu úrokových sazeb (záleží mimo jiné na účetním režimu – viz **TextBox** *Účetní režim státních dluhopisů a jeho vliv na ztráty bankovního sektoru*). Tato ztráta se projeví v chování bank. Ty mohou omezit poptávku po státních dluhopisech, což by vedlo k dalšímu poklesu jejich ceny, resp. k růstu úrokových sazeb požadovaných u nově vydávaných dluhopisů. Zároveň se může objevit očekávání, že stát bude muset oslabený bankovní sektor finančně podpořit, například přímou finanční pomocí bankám nebo prostřednictvím systému pojištění vkladů v případě jejich selhání. Taková podpora by dále zvýšila dluh sektoru vládních institucí a vedla by k potřebě vydávat ještě více státních dluhopisů.

Snížená poptávka po nových dluhopisech veřejného sektoru a očekávání případné státní podpory bankovního sektoru tak mohou vést k dalšímu zvýšení úrokových sazeb, za které bude stát schopen prodat nově vydávané dluhopisy. Vyšší úrokové sazby následně mohou prohloubit ztráty bank a posílit očekávání státní podpory bankovního sektoru. Vzniká tak potenciální vzájemně se posilující mechanismus mezi veřejnými financemi a bankovním sektorem, který může přispět k neudržitelnosti veřejného dluhu.

Účetní režim státních dluhopisů a jeho vliv na ztráty bankovního sektoru

Banky mohou státní dluhopisy vykazovat v účetním režimu *marked-to-market* nebo *held-to-maturity*. Zařazení jednotlivých dluhopisů do konkrétního režimu při jejich nákupu závisí na tom, zda je banka plánuje držet do jejich splatnosti, nebo je drží jako rezervu k okamžitému využití v obchodování.

Dluhopisy v režimu **marked-to-market** jsou na bilanci banky přeceňovány tržní cenou, přičemž změny jejich hodnoty se promítají přímo do hospodářského výsledku. Banka má tyto dluhopisy k dispozici na prodej a jejich případným prodejem již v účetnictví netratí.

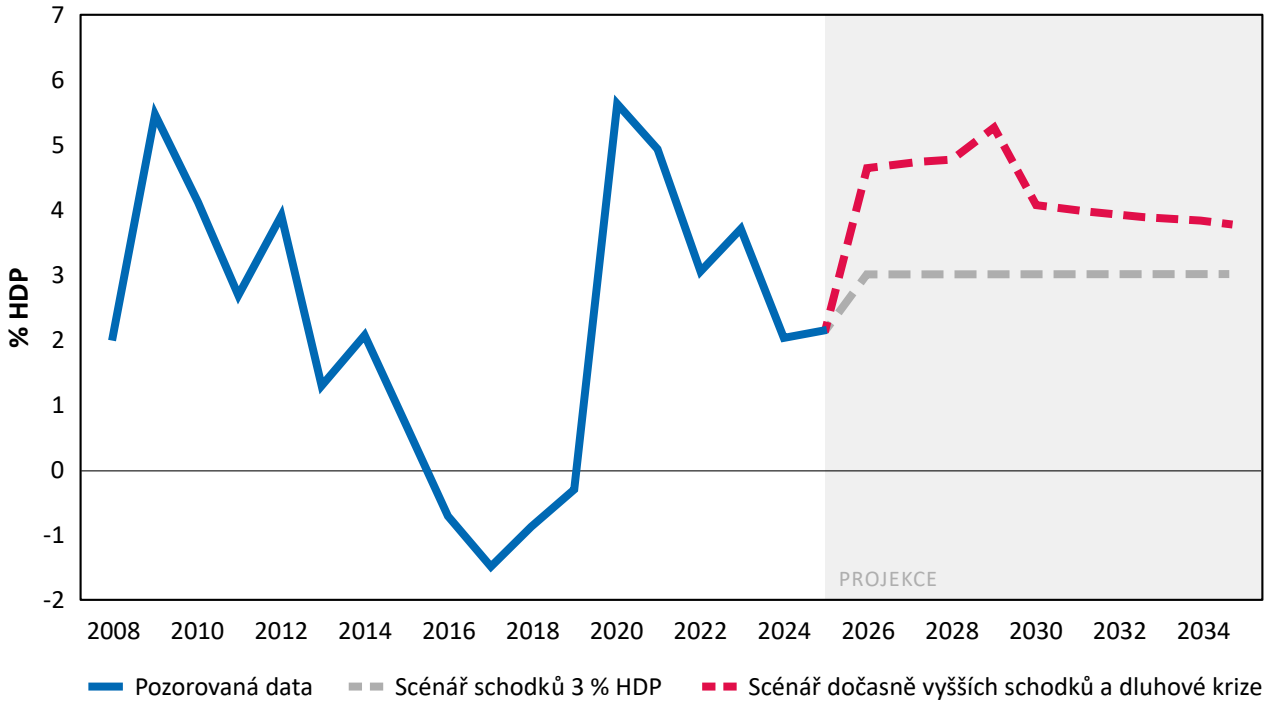
Naopak dluhopisy v režimu **held-to-maturity** nejsou přeceňovány na tržní cenu. Ani při poklesu jejich tržní hodnoty v důsledku růstu výnosů dluhopisů se proto tato změna sama o sobě nepromítne do vykázané ztráty. Tyto dluhopisy banka zamýšlí držet do jejich splatnosti. Pokud ale banka dluhopisy z tohoto portfolia prodá, jejich ztráta se realizuje a přenese do účetnictví. Ztráta tedy nezmizí, jen zůstává účetně neviditelná, dokud banka nemusí tyto dluhopisy prodávat.

Ohrožení udržitelnosti dluhu sektoru českých vládních institucí vyplývající z provázanosti domácího bankovního sektoru a veřejného dluhu ilustrujeme na scénáři dočasně zvýšených schodků sektoru vládních institucí a dluhové krize. Ilustrace vychází z poměrně silných předpokladů diskutovaných níže, přesto ukazuje, že **provázanost bankovního sektoru s veřejnými financemi představuje relevantní riziko pro udržitelnost českého veřejného dluhu.**[10]

Jak bylo ukázáno výše, ve scénáři zvýšených schodků a dluhové krize se míra hrubé výpůjční potřeby vlády do roku 2029 téměř zdvojnásobí. Předpokládáme-li, že stávající držitelé veřejného dluhu každý rok nakoupí stejné množství nového dluhu, které jim bude v daném roce splaceno, museli by ostatní zájemci o český veřejný dluh v letech rozvolnění rozpočtové odpovědnosti (2026–2029) v tomto scénáři každý rok absorbovat dodatečný dluh o objemu téměř 5 % HDP (**Graf 5**, červená křivka).[11]

Graf 5: Držitelé dluhu sektoru českých vládních institucí budou muset absorbovat ve scénáři dočasně vyšších schodků a dluhové krize výrazně více dluhu

Míra navýšení dluhu nad rámec splatného dluhu (míra čisté výpůjční potřeby) sektoru českých vládních institucí – historicky pozorované hodnoty a budoucí vývoj v různých scénářích



Zdroj: ECB, vlastní výpočty.

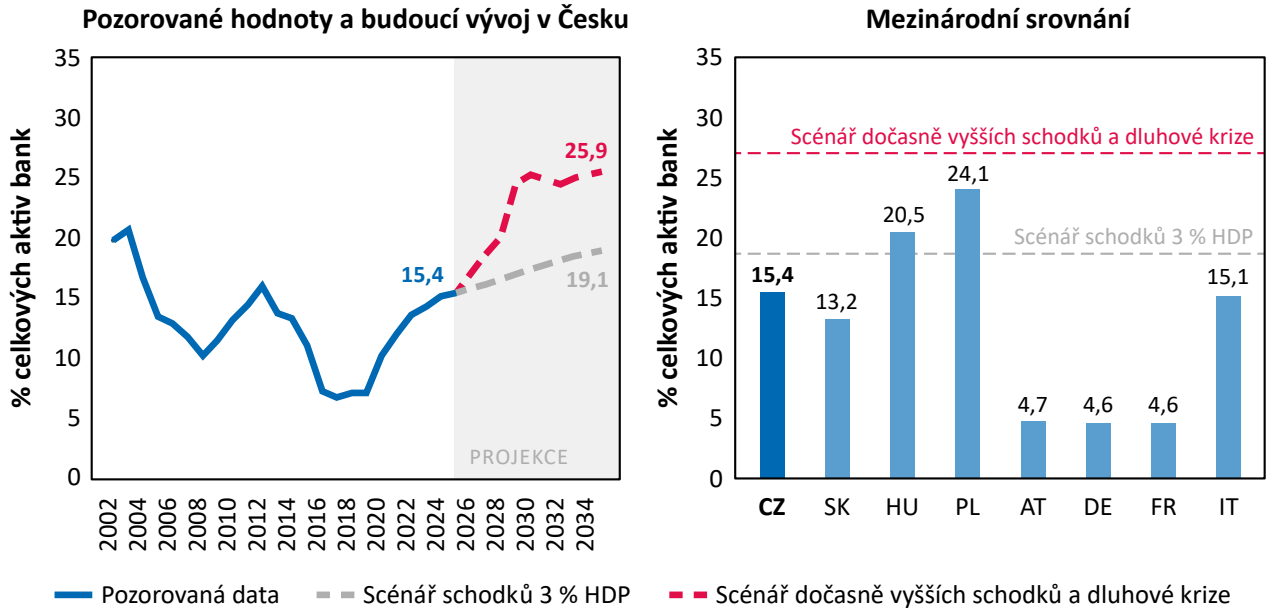
[10] Ostatní rizika, například riziko spojené s držením dluhu v zahraničních měnách, nepovažujeme za natolik významná, abychom se je snažili v rámci scénáře vyšších schodků a dluhové krize nějak kvantifikovat.

[11] V tomto případě počítáme hrubou výpůjční potřebu bez amortizace dluhu - předpokládáme, že stávající držitelé veřejného dluhu v případě jeho splatnosti nakoupí nový dluh. Výpůjční potřeba neuvažující amortizaci dluhu se nazývá čistá výpůjční potřeba.

Jestliže by většinu tohoto nového dluhu opět nakoupil domácí bankovní sektor, vzrostl by podíl veřejného dluhu na celkových aktivech domácího bankovního sektoru ze současných 15,4 % až na 25 % celkových aktiv. Čtvrtina aktiv domácího bankovního sektoru by tak byla tvořena dluhem českého veřejného sektoru (**Graf 6**, levý panel, červená křivka).[12] Takový podíl veřejného dluhu na celkových aktivech by byl v porovnání se současnými hodnotami ve sledovaných zemích nejvyšší (**Graf 6**, pravý panel). Provázanost bankovního sektoru s veřejnými financemi by se výrazně zvýšila, a tím i riziko s ní spojené.

Graf 6: Expozice domácího bankovního sektoru na veřejný dluh vzroste, a to i v mezinárodním srovnání

Podíl dluhu sektoru vládních institucí držený domácími bankami na celkových aktivech bank v různých scénářích a srovnání s vybranými zeměmi ke 4. čtvrtletí 2025



Zdroj: ECB, vlastní výpočty. Detailní popis tvorby projekcí lze nalézt v Příloze 3.

Ve scénáři dočasně zvýšených rozpočtových schodků s dluhovou krizí by námi odhadovaný pokles hodnoty nezajištěného portfolia státních dluhopisů držených bankami odpovídal ztrátě ve výši 1–3 % celkových aktiv bankovního sektoru v závislosti na účetním režimu. Jedná se opět o ilustraci dopadu zvýšené absorpce dluhu sektoru vládních institucí domácím bankovním sektorem za poměrně silných předpokladů diskutovaných v Příloze 3. Tento orientační výpočet nicméně naznačuje, že ztráty tohoto rozsahu by již mohly mít zpětný dopad na dluh sektoru vládních institucí, a to například prostřednictvím

[12] Kromě toho, že navýšený dluh absorbuje především domácí bankovní sektor, také předpokládáme, že část zahraničních držitelů dluhu se bude dluhopisů zbavovat a nakoupí je opět domácí bankovní sektor. Detailní popis předpokladů a popis výpočtu navýšení držby dluhu sektoru vládních institucí bankovním sektorem lze nalézt v Příloze 3.

slabšího růstu ekonomiky. Banky vykazující významné ztráty by mohly omezit poskytování úvěrů firmám a domácnostem, což by mohlo vést k nižšímu výběru daní a případně k vyšším výdajům státu na podporu ekonomiky. Další možný negativní dopad na veřejný dluh představuje potenciální záchrana některých bank státem.

Určité vodítko, jak blízko jsou domácí veřejné finance problémům spojeným s provázaností bank a veřejných rozpočtů, lze nalézt v porovnání se situací v některých zemích během dluhové krize eurozóny – viz **TextBox** *Srovnání s dluhovou krizí v eurozóně*. Země nejvíce zasažené dluhovou krizí a země, které zaznamenaly materializaci rizika provázanosti bank a veřejných financí, vstupovaly do krize s nižší úrovní provázanosti, než jaká je aktuálně pozorovaná v Česku, resp. výrazně nižší ve srovnání se scénářem dočasně vyšších schodků a dluhové krize. Přímé srovnání je ale nutné brát s velkou rezervou.Ani míra zadlužení jako další indikátor udržitelnosti veřejného dluhu, ani ekonomické okolnosti (hluboká hospodářská recese) zdaleka nedosahují v Česku hodnot pozorovaných ve státech jižního křídla eurozóny během dluhové krize.

Srovnání s dluhovou krizí v eurozóně

V důsledku světové finanční krize z let 2008–2009 a následné globální hospodářské recese vykazovaly státy jižního křídla eurozóny výrazné schodky rozpočtu z důvodu propadů daňových příjmů a v některých zemích také mimořádných výdajů spojených se stabilizací finančního sektoru a podporou ekonomiky.

Rostoucí zadlužení a zhoršení důvěry investorů ve schopnost některých vlád splácet své závazky vedly k prudkému růstu požadovaných výnosů státních dluhopisů (**Graf 7**). To vedlo k nutnosti výrazné konsolidace veřejných rozpočtů v dotčených zemích, v případě Řecka došlo v roce 2012 dokonce k restrukturalizaci dluhu.

V Řecku, Portugalsku a na Kypru bylo navíc možné pozorovat, jak se problémy s veřejnými financemi přelily do sektoru bank, který masivně držel domácí státní dluhopisy. Ztráty bank (zapříčiněné nejen poklesem tržní hodnoty dluhopisů, ale i z důvodu nesplácení úvěrů a odlivu vkladů) a nutnost státních zásahů dále zesílily problémy veřejných financí a vedly k problémům s udržitelností veřejného dluhu.

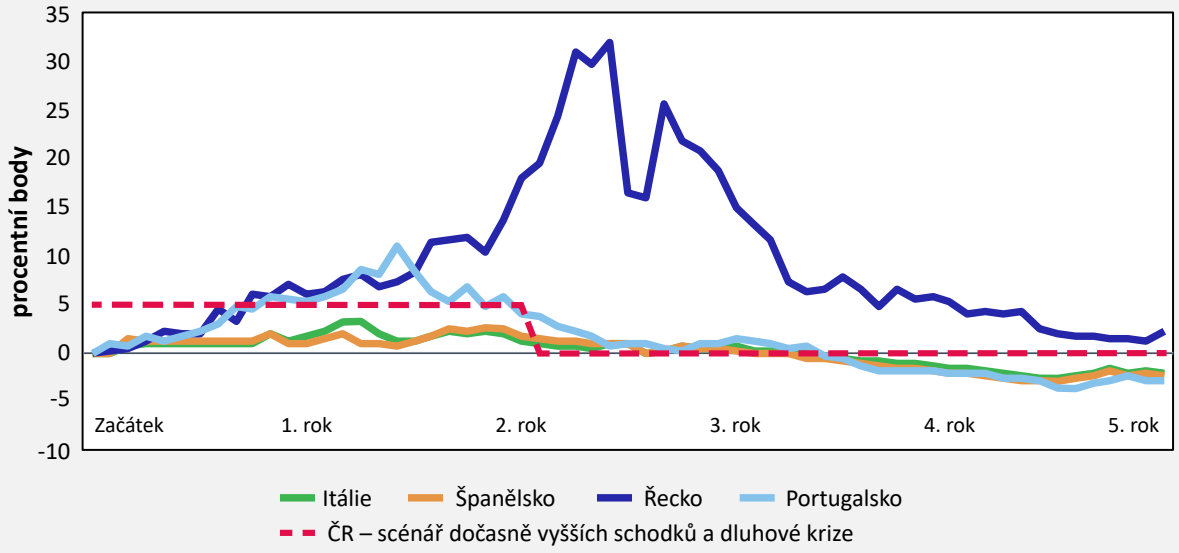
Porovnáme-li indikátory udržitelnosti veřejného dluhu pozorované u jižních zemí eurozóny během krize a hodnoty z našeho scénáře dočasně vyšších schodků

s dluhovou krizí, pozorujeme, že míra zadlužení v našem scénáři vykazuje hodnoty výrazně pod mírou zadlužení Španělska, Itálie a Řecka, která se v případě Španělska v roce 2013 blížila 100 % HDP a v případě Itálie a Řecka 100 % HDP výrazně přesahovala. Potřeba absorpce navýšeného dluhu dosahuje ve scénáři hodnot srovnatelných s Itálií (**Graf 8**).

Provázanost bankovního sektoru s veřejnými financemi byla v některých zemích před nástupem dluhové krize poměrně významná. Portugalské státní dluhopisy tvořily před krizí přibližně 5 % celkových aktiv portugalského bankovního sektoru, ve Španělsku byl tento podíl obdobný, v Itálii dosahoval 7 % a v Řecku 16 %.[13] Česko se současným podílem veřejného dluhu na celkových aktivech bankovního sektoru kolem 15 % vykazuje z tohoto pohledu hodnotu srovnatelnou s Řeckem. V našem scénáři dočasně vyšších schodků a dluhové krize by tento podíl mohl vzrůst až na 25 %, tedy výrazně nad úroveň pozorovanou v Řecku před dluhovou krizí.

Graf 7: Výnosy státních dluhopisů během dluhopisové krize narostly, scénář dluhové krize je inspirován těmito nárůsty

Nárůst desetiletých výnosů státních dluhopisů Itálie, Portugalska, Španělska a Řecka vztažený k prvnímu měsíci krize

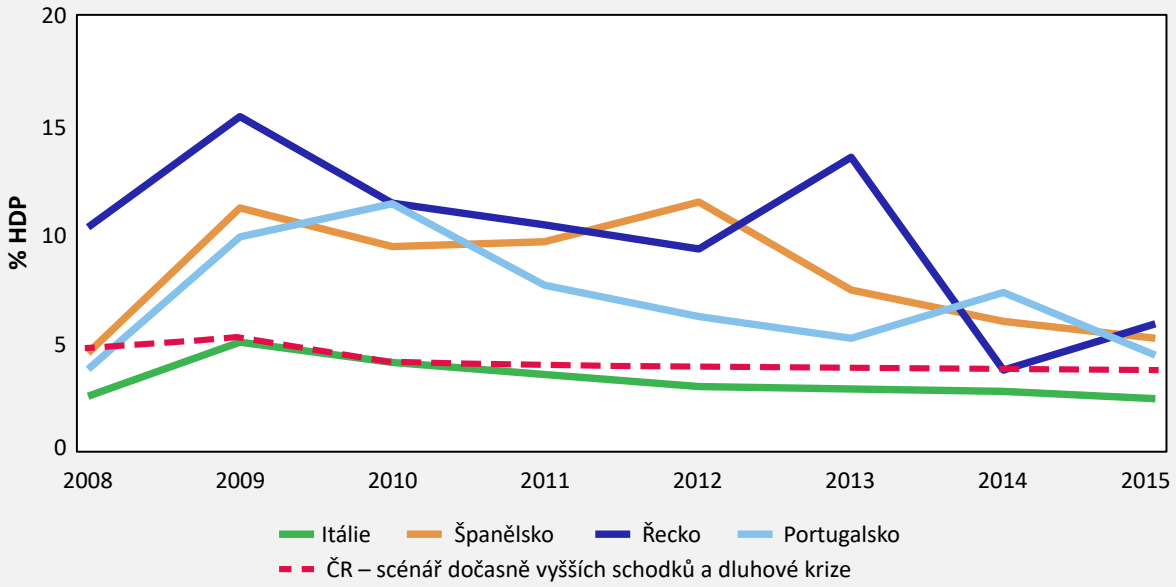


Zdroj: Investing.com, vlastní výpočty. Jedná se o měsíční časové řady výnosů desetiletých státních dluhopisů. Období zahrnuje 5 let od počátku krize. Pro Řecko je nastaven začátek na 30. 9. 2009, pro Španělsko, Itálii a Portugalsko 30. 9. 2010. Tato období jsou identifikována podle růstu výnosu státních dluhopisů v daných zemích.

[13] Hodnoty jsou vzaty z publikace Gennaioli a kol. (2014).

Graf 8: Nutnost absorpce navýšeného vydávání dluhu je ve scénáři dočasně vyšších schodků a dluhové krize podobná Itálii během dluhové krize v eurozóně

Míra navýšení dluhu nad rámec splatného dluhu (míra čisté výpůjční potřeby) jako podíl na HDP



Zdroj: AMECO, ECB databáze, vlastní výpočty. CZ scénáře představují navázanou předpověď našeho modelu od roku 2028 po rok 2035.

Literatura

Acosta-Ormaechea, S., Martinez, L. (2021). A guide and tool for projecting public debt and fiscal adjustment paths with local- and foreign-currency debt. *IMF Technical Notes and Manuals, 2021/005.*

Acosta-Ormaechea, S., Martinez, L., Restrepo, J. (2025). A guide and tool for projecting public gross financing needs. *IMF Technical Notes and Manuals, 2025/001.*

Berk, J. B., van Binsbergen, J. H. (2026). Why care about debt-to-GDP? *NBER Working Paper, 34629.*

BIS (2025). Sustaining stability amid uncertainty and fragmentation. *BIS Annual Economic Report – Chapter I.*

Eichengreen, B., Menuet, M., Donnat, G. (2026). From stocks to flows: debt service and fiscal sustainability. *NBER Working Paper, 35459.*

Franta, M., Münich, D. (2026). Neblahé dědictví zrušení superhrubé mzdy. *Policy Brief IDEA, duben 2026.*

Gennaioli, N., Martin, A., Rossi, S. (2014). Banks, government bonds, and default: what do the data say? *IMF Working Paper, 14/120.*

IMF (2021). Review of the debt sustainability framework for market access countries. *IMF Policy Paper, 2021/003.*

IMF (2013). Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries. *IMF Policy Paper, 2013/040.*

Příloha 1:

Projekce míry zadlužení, hrubé a čisté výpůjční potřeby a obsluhy dluhu

Dluh sektoru vládních institucí:

Projekce veřejného dluhu v podílu k HDP v roce t, d_t, je formulována na základě celkového schodku rozpočtu sektoru vládních institucí, cs_t, a vychází z následující rovnice:[14]

$$d_t = \varphi_t^{ob} d_{t-1} - cs_t,$$

kde $\varphi_t^{ob} \equiv \frac{\alpha_{t-1}\left(1+\varepsilon_t^{eop}\right)+1-\alpha_{t-1}}{(1+g_t)(1+\pi_t)}$ zachycuje, jak dluh z předchozího roku ovlivňuje současný dluh. α_t je podíl dluhu denominovaného v cizích měnách k celkovému dluhu v roce t. V projekcích předpokládáme pouze jednu cizí měnu (euro), v níž je denominovaný dluh v cizích měnách. ε_t^{eop} je meziroční změna kurzu CZK/EUR ke konci roku, g_t je meziroční změna reálného HDP a π_t je domácí inflace (změna deflátoru HDP).

Zatímco v základním scénáři je projekce míry zadlužení formulovaná na základě celkového schodku rozpočtu sektoru vládních institucí, cs_t, ve scénáři dluhové krize je formulována na základě primárního schodku rozpočtu, ps_t. Proto je nutné dopočítat v základním scénáři primární schodek z celkového schodku:[15]

$$ps_t = cs_t + \left[\alpha_{t-1} i_t^f \left(1+\varepsilon_t^{eop}\right)\frac{e_t^{avg}}{e_t^{eop}} + (1-\alpha_{t-1}) i_t^d\right]\frac{d_{t-1}}{(1+g_t)(1+\pi_t)},$$

kde e_t^{avg} je průměrný kurz CZK/EUR v roce t a e_t^{eop} je kurz CZK/EUR na konci roku t. Rovnici pro vývoj dluhu v podílu na HDP pak lze s primárním schodkem formulovat následujícím způsobem:

$$d_t = \varphi_t^{pb} d_{t-1} - ps_t,$$

kde $\varphi_t^{pb} \equiv \frac{\alpha_{t-1}\left(1+i_t^f e_t^{avg}/e_t^{eop}\right)\left(1+\varepsilon_t^{eop}\right)+(1-\alpha_{t-1})\left(1+i_t^d\right)}{(1+g_t)(1+\pi_t)}$. i_t^f a i_t^d označují nominální efektivní úrokovou sazbu placenou z veřejného dluhu denominovaného v cizích měnách a domácí měně.

[14] Používáme rovnici (6) z Acosta-Ormaechea and Martinez (2021) za předpokladu nulových ostatních toků tvořících dluh neodražených ve schodku rozpočtu, jako například odpuštění části dluhu, prodej aktiv atp. Dále předpokládáme i nulový vliv změn kurzu během roku na dluh z důvodu nízkého podílu dluhu denominovaného v cizí měně (euru).

[15] Jedná se o rovnici (5) v Acosta-Ormaechea and Martinez (2021).

Hrubá a čistá výpůjční potřeba:

Hrubá výpůjční potřeba v podílu k HDP v roce t, hvp_t, zachycuje nutnost financování schodku rozpočtu, splatných dluhů z minulosti a úroků placených za stávající dluh:[16]

$$hvp_t = \frac{\alpha_{t-1}(1+\varepsilon_t^{eop})\frac{e_t^{avg}}{e_t^{eop}}\left(am_t^f + i_t^f\right)+(1-\alpha_{t-1})(am_t^d + i_t^d)}{(1+g_t)(1+\pi_t)} d_{t-1} - ps_t,$$

Čistá výpůjční potřeba, cvp_t, zachycuje potřebu financování pouze schodku rozpočtu a úroků ze stávajícího dluhu:

$$cvp_t = \frac{\alpha_{t-1}(1+\varepsilon_t^{eop})\frac{e_t^{avg}}{e_t^{eop}} i_t^f +(1-\alpha_{t-1}) i_t^d}{(1+g_t)(1+\pi_t)} d_{t-1} - ps_t.$$

Obsluha dluhu:

Výdaje na obsluhu veřejného dluhu jako podílu na HDP jsou tvořeny úroky placenými za veřejný dluh:

$$osd_t = \frac{\alpha_{t-1}(1+\varepsilon_t^{eop})\frac{e_t^{avg}}{e_t^{eop}} i_t^f +(1-\alpha_{t-1}) i_t^d}{(1+g_t)(1+\pi_t)} d_{t-1}.$$

[16] Jedná se o rovnici (2) v Acosta-Ormaechea et al. (2025).

Příloha 2:

Data a předpoklady použité v projekcích

Tato příloha obsahuje seznam všech dat, která jsou použita při tvorbě projekcí, jejich zdroj a případně diskuzi předpokladů použitých při tvorbě projekcí.

Projekce začínají rokem 2026 a pracujeme v nich s financemi celého sektoru vládních institucí, nikoliv pouze státními financemi. Česká republika vykazuje pouze malý rozdíl v objemu zadlužení mezi sektorem vládních institucí a státními financemi. Podíl státního dluhu na celkovém dluhu sektoru vládních institucí je v České republice 97,7 %.

Dluh a deficit:

- Veřejný dluh v podílu k HDP za poslední rok předcházející první rok projekce: dluh sektoru vládních institucí v roce 2025 dosahoval 44,25 % HDP, což odpovídalo 3786,3 mld. Kč. Zdroj: Hlavní makroekonomické indikátory ČSÚ.
- Podíl veřejného dluhu v cizích měnách na celkovém dluhu: na konci roku 2025 byl podíl státního dluhu v cizích měnách na celkovém dluhu rovný 4,6 %, téměř celý cizoměnový dluh byl denominován v eurech. Zdroj: The Czech Republic Government Debt Management Annual Report 2025. V projekcích předpokládáme, že tento podíl platí i pro veřejný dluh a že veškerý cizoměnový dluh je denominován v eurech. Dále předpokládáme, že se podíl eurového dluhu v budoucnosti nebude měnit, a zůstane tak na hodnotě 4,6 %.

Fiskální indikátory:

- Efektivní nominální úroková míra z dluhu: vycházíme z rovnovážné nominální úrokové míry 3 %.[17] K ní připočteme průměrné rozpětí mezi krátkými sazbami a výnosem 6letého českého státního dluhopisu, tj. dluhopisu s dobou splatnosti blížící se průměrné době zbytkové splatnosti českých státních dluhopisů (0,5 p.b.). Dále předpokládáme pozvolný přechod k rovnovážným hodnotám, takže pro rok 2026 je předpokládána hodnota efektivní úrokové míry rovna 3,3 %, pro rok 2027 3,4 % a pro další roky 3,5 %. Předpokládáme, že stejná úroková míra platí jak pro domácí, tak cizoměnový veřejný dluh.

[17] Odkaz

- Součástí scénáře dočasně vyšších schodků je i simulace dluhové krize modelované nárůstem úrokové míry nově vydávaného dluhu o 500 bazických bodů pro roky 2029 a 2030. Konkrétně se jedná o růst úrokové sazby z 3,5 % na 8,5 %. Nárůst úrokové sazby z nově vydaných dluhopisů se postupně promítá do efektivní úrokové míry placené z dluhu. Efektivní úrokovou míru pro daný rok počítáme jako vážený průměr efektivní míry z předchozího roku a úrokové sazby předpokládané pro daný rok. Váhy jsou dány podílem dluhu amortizovaného daný rok. V případě projekce ve scénáři dluhové krize to znamená, že například v roce 2029 je efektivní sazba pro korunový dluh rovna 4,4 %, v roce 2030 pak 5,1 % a v roce 2031 je to 4,9 %.

- Primární a celkový schodek sektoru vládních institucí v podílu k HDP: v základním scénáři předpokládáme celkový schodek o velikosti 3 % HDP na celém horizontu projekce. Scénář dočasně vyšších schodků uvažuje nárůst primárního schodku oproti jeho velikosti v základním scénáři o 150 mld. Kč v roce 2026 a další tři roky o stejnou část HDP (tj. 1,67 % HDP). Vyjdeme tedy z celkového schodku uvažovaného v základním scénáři, spočteme primární schodek, tj. schodek očištěný o náklady na obsluhu dluhu, a ten navýšíme o příslušnou část HDP.

- Nominální efektivní míra amortizace dluhu (podíl splatného dluhu v určité měně k celkovému dluhu denominovanému v určité měně): Pro roky 2026, 2027 a 2028 předpokládáme míru amortizace rovnou 6,83 %, 10,13 % a 9,98 % pro korunový dluh a 17,6 %, 28,5 % a 15,04 % pro eurový dluh. Tato čísla vychází z objemů splatného dluhu v publikaci The Czech Republic Funding and Debt Management Strategy 2026. Pro následující roky předpokládáme dlouhodobou (2008–2025) průměrnou míru amortizace dluhu všech denominací (14,3 %). Ve scénáři dluhové krize, kdy tržní tlak donutí stát emitovat dluhopisy s kratší splatností, předpokládáme nárůst míry amortizace na 18 %, což jsou hodnoty pozorované v Česku během evropské dluhové krize (roky 2011 a 2012).

Makroekonomické indikátory:

- Průměrný kurz CZK/EUR a kurz CZK/EUR na konci roku: průměrný kurz za rok 2025 byl 24,69 CZK/EUR. Zdroj: Hlavní makroekonomické indikátory ČSÚ. Kurz na konci roku 2025 byl 24,25 CZK/EUR. Zdroj: CNB. Projekce meziroční změny kurzu v roce 2026 je -1,9 % a v roce 2027 je 1,0 %. Zdroj: Macroeconomic Forecast

of Ministry of Finance. Pro následující roky (2028+) předpokládáme zmírňování meziroční změny na hodnoty -0,9 %, -0,8 %,… Projekce meziročních změn kurzu CZK/EUR na konci roku jsou předpokládány stejné jako meziroční změny u průměrného kurzu.

- GDP deflátor (růst): pro následující roky předpokládáme hodnoty 2,9 % (2026), 3,7 % (2027), 2,7 % (2028) a 2,5 % (2029). Zdroj: Macroeconomic Forecast of Ministry of Finance. Pro následující roky předpokládáme hodnotu 2 %.

- Růst reálného HDP: pro následující roky předpokládáme hodnoty 2,2 % (2026), 2,2 % (2027), 2,7 % (2028) a 2,4 % (2029). Zdroj: Macroeconomic Forecast of Ministry of Finance. Pro následující roky předpokládáme hodnotu 2,5 %. Nominální HDP v roce 2025 bylo 8556,45 mld. Kč.

Scénář dočasně vyšších schodků s dluhovou krizí představuje velice zjednodušenou projekci, ve které jsou kurz i HDP stejné jako v základním výhledu. Ve skutečnosti by byla ve scénáři ekonomika pravděpodobně v recesi (nižší HDP) a kurz by oslabil (kvůli rostoucí rizikové prémii). Obě tato zjednodušení znamenají, že scénář s výraznějšími schodky a nárůstem úrokových sazeb představuje nejoptimističtější variantu. Pokles ekonomiky by přes daňové výpadky zhoršil fiskální situaci (navíc by diskutované míry udržitelnosti veřejného dluhu byly vyšší, protože jsou vyjádřené v podílu k HDP) a slabší kurz by okamžitě zvýšil korunovou hodnotu cizoměnového veřejného dluhu.

Příloha 3:

Navýšení držby dluhu bankovním sektorem a odhad ztrát bank

V rámci scénáře dočasně zvýšených schodků rozpočtu sektoru vládních institucí a dluhové krize počítáme, jak by se navýšil podíl domácího bankovního sektoru na držbě veřejného dluhu a k jakým ztrátám bankovního sektoru by vedla dluhová krize.

Odhad navýšení držby dluhu sektoru vládních institucí bankovním sektorem

Pro účel odhadu navýšení držby vládního dluhu bankovním sektorem předpokládáme růst držeb jednotlivých sektorů rovný růstu nominálního HDP tak, aby zůstal jejich podíl na celkovém HDP zachován. Zbylé navýšení výpůjční potřeby sektoru vládních institucí absorbuje bankovní sektor. Růst aktiv bank mezi lety 2026-2035 je rovný průměrnému ročnímu růstu mezi lety 2008–2025 (cca 6 % p. a.). V letech dluhové krize (2029–2030) předpokládáme 30 % odprodej dluhu zahraničními investory, který opět nakupuje domácí bankovní sektor. V pokrizových letech předpokládáme návrat zahraničních investorů do jejich původního % zastoupení vůči HDP v průběhu 2 let od konce dluhové krize.

Ilustrativní odhad ztrát bankovního sektoru

Ztráty bankovního kapitálu odhadujeme na základě členění držby vládního dluhu zahraničními bankami podle typu zaúčtování a podle splatnostních pásem. Tento přístup nám umožňuje odhadnout přibližné rozložení portfolia státních dluhopisů drženého bankovním sektorem podle účetní klasifikace a splatnosti. Na toto rozložení následně přiřazujeme objem dosud nesplacených českých státních dluhopisů ke konci roku 2025. Pro zjednodušení předpokládáme, že stejná struktura portfolia platí i na počátku modelované dluhové krize.

Celkový objem dluhu drženého bankovním sektorem očišťujeme o úvěry poskytnuté na úrovni státu a vládních institucí a zbylý objem rozdělujeme poměrně do jednotlivých emisí státních dluhopisů podle splatnostních košů a účetního režimu odvozených z EBA dat. Byť tato data jsou k dispozici pouze pro zahraniční banky, je převážná část českého bankovního sektoru vlastněna zahraničními mateřskými skupinami, které, jak předpokládáme, drží české státní dluhopisy právě prostřednictvím svých českých bankovních dceřiných společností.

Na úrovni jednotlivých emisí následně simulujeme šok do výnosů o 500 bazických bodů a sledujeme dopad tohoto přecenění na tržní cenu námi vytvořeného dluhopisového

portfolia. Tuto ztrátu poměřujeme jak vůči regulatornímu kapitálu CET1 v poměru k rizikově váženým aktivům (RWA), tak vůči celkovým aktivům českých bank. V obou případech zvlášť pro dluhopisy vedené v režimu marked-to-market a zvlášť pro celkovou ekonomickou ztrátu napříč oběma účetními režimy, tedy včetně dluhopisů v režimu held-to-maturity, kde se ztráta účetně neprojevuje, ale ekonomicky existuje (viz **TextBox** *Účetní režim státních dluhopisů a jeho vliv na ztráty bankovního sektoru*).

Je třeba podotknout, že jde o analýzu na agregátní úrovni, která nezohledňuje distribuci jednotlivých bank ani jejich individuální kapitalizaci. Jde také pouze o okamžitý dopad jednorázového rozšíření výnosů o 500 bazických bodů, který nezohledňuje případné již naakumulované zisky či ztráty na dosud držených dluhopisech.

Výpočet také nezohledňuje zajišťovací operace, kterými banky mohou část svého úrokového rizika krýt (např. úrokové swapy). Úrokové swapy mohou snižovat úrokové riziko plynoucí z přecenění státních dluhopisů na úrovni jednotlivé banky, ale na úrovni celé bankovní soustavy ho spíše redistribuují mezi bankami.

Předchozí studie IDEA

2026

Školy pro nadané, či vybrané? Mezinárodní srovnání. Miroslava Federičová, srpen 2026

Platy učitelů v roce 2025 a výhled: pád na dno? Daniel Münich, Vladimír Smolka, červen 2026

Talent ve školách: Co pomáhá nadaným žákům. Tomáš Protivínský, březen 2026

Struktura a hodnota majetku českých domácností: mezinárodní srovnání. Daniel Münich, Michal Šoltés, leden 2026

Klienti penzijních fondů v pasti nízkých výnosů a vysokých poplatků. Lukáš Nádvorník, Filip Pertold, leden 2026

2025

Když se smlouvy mohou měnit: dopady flexibilnějších pravidel na veřejné zakázky. Kris de Jaegher, Michal Šoltés, Vítězslav Titl, prosinec 2025

Vyplatí se jít na vysokou školu, když se ekonomice nedaří? Alena Bičáková, Guido Matias Cortes, Jacopo Mazza, listopad 2025

Emisní povolenky: návrh mechanismu bránícímu neúnosnému nárůstu cen. Tomáš Protivínský, Silvester van Koten, září 2025

Mezinárodní bibliometrické srovnání výzkumu Akademie věd České republiky. Štěpán Jurajda, Daniel Münich, Taras Hrendaš, září 2025

Platy učitelů v roce 2024 a výhled: na horské dráze. Daniel Münich, Vladimír Smolka, červen 2025

Co (ne)víme o žácích s kvantitativním nadáním? Česko v mezinárodním srovnání. Miroslava Federičová, Alena Bičáková, květen 2025

Srovnání platů a mezd v České republice: větší problém než se zdá. Pavla Bolková, Pavla Doleželová, Štěpán Jurajda, Pavel Mrázek, Daniel Münich, duben 2025

Částečné úvazky: v Česku vzácné zboží. Jakub Grossmann, Daniel Münich, únor 2025

Od nutnosti k nové realitě: práce z domova po pandemii covid-19. Alena Bičáková, Klára Kalíšková, leden 2025

2024

TALENT: kritický přehled odborné literatury na téma nadání. Miroslava Federičová, Tomáš Protivínský, Eva Peňázová, prosinec 2024

Veřejná podpora míst ve školkách se stále vyplatí: analýza výnosů a nákladů. Klára Kalíšková, Daniel Münich, Jiří Slabý, listopad 2024

Jaké inovativní firmy (ne)čerpají veřejnou podporu na inovace? Martin Srholec, říjen 2024

Krajské rozpočty pod drobnohledem: odkud mají příjmy, na co jdou výdaje a co přinese změna RUD. Petr Janský, Daniel Kolář, září 2024

Platy učitelů v roce 2023 a výhled: jízda z kopce. Daniel Münich, Vladimír Smolka, červen 2024

Reforma veřejných zakázek s jedinou nabídkou: více konkurence, nižší cena. Vítězslav Titl, červen 2024

(Ne)zájem žáků o učitelskou profesi: mezinárodní srovnání. Miroslava Federičová, březen 2024

Analýza příjmů státního rozpočtu 2024 ve světle předkrizového roku 2019. Petr Janský, Daniel Kolář, březen 2024

2023

Analýza výdajů státního rozpočtu 2024 ve světle předkrizového roku 2019. Petr Janský, Daniel Kolář, listopad 2023

Přijímačky na střední školy: promyšlený mechanismus nebo velká národní loterie? Tomáš Protivínský, říjen 2023

Máme příliš mnoho vysokoškoláků? Co lze vyčíst z celoživotních mzdových profilů. Taras Hrendash, Štěpán Jurajda, Daniel Münich, Pavla Doleželová, Pavel Mrázek, listopad 2023

Platy učitelů v roce 2022 a výhled: cesta z propasti a zase zpět. Daniel Münich, Vladimír Smolka, září 2023

Dopady exekucí a nezaměstnanosti na podporu krajní pravice, levice a populismu v České republice v letech 2001–2017. Jakub Grossmann, Štěpán Jurajda, Lucie Zapletalová, září 2023

Kdo je nejvíce zasažen růstem cen? Rozdíly v inflaci pro různé domácnosti 2020–2023. Petr Janský, Daniel Kolář, Marek Šedivý, červenec 2023

Platy ředitelů škol: dlouho ve stínu pozornosti. Václav Korbel, Daniel Münich, Vladimír Smolka, červen 2023

Rozdíly nákladnosti vysokoškolského výzkumu mezi vědními oblastmi: Jak moc se liší od „KENů" ve výuce? Martin Srholec, červen 2023

Are Subsidies to Business R&D Effective? Regression Discontinuity Evidence from the TA CR ALFA Programme. Matěj Bajgar, Martin Srholec, květen 2023

Generace X a Y očima dat: Když byli rodiče mladí jako my. Eva Peňázová, Michal Šoltés, květen 2023

(Ne)zvyšování sociálních dávek v letech 2012–2023: přehled. Petr Janský, Daniel Kolář, duben 2023

Snížila by větší bytová výstavba cenový růst nemovitostí v letech 2013–2021? Pravděpodobně ne. Roman Šustek, Lucie Zapletalová, březen 2023

Vývoj postojů české veřejnosti k válečným uprchlíkům z Ukrajiny. Daniel Münich, Tomáš Protivínský, únor 2023

Pandemie a očekávání rodičů ohledně návratnosti investic do vzdělávání dětí. Václav Korbel, únor 2023

Ruce a mozky českých žen stále nevyužity. Jakub Grossmann, Daniel Münich, leden 2023

2022

Vliv zvýšení rodičovského příspěvku na participaci žen na trhu práce. Jakub Grossmann, Filip Pertold, Michal Šoltés, Matěj Šarboch, Lucie Zapletalová, listopad 2022

Nárůst cen energií a zvýšení příspěvku na bydlení v lednu 2022: Pomohlo to? Filip Pertold, Petr Pleticha, září 2022

Platy učitelů v roce 2021: vrchol dosažen a co dál? Daniel Münich, Vladimír Smolka, srpen 2022

Publikační výkonnost panelistů Grantové agentury ČR (2019–2021). Matěj Bajgar, září 2022

Kompenzace ztráty příjmů v pandemii covid-19: vítězové a poražení. Klára Kalíšková, Lucie Zapletalová, srpen 2022

Rozdíly v přísnosti známkování žáků a dopady na vzdělanostní aspirace. Daniel Münich, Tomáš Protivínský, červen 2022

Chudoba a sociální dávky v sociálně vyloučených lokalitách. Miroslava Federičová, Klára Kalíšková, Lucie Zapletalová, červen 2022

Dlouhodobá dědictví osvobození Sudet Rudou a americkou armádou. Jakub Grossmann, Štěpán Jurajda, květen 2022

Odchody z učitelské profese v Evropě. Miroslava Federičová, Filip Pertold, březen 2022

Intenzita používání vyučovacích metod učiteli a jejich vztah s výsledky vzdělávání. Václav Korbel, březen 2022

Spočítali jsme za vás: Dopady zrušení superhrubé mzdy, snížení odvodů na sociální pojištění a zavedení daňových prázdnin. Klára Kalíšková, Michal Šoltés, leden 2022

Nárůst o 395 miliard Kč oproti roku 2019: Kam směřoval první návrh výdajů státního rozpočtu na rok 2022. Daniel Kolář, Petr Janský, leden 2022

Státní zaměstnanci a úředníci: kde pracují a za kolik? Daniel Bartušek, Petr Bouchal, Petr Janský, leden 2022

Nemocenské pojištění: co způsobilo zavedení karenční doby? Jakub Grossmann, Lucie Zapletalová, leden 2022

Studie z předchozích let jsou k dispozici na:
https://idea.cerge-ei.cz/vystupy/studie

Upozornění: Tato studie 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.

Jak velké zadlužování Česka je ještě udržitelné?

Studie 6/2026

© Michal Franta, Michael Schulz

Ekonomický ústav AV ČR, v. v. i., 2026

ISBN: 978-80-7344-751-9

DĚKUJEME VŠEM PODPOROVATELŮM | WE THANK ALL OUR SUPPORTERS

Zaujala vás tato studie?

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

IDEA CERGE EI
PROJEKT EKONOMICKÉHO ÚSTAVU AKADEMIE VĚD ČR

DĚKUJEME ZA PODPORU | THANKS FOR SUPPORT

Akademie věd České republiky

IOCB TECH

Jak velké zadlužování Česka je ještě udržitelné?

Studie Institutu pro demokracii a ekonomickou analýzu (IDEA)

Vydavatel/Publisher: Ekonomický ústav AV ČR, v. v. i., Politických vězňů 7, 111 21 Praha 1, Česká republika

O IDEA

Institut pro demokracii a ekonomickou analýzu (IDEA) je nezávislý think-tank zaměřující se na analýzu, vyhodnocování a vlastní návrhy veřejných politik. Doporučení IDEA vychází z analýz založených na faktech, datech, jejich nestranné interpretaci a moderní ekonomické teorii.

IDEA je think-tank Ekonomického ústavu AV ČR, v. v. i. a vznikla z iniciativy a pod vedením prof. Jana Švejnara. Ekonomický ústav AV ČR, v. v. i. (EKÚ – angl. zkratka EI) tvoří společné akademické pracoviště CERGE-EI spolu s Centrem pro ekonomický výzkum a doktorské studium Univerzity Karlovy (anglická zkratka CERGE).

Principy fungování IDEA

1. Vytváření shody na základě intelektuální otevřenosti – přijímání volné soutěže myšlenek, otevřenost podnětům z různých částí světa, přehodnocování existujících stanovisek vzhledem k novým výzvám.

2. Využívání nejvhodnějších teoretických a praktických poznatků – snaha o rozvinutí postupů na základě nejlepších teoretických i praktických poznatků (z České republiky i ze zahraničí).

3. Zaměření aktivit na vytvoření efektivní politiky a strategie České republiky – doplňovat akademické instituce vytvářením podkladů efektivním a operativním způsobem.

About IDEA

The Institute for Democracy and Economic Analysis (IDEA) is an independent think tank focusing on policy-relevant research and recommendations. IDEA recommendations are based on high quality data, objective evidence-based analysis, and the latest economic theories.

IDEA is a think tank at the Economics Institute of the Czech Academy of Sciences and is led by its founder, Prof. Jan Švejnar. The Economics Institute (EI) of the Czech Academy of Sciences forms part of a joint workplace, CERGE-EI, together with the Center for Economic Research and Graduate Education of the Charles University (CERGE).

IDEA's Working Principles

1. We build consensus on the basis of intellectual openness – we believe in a free competition of ideas, are open to initiatives from various parts of the world, and constantly review existing opinions in the light of new challenges.

2. We make use of the most appropriate theoretical and empirical findings, and strive to develop methods based on the best theoretical and practical knowledge (both from the Czech Republic and from abroad).

3. We focus on creating effective policy and strategy for the Czech Republic, complementing academic institutions by producing materials in a constructive, practical format.

Pokud chcete dostávat do své emailové schránky informace o připravovaných studiích a akcích IDEA, napište nám na

idea@cerge-ei.cz

If you would like to receive regular information about the latest IDEA studies and events please subscribe to our mailing list by contacting

idea@cerge-ei.cz

IDEA CERGE EI

PROJEKT EKONOMICKÉHO ÚSTAVU AKADEMIE VĚD ČR

https://idea.cerge-ei.cz