

ZÁPADOČESKÁ UNIVERZITA V PLZNI

FAKULTA EKONOMICKÁ

Bakalářská práce

Veřejné finance a vládní dluhopisy

Public Finances and Government Bonds

Václav Pícha

Plzeň 2024

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem bakalářskou práci na téma

„Veřejné finance a vládní dluhopisy“

vypracoval samostatně pod odborným dohledem vedoucího bakalářské práce za použití pramenů uvedených v příložené bibliografii.

Plzeň dne 19. 4. 2024

v. r. *Václav Pícha*

Zásady pro vypracování práce

1. Zpracujte teoretickou základnu k problematice veřejných financí a vládních dluhopisů.
2. Aplikujte problematiku veřejných financí a vládních dluhopisů na situaci ve vybraných zemích
3. Zhodnoťte ekonomické dopady veřejných financí a vládních dluhopisů ve vybraných zemích
4. Shrňte řešenou problematiku a stanovte možný budoucí vývoj v dané oblasti

Poděkování

Chtěl bych poděkovat své partnerce, rodičům, bratrovi, zbytku rodiny a přátelům za podporu a důvěru, kterou mi po celou dobu dávali. Dále si vážím trpělivosti, kterou mnou v průběhu studia a psaní bakalářské práce měli.

Svému vedoucímu bakalářské práce, panu Ing. Mgr. Janu Pokornému, děkuji za vedení práce, přátelský přístup, poskytování cenných rad, připomínky, za čas věnovaný konzultacím, a především za trpělivost při zpracování mé práce.

Obsah

Úvod.....	6
Cíl a metodika.....	7
1 Veřejné finance.....	8
1.1 Normativní pohled na veřejné finance	10
1.2 Pozitivní pohled na veřejné finance	12
1.3 Veřejný sektor a rozhodování.....	12
1.4 Rozpočtová soustava	18
1.5 Veřejné příjmy	26
1.6 Veřejné výdaje	28
2 Vládní dluh	30
2.1 Financování vládního dluhu	30
2.2 Vládní dluhopisy.....	31
3 Analytická část.....	34
3.1 Analyzované země	34
3.2 Porovnání makroekonomických ukazatelů.....	37
3.3 Analýza vládního dluhu a dluhopisů.....	42
3.4 Úroky cenných papírů	51
3.5 Komparace dluhopisů a úroků	53
3.6 Lineární regrese.....	57
3.7 Shrnutí	61
Závěr.....	63
Seznam použitých zdrojů.....	64
Seznam obrázků	67
Seznam tabulek.....	68

Abstrakt

Abstract

Úvod

Veřejné finance a vládní dluhopisy jsou klíčovými tématy v oblasti ekonomie a veřejné politiky. Zabývají se správou a využitím finančních prostředků ve veřejném sektoru. Vládní dluhopisy představují jeden z nástrojů, jehož pomocí dochází k financování vládních výdajů a zadlužování vlád.

Porozumění fungování veřejných financí a mechanismů vládních výdajů prostřednictvím dluhopisů je vhodné pro úspěšné řízení ekonomiky a fiskální politiky. Veřejné finance představují soubor strategií a nástrojů, které jsou vládou využívány ke správě veřejných financí a financování uskutečňovaných aktivit. Vládní dluhopisy jsou jedním z nejčastějších nástrojů, které vláda využívá k získání potřebných finančních prostředků.

Téma veřejných financí a vládních dluhopisů je zásadní nejen pro ekonomy a politiky, ale i pro širší veřejnost, protože se dotýká stability ekonomiky, inflace, úrokových sazeb a také celkového blahobytu obyvatelstva. Znalost těchto mechanismů umožňuje porozumět fungování finančních trhů a také politickým rozhodnutím, jenž mají vliv na hospodářské podmínky a životní standard občanů.

První kapitola bude obsahovat teoretická východiska nezbytná pro pochopení problematiky veřejných financí. Další kapitola bude věnována problematice vládního dluhu, jeho financování a vládním dluhopisům.

Druhá část se zaměří na praktickou aplikaci problematiky veřejných financí a vládních dluhopisů na zemích Visegradské čtyřky. Závěr práce bude představovat shrnutí problematiky veřejných financí a vládních dluhopisů.

Cíl a metodika

Hlavním cílem bakalářské práce s názvem „Veřejné finance a vládní dluhopisy“ je zhodnotit ekonomické dopady veřejných financí a vládních dluhopisů ve vybraných zemích, a to konkrétně na příkladu států Visegrádské čtyřky.

Pro naplnění hlavního cíle bylo nutné stanovit a naplnit dílčí cíle, zejména:

- zpracování teoretických východisek k problematice veřejných financí a vládních dluhopisů,
- analýza vládních dluhopisů ve vybraných zemích,
- komparace vládních dluhopisů ve vybraných zemích a
- zhodnocení problematiky vládních dluhopisů.

Zpracování teoretických východisek problematiky veřejných financí a vládních dluhopisů proběhlo na základě rešerše odborné literatury.

V další části je použita analýza částí vládního dluhu, je provedena na čtveřici vybraných zemích, kterými jsou Česká republika, Slovensko, Polsko a Maďarsko v letech 2009 až 2023. Výběr těchto zemích vycházel z toho, že se jedná o regionální uskupení čtyř středoevropských států, které spolu úzce spolupracovali při jejich evropské integraci. Dojde tak i ke srovnání vývoje v jednotlivých státech, bude tak využito metody komparace mezi jednotlivými státy, resp. v rámci případných změn v čase.

V závěrečné části bakalářské práci dochází ke shrnutí představených poznatků, a to na základě syntetické metody.

1 Veřejné finance

Finance jsou dle Pavláška a Kunešové (2007) definovány jako peněžní vztahy, které vznikají při tvorbě, rozdělování a používání peněžních fondů. Jejich obsah tvoří ekonomické vztahy, které jsou spojeny s tvorbou, rozdělováním a používáním peněžních fondů.

Maaytová a kol. (2015) nahlíží na veřejné finance jako na pluralistický pojem. Veřejné finance lze označovat jako praktickou činnost, a tudíž sem patří aktivity, se kterými nakládají subjekty veřejného sektoru (především se jedná o příjmy a výdaje, které putují z a do veřejných rozpočtů), nebo lze tímto pojmem označovat vědní disciplínu, která se zabývá problémy veřejného financování, a tím pádem se stávají objektem vědeckého zkoumání. V prvním případě je pojmu chápán jako praxe, ve druhém případě jako teorii. „Obsah dané ekonomické teorie je tedy tzv. paradigmatem („vzorem“, vodítkem, „zrcadlem“), jak řešit ekonomické problémy.“ (Maaytová a kol., 2015, s. 14).

Hejduková a Pokorný (2022) uvádějí, že se jedná o vědní disciplínu, která je denně diskutována na úrovni každé vyspělé společnosti a dodávají, že: „Veřejné finance jsou tím, co ovlivňuje výši daní, sociálních dávek, přerozdělování finančních prostředků mezi ekonomickými subjekty, ale též jsou součástí hospodářské politiky a hybatelem v rámci veřejného sektoru. Stav veřejných financí nesleduje jen vláda či politici, ale odborná a široká veřejnost. Veřejné finance zásadním způsobem ovlivňují kvalitu života a rozsah a kvalitu služeb ve sledované zemi.“ (Hejduková a Pokorný, 2022, s.18).

Hamerníková a Kubátová (1999) mimo jiné uvádějí, že se jedná o modernější pojem, který slouží k označení specifických finančních vztahů a operací, jež probíhají v rámci ekonomického systému autoritami veřejné správy na straně jedné a na druhé straně mezi ostatními subjekty (tj. občané, domácnosti, firmy).

Finance státu se v užším pojetí označují jako veřejné finance, které jsou finančními vztahy vznikajícími v souvislosti s činností státu, a tak mezi jejich podstatné aspekty je řazeno rozhodování na základě veřejné volby, role veřejného sektoru, veřejný zájem, uspokojování potřeb veřejnosti a principy nenávratnosti, neekvivalentnosti a nedobrovolnosti (Hejduková, 2015).

Hamerníková a kol. (2010) uvádí, že obsahem specifických finančních vztahů a operací je veřejné zabezpečení veřejných statků, profinancování různých transferů, hlavně jde

o transfery sociálního rázu, a stimulace ekonomických subjektů k vyvolání určitého chování prostřednictvím dotací, pokut či daní.

Společně s principem nenávratnosti Hejduková a Pokorný (2022) charakterizují veřejné finance i prostřednictvím principu neekvivalence a nedobrovolnosti.

Na princip nenávratnosti lze pohlížet tak, že při zaplacení stanovené zákonné platby neexistuje žádný právní nárok na její vrácení. Stát nemá žádnou povinnost, která by byla právně podložená, částku získanou na daních jakýmkoliv způsobem poplatníkovi vrátit. Tato platba se stává součástí finančních zdrojů, které jsou použity pro financování veřejných výdajů, z nichž má většina občanů prospěch. Podle trvalých rozpočtových deficitů stát rozdělí dokonce více než vybral (Dvořák, 2008). Hejduková (2015) uvádí příklady finančních vztahů, které převládají ve veřejných financích, jedná se o peněžní prostředky přesouvající k jinému subjektu bez protiplnění, což jsou především daně. Podstatou je, že neexistuje jakýkoliv nárok na čerpání zdrojů vytvořených zdaněním, tato skutečnost se odráží v dalším principu, který určuje zvláštní povahu veřejných financí, a tento princip se nazývá neekvivalence.

Každý obyvatel, který žije v tomto státě, se podílí na tom, co je mu příjemné, a to je čerpání státních výdajů, což se může dít vědomě i nevědomě. Zároveň se také každý podílí na tom, co je mu nepříjemné, a to je placení daní. Jak je patrné, tak uvedené podíly jsou neekvivalentní. Dvořák (2008) uvádí, že princip neekvivalence vyjadřuje skutečnost, kdy například obyvatel zaplatí na daních dvakrát víc než jeho soused, ale není nijak oprávněn, aby čerpal dvakrát více služeb, kterou jsou financovány z veřejných výdajů. Kolik získal prostřednictvím přerozdělováním pomocí státního rozpočtu, vůbec není závislé na tom, kolik tímto přerozdělením ztratil.

Je zřejmé, že žádný ekonomický subjekt do peněžního vztahu nevstoupil dobrovolně, ale pohyby peněz od ekonomického subjektu k státu je pomocí zákona v demokratické společnosti vynucen. Dvořák (2008) mimo jiné uvádí, že nenávratnost i nedobrovolnost je typická i pro loupež, ale zásadní rozdíl je v tom, že stát v demokratickém světě získal k takovému jednání mandát od svých občanů. „Vrcholným orgánem, který schvaluje státní rozpočet, je parlament – rozhodují tedy volení zástupci občanů. To, že parlament rozpočet schválí, by mělo zajišťovat společenskou prospěšnost financovaných veřejných výdajů i spravedlnost jimi vynucených daní.“ (Dvořák, 2008, s. 15). Nedobrovolnost

znamená, že jsou veřejné finance vybírány na základně právních předpisů a subjekty jsou tímto nuceny tyto platby odvádět.

1.1 Normativní pohled na veřejné finance

Dvořák (2008) uvádí, že výchozí bod pro normativní pohled na veřejné finance, jehož představitelem je Richard A. Musgrave, je zdůrazňování jejich společenské potřebnosti, která je odvozená od předpokladu nutné existence veřejného sektoru a opírá se o poznatky teorie tržního selhání. Hejduková (2015) mimo jiné uvádí, že podstata tržních selhání spočívá ve skutečnosti, že jednotlivé subjekty, které jsou na trhu, neumí koordinovaně jednat a tím pádem se na trzích nedosahuje efektivních výstupů.

Hamerníková a kol. (2010) uvádějí, že veřejné finance lze charakterizovat jako nástroj veřejných politik k realizaci jejich cílů a tím pádem plní ve vztahu k veřejným politikám tyto praktické funkce: alokační, redistribuční a stabilizační.

„**Alokační funkce** veřejného sektoru, potažmo státu, souvisí se zabezpečováním veřejných statků, zmírňováním dopadů externalit, zajišťováním vlastnických práv ze strany státu, zpřístupňováním informací, a tady srovnáváním nerovností v rámci informační převahy zejména u spotřebitelů na trhu.“ (Hejduková, 2015, s. 12). Dvořák (2008) uvádí, že alokační funkce má pomocí systému veřejných financí zvýšit efektivnost tržní alokace zdrojů. Nutnost její existence se opírá o skutečnost, že se tržní systém v případech, kdy je z nějakého důvodu deformována tržní cena, nevede k efektivní alokaci zdrojů. Existuje celá řada příčin deformace tržní ceny, a tedy i neefektivní alokace. Hamerníková a kol. (2010) souhlasí s výše uvedeným a dále zmiňuje alokační funkci, ke které dodává, že se jedná o činnosti, které souvisejí s produkcí, zabezpečováním a financováním veřejných statků a veřejných služeb. Ve veřejné politice je řešená otázka, které veřejné statky a v jakém množství mají být kryty z veřejných rozpočtů, přičemž hlavním kritériem při řešení této otázky je efektivnost.

Největší pozornost normativní teorie věnuje problémům veřejných statků, externalit, nedokonalé konkurence a asymetrických informací. Veřejné finance se v těchto případech pomocí této funkce snaží zvýšit efektivnost alokace existujících společenských zdrojů. Na straně výdajové je to přímým zajišťováním nebo dotováním produkce v případech veřejných statků. Na příjmové straně je to vhodným nastavením daňové politiky za existence negativních externalit.

Redistribuční funkce, v některých zdrojích označována též jako distribuční funkce veřejných financí, řeší problematiku spravedlnosti v přerozdělování příjmů, výdajů a bohatství ve společnosti (Hejduková, 2015). Dvořák (2008) uvádí, že redistribuční funkce vychází z nutnosti snižování nerovnoměrného rozdělování důchodů a bohatství ve společnosti. Stát si nárokuje právo učinit toto přerozdělení formou tzv. redistribuce, která má korigovat nespravedlivé tržní rozdělení prvotních důchodů.

Hejduková (2015) vidí podstatnou roli v redistribuční funkci daní, které jsou právě nejdůležitějším příjmem veřejných financí. Dále tuto funkci lze realizovat ve formě transferových výdajů, konkrétně pomocí sociálních dávek, které směřují do domácností, jakožto jedny z nepodstatnějších veřejných výdajů. Ve všech zemích dnešního světa existuje ve větší nebo menší míře přerozdělování, které je realizované prostřednictvím systému veřejných financí. Tím pádem v každé zemi v daném rozpočtovém roce existuje skupina jedinců, kteří z přerozdělování profitují, a zároveň další skupina, která naopak na něj doplácí. Pro odůvodnění existence těchto dvou skupin je používán pojem solidarita, u kterého je nutné rozlišovat, jestli se jedná o solidaritu dobrovolnou či nedobrovolnou. Ta je právě typická pro redistribuci důchodů a bohatství prostřednictvím veřejných financí. Tyto dvě skupiny se liší v tom, jak jsou početné a kdo je tvoří (Dvořák, 2008). Dvořák (2008) uvádí, že schvalování státního rozpočtu je komplikovaným a konfliktním procesem z důvodu, že občané, kteří se cítí být přerozdělováním poškozeni, se snaží změnit tuto situaci prostřednictvím politických stran, přičemž zvýhodnění občané se snaží tuto situaci udržet.

Poslední z uváděných funkcí je stabilizační funkce. Zde Hamerníková a kol. (2010) uvádí, že se používá ve veřejných financích k ovlivňování dynamiky hospodářského růstu a nastolení ekonomické stability. Dvořák (2008) uvádí, že stabilizační funkce za pomoci veřejných financí má za úkol zmírňovat oscilace míry ekonomické aktivity, které jsou způsobeny hospodářským cyklem. Veřejné finance se aktivně využívají v rámci fiskální politiky, kde jsou součástí hospodářské politiky státu. Vláda se pomocí veřejných financí snaží ekonomiku oživit pomocí fiskální expanze během recesní situace, a naopak během růstu ekonomiky využívá fiskální restriktci ve snaze ekonomiku zchladit. Podle Hejdukové (2015) stát pomocí stabilizační funkce veřejných financí zajišťuje makroekonomickou stabilitu, když prostřednictvím veřejných příjmů a zároveň výdajů ovlivňuje základní makroekonomické cíle, kterými jsou zaměstnanost, ekonomický růst, platební bilance, cenová stabilita i míra zadlužení státu.

Mimo jiné uvádí, že všechny tyto uvedené funkce spolu úzce souvisejí a není možné je, jakkoliv oddělovat. Jejich uplatňováním stát naplňuje své funkce, ale je nutné určit priority v rámci veřejné politiky státu, jelikož některá opatření se mohou navzájem vylučovat. (Hejduková, 2015)

1.2 Pozitivní pohled na veřejné finance

Tento přístup zkoumající ekonomické problémy je inspirován přírodními vědami. Ekonomové usilují o využití výzkumných metod a postupů obvyklých v přírodovědeckém výzkumu, a zaměřují se na fakta. Tento přístup je označován jako pozitivismus. (Maaytová a kol., 2015)

Dvořák (2008) uvádí, že pozitivní pohled, který vzniká ve veřejných financích, se opírá o poznatky teorie veřejné volby, která je významným příspěvkem pro kritický pohled na vládní zásahy obecně a samostatně, zároveň ve fiskální oblasti a rovněž je možné ji zařadit do širšího proudu teorie vládních selhání.

Maaytová a kol. (2015) mimo jiné uvádějí, že se jedná o takzvaný nenormativní přístup, jehož principem je pouze popisovat zkoumané jevy a vyslovovat o nich soudy, které vypovídají o tom, jaké jsou zkoumané jevy samy o sobě. Jako příklad uvádějí zkoumání rozdělení bohatství ve společnosti za pomoci Giniho koeficientu. Pokud se jedná o pozitivně orientovaného ekonoma a ten zjistí, že je Giniho koeficient 0,28, tak k takovému zjištění nedodává nic, co by dané tvrzení, jakkoliv hodnotilo. „Nenormativní ekonomie totiž přináší takové systematizované poznání, které vypovídá o zkoumaném problému jako o takovém, jaký je „sám o sobě“. Výchozím výzkumným principem pozitivní ekonomie je přinášet nezainteresované („nehodnocené“) poznání.“ (Maaytová a kol., 2015, s. 16).

1.3 Veřejný sektor a rozhodování

Současná ekonomika funguje na principu smíšené ekonomiky. Dvořák (2008) uvádí, že pro existenci normativní teorie veřejných financí jsou potřebné vládní zásahy do ekonomiky a stát kvůli tomu může pomocí fiskálních funkcí napravit mikroekonomické, makroekonomické a mimoekonomické tržní selhání. Snaha zrealizovat některý z cílů je ztotožňována, nebo v horším případě neumožňuje dosahování ostatních cílů, tím pádem při sestavování jednotlivých rozpočtů je nutné si mezi nimi stanovit priority. Stanovení těchto priorit, které se dějí v rámci rozpočtového procesu, je primárně politickou otázkou,

kteřá mimochodem závisí na typu politického systému, který momentálně převládá a síle politiky, kterou vyjadřují zájmy jednotlivých politických zájmových skupin. Jak je patrné, veřejné finance nejsou jenom obecnou teoretickou disciplínou, která se podřizuje ekonomickým zákonům, ale také praktickou a politickou disciplínou, kde je nutné uplatňovat poznatky, které se týkají teorie rozhodování. (Dvořák, 2008)

Hejduková (2015) definuje veřejný sektor jako část národního hospodářství, která zahrnuje aktivity způsobené nedostatky v tržním systému. Realizování veřejných statků, kdy nelze hospodářský výsledek brát jako rozhodující kritérium pro produkci těchto statků, je důležitou náplní pro veřejný sektor. Pomocí veřejného sektoru lze ovlivňovat základní makroekonomické veličina, což následně napomáhá ke zmírňování regionálních rozdílů.

Ochrana a kol. (2010) uvádí, že aktéři veřejného sektoru jednají na základě tzv. veřejného zájmu, kdy obsah tohoto pojmu je normativní. Tomuto pojmu lze obecně rozumět tak, že se jedná o zájem, který by měl odpovídat potřebám společnosti. Jednoznačně přijímané kritérium, podle kterého by to se to dalo stanovit, je velice obtížné nalézt, protože existují odlišné normativní pohledy na daný problém. Dále je to dáno různými ekonomickými a sociálními dopady na cílové skupiny. Jako příklad uvádějí Ochrana a kol. (2010) vyvlastnění pozemku soukromého vlastníka, potřebného pro stavbu dálnice, která je z pohledu řidičů pravděpodobně brána za investiční zájem. Zároveň v pozici vlastníka pozemku půjde spíše o zasahování do vlastnických práv, a také se zde může vyskytovat skupina, která bude upřednostňovat jako veřejný zájem spíše výstavbu vodního kanálu než výstavbu dálnice. Jak je zřejmé, jedná se o rozhodovací problém a pro jeho vyřešení je potřeba, aby do něj zasahovali aktéři veřejné volby, což jsou zejména politici.

Struktura veřejného sektoru se člení na resorty, kam patří zdravotnictví, školství, sociální péče, kultura, obrana, bezpečnost, justice, ochrana životního prostředí a veřejná správa, která má mezi těmito resorty zvláštní postavení. Prostřednictvím veřejné správy probíhá řízení veřejného sektoru, který je financován z veřejných rozpočtů, a proto podléhá veřejné kontrole. Rozsah veřejného sektoru se pro jednotlivé země liší, protože je závislý na konkrétních politických, ekonomických a historických podmínkách a porovnává se pomocí podílů veřejných výdajů na hrubém domácím produktu anebo pomocí podílu zaměstnanců veřejného sektoru na celkové zaměstnanosti. Fiskální politika státu zaujímá důležité místo ve veřejných financích, které jsou důležitým činitelem pro ovlivňování existence, rozsahu a fungování veřejného sektoru. (Hejduková, 2015)

Za nejzávažnější problém, ke kterému dochází na ekonomickém trhu, lze považovat neefektivní alokaci zdrojů. Smíšená ekonomika, ve které se současný svět nachází, se zabývá určením správné kombinace nástrojů, jež povedou k efektivní alokaci vzácných zdrojů ve společnosti. Pro smíšenou ekonomiku jsou typické státní zásahy, které jsou podle ekonomické teorie zapříčiněny tržním selháním. To nastane, když jednotlivé subjekty vyskytující se na trhu nejsou schopny jednat koordinovaně a tím pádem se na trzích nedosahuje efektivních výstupů (Hejduková, 2015). Mezi příčiny tržního selhání Hejduková (2015) řadí nedokonalou konkurenci, veřejné statky, externality, asymetrické informace a nejistotu.

Tendence k monopolizaci a vzniku monopolů na trhu má za následek vznik nedokonalé konkurence na trhu, protože umožňuje ekonomickému subjektu získat výsadní postavení. Tím pádem je takovým subjektům umožněno diktovat si podmínky a vzniká monopolní cena. Dochází ke změně struktury ekonomických subjektů na trhu a řada menších bankrotuje. Z toho důvodu je nucen stát zasáhnout využitím různých nástrojů, například může přistoupit k regulaci cen nebo k transferům, kterými zabezpečuje bankrotující podnikatele. (Peková, Pilný a Jetmar, 2012)

Další příčinou jsou veřejné statky, které bývají označovány jako statky kolektivní. Přičemž se jedná především o čisté veřejné statky. Ty se vymezují dvěma základními znaky, nezmenšitelností a nevylučitelností. U těchto statků nelze nikomu odepřít spotřebu daného statku bez zkoumání, jestli na spotřebu daného statku přispívá či nikoliv. Jako příklady Hejduková (2015) uvádí veřejný sektor, bezpečnost, obranu, právo, pouliční osvětlení a školství, kde stát dokonce přikazuje jeho spotřebu zákonem, když se jedná o základní vzdělávání. V tržní ekonomice nejsou však čisté veřejné statky ty, které převažují, ani to nejsou čisté soukromé statky, ale jsou to statky smíšené, které na trhu převládají. Tyto se definují jako statky soukromé, se kterými je spojena externalita a s těmi si trh nedokáže poradit.

Peková, Pilný a Jetmar (2012) uvádějí o externalitě, že se jedná o přenesení užítku nebo škody mezi subjekty, což představuje vedlejší efekt na trhu. Jak je zřejmé, externalitu lze mít dvojího druhu, a to pozitivní, za jejíž užitek příjemce neplatí, nebo negativní, pro jejich odstranění je potřeba, aby postižený subjekt vynaložil dodatečné náklady. Jako problémové se označují hlavně negativní externality. Jak je již zřejmé, subjekt je poškozován transakcí nebo vznikajícími dodatečnými náklady z ekonomické aktivity jiného subjektu a ty nejsou nijak hrazeny.

Pro rozhodnutí a dosažení efektivní alokace svých zdrojů se subjekty na trhu potýkají s nedostatkem informací, to lze označovat jako nedokonalé nebo asymetrické informace. Znamená to, že výrobci ani spotřebitelé nemají vždy dostatečně kvalitní informace, aby o výrobě a spotřebě mohli rozhodovat zcela efektivně. Z toho důvodu dochází k neefektivní alokaci zdrojů. Peková, Pilný a Jetmar (2012) uvádějí, že stát se snaží výrobním subjektům poskytnout informace prostřednictvím poradenských institucí, zároveň ochraňuje spotřebitele přijetím legislativy na ochranu spotřebitele a poskytuje potřebné informace o nezávadnosti a nebezpečnosti výrobků, jež testuje prostřednictvím specializovaných institucí, např. Česká zemědělská a potravinářská inspekce.

Jak je zřejmé, nejistota souvisí se všemi zmíněnými příčinami, které vedou k tržnímu selhání. Jako příklad Hejduková (2015) uvádí skutečnost, že je mnohdy nákladné zajištění proti riziku a získání informací, které budou jedince instruovat o pravděpodobném průběhu nákladů.

Ve veřejných financích se rozhoduje na základě principu veřejné volby, kterou Hejduková (2015) definuje tak, že se rozhoduje o věcech veřejných a ve veřejném zájmu. Taková rozhodnutí probíhají na úrovni celé společnosti. Mezi účastníky, kteří rozhodují ve veřejné volbě, patří: občané, daňoví poplatníci, spotřebitelé veřejných statků, politici, byrokraté, úředníci, lobbisté, nátlakové skupiny.

Rozhodování ve veřejném sektoru má svá specifika a těmi podle Dvořáka (2008) jsou například v rámci státního rozpočtu následující skutečnosti: jde o mnoho peněz, jde o kolektivní rozhodování, důsledky kolektivní volby ve veřejných financích konkrétně ovlivňují ekonomickou situaci každého jedince.

První skutečnost – jde o velmi mnoho peněz, kde je operováno se stovkami miliard nebo biliony, což je těžko představitelná suma a podle Dvořáka (2008) zásadním způsobem ovlivňuje objektivnost rozhodovacích procesů. Subjekty jsou při prvotním rozdělování důchodů zbaveny rozhodování o způsobech rozdělení více než 40 % důchodů, které byly vytvořeny vlastními silami, a tím pádem vzniká zájem, aby se subjekt jakýmkoliv zájmem podílel na jejich čerpání. Jak je již zřejmé, lze říct, že jedním ze základních motivů je možnost spolurozhodování v oblasti týkající se veřejných financích.

Dvořák (2008) jako druhou skutečnost uvádí, že jde o kolektivní rozhodování. To je podle autora vždy složitější než rozhodování individuální, protože je v oblasti veřejných financích ve větší míře centralizované a z toho důvodu i anonymizované. Jako příklad

uvádí demokratické prostředí, kde se vyskytují dobře informovaní občané, kteří mohou ovlivnit přerozdělení, když vidí sociální výhody za cenu vyššího zdanění. Tento záměr se snaží prosadit tak, že dají svůj volební hlas takové politické straně, která vyhovuje jejich preferencím.

Důsledky kolektivní volby ve veřejných financích konkrétně ovlivňují ekonomickou situaci každého jedince. Tento princip vyvolává, že za závažnějšími rozhodnutími stojí lobbistické tlaky. Z toho důvodu je podle Dvořáka (2008) kromě nalezení řešení finančních problémů také komplikované jejich prosazení.

Peková (2011) mj. uvádí, že veřejné finance lze v rámci rozhodování ve veřejné volbě rozdělit na dva typy, a to přímé neboli přímou demokracii, a nepřímé, tzv. nepřímá zastupitelská demokracie. V přímé demokracii se rozhodování účastní přímo obyvatelé, například formou referenda nebo lidového veta. Je to však využíváno zcela výjimečně, a to kvůli časové náročnosti a vyšší nákladnosti. Z toho důvodu převažuje nepřímé rozhodování neboli nepřímá zastupitelská demokracie, která se vyskytuje převážně v západoevropských zemích. Její princip spočívá v tom, že občané si zvolí své zástupce, tzv. politiky, na které přesouvají své rozhodovací pravomoci, a ti poté rozhodují ve veřejné volbě za ně (Hejduková, 2015).

Ochrana a kol. (2010) uvádí, že postupy týkající se veřejného rozhodování je potřeba dopředu definovat. Může se jednat o různé formy, v základu to může být jednomyslná shoda či většinové pravidlo při rozhodování. Jednomyslnou shodu Hejduková (2015) definuje jako zdlouhavý a neefektivní proces, jelikož je potřeba, aby s daným návrhem souhlasili všichni aktéři rozhodování ve veřejné volbě. Také se s touto formou lze setkat pod názvem konsenzus. Tento rozhodovací způsob se používá v orgánech NATO nebo v Radě bezpečnosti OSN, kde je zastoupeno i právo veta pro stále členy. V České republice se může tato forma hlasování používat v případech, kdy jedná odborná komise na úrovni úřední státní správy a také samosprávy. Jako výhodu Ochrana a kol. (2010) uvádějí, že ve skupinovém rozhodování při veřejné volbě je vysoká demokratičnost a z toho důvodu není potlačen názor menšiny, ale děje se to obvykle na úkor transakčních nákladů. Nevýhodou tohoto rozhodování je vystupování jednoho z aktérů rozhodování za tzv. haticího aktéra, který už předem nemá zájem na dosažení konečné dohody, a proto si v jednotlivých krocích rozhodování klade podmínky, které jsou pro ostatní aktéry nepřijatelné a nejsou schopni je akceptovat. Jak je patrné, je to nevýhodou, popřípadě příčinou selhání konsenzuálního hlasování, kterou lze nazývat selhání konsenzuálního či

jednomyslného hlasování, nebo také kolaps konsenzuálního či jednomyslného hlasování. Z toho vyplývá, že jako prevenci lze použít některou z forem většinového hlasování.

Jak je patrné, pro rychlejší nalezení řešení je oproti jednomyslné shodě lepší použít většinová pravidla. Proto je využíván tento způsob častěji. Výhodou tedy je rychlé nalezení výsledného řešení, zároveň hlasování založené na většině eliminuje tzv. hatícího aktéra, který může vystupovat při využívání konsenzuálního hlasování. Naopak nevýhodou tohoto hlasování je, že žádné z většinových pravidel nezaručuje, aby byla vybrána nejlepší varianta, ale pouze ta, pro kterou hlasovala většina aktérů. Ochraňa a kol. (2010) uvádějí, že může v praxi nastat situace, kdy výsledný stav bude horší než před hlasováním, tento případ se označuje jako vládní selhání. Jako příčiny tohoto selhání autoři uvádějí nedostatečné informace, neexistující koncepce a prognózy, se kterými je spojené diletantské rozhodování politiků o budoucím směřování společnosti nebo preference individuálního zájmu před zájmem společnosti. Při tomto hlasování lze použít četná většinová pravidla, která také mohou způsobovat nějakou hlasovací kolizi (poruchu, problém). Tuto skutečnost lze nazývat jako Arrowův teorém, podle teoretického zdůvodnění Kennetha Arrowa. Gregor (2005) uvádí, že mezi podmínky Arrowova teorému patří jednomyslnost, která při seřazení alternativ vyčerpá všechna paretovská zlepšení. Dále je důležité, aby se neúčastnil jedinec (diktátor). Tranzitivita znamená konzistenci seřazených variant, rozsah, jenž má za úkol, aby všechna možná seřazení preferencí byla myslitelná. Poslední podmínkou je nezávislost, tj. pokud se objeví možnost jiného společenského výsledku, tak se nesmí změnit relevantní pozice předchozích variant.

Výsledkem Arrowova teorému nemožnosti je, že neexistuje takový kolektivní hlasovací mechanismus, který by byl schopen splňovat všechna uvedená pravidla zároveň. Jak je zřejmé, vždy se objeví určitý profil preferencí, které pravidlo znemožní, a tím pádem není možné splnit axiomatické podmínky zároveň. Vybraná většinová pravidla, jejich podstatu a problém kolize zachycuje Tab. 1.

Dvořák (2008) dále k tématu uvádí, že u ekonomických analýz je potřebné odlišovat krátké a dlouhé období. V krátkém období probíhá rozhodování v konečném horizontu, nazývaném fiskální rok, který je zahajován sestavením a schválením státního rozpočtu a ukončen schválením státního závěrečného účtu. Pokud během fiskálního roku vzniká rozpočtový deficit, tak během schvalování státního závěrečného účtu se rozhoduje o jeho krytí, zatímco důsledky, které z toho plynou, se ho už netýkají. Tento přístup

k rozhodování o veřejných financích sice převládá, ale postupně je prosazován dlouhodobější pohled, ve kterém se kritéria, uplatňovaná při rozhodování ve veřejných financích, výrazně mění. Je to dáno tím, že vznikají dva úhly pohledu na veřejné finance. Těmi jsou podle Dvořák (2008) změna rozhodujícího subjektu a rostoucí význam stavových veličin. Změna rozhodujícího subjektu je vysvětlena jako změna vlády a složení parlamentu, jelikož je narušovaná kontinuita přijímaných rozhodnutí, což dále prohlubuje jejich anonymizaci. Dalším rysem je růst významu stavových veličin, například fiskální nerovnováha, která plyne z nesouladu veřejných příjmů a výdajů, což se projevuje nejen formou rozpočtového deficitu, ale rovněž i nárůstem veřejného dluhu.

Tab. 1: Vybraná pravidla většinového hlasování, jejich podstata a problém kolize

Pravidlo	Podstata pravidla a problém kolize
Prostá většina	Vítězí varianta, která získá nadpoloviční většinu. Vítězí „průměrný“ názor.
Relativní většina	Vítězí varianta, která získává poměrně nejvíce hlasů. Vítězí „menšinový“ názor.
Kvalifikovaná většina	Vítězí varianta, která získá předem kvalifikovanou většinu hlasů. Kvalifikovaná většina je větší než nadpoloviční většina hlasů. Nevylučuje se zákulisní volební manipulace.
Concorcetovo pravidlo	Vítězí varianta, která se v párovém porovnávání stává vítězem. Hrozí volební zacyklení (Condorcetův paradox).
Bordovo pravidlo	Volící aktéři přidělují jednotlivým variantám disponibilní body. Vítězí ta varianta, která získá celkový největší součet bodů. Pravidlo nevylučuje „zákulisní dohody“.
Schvalující hlasování	Každý volič hlasuje pro varianty, které doporučuje k realizaci. Vítězí varianta, která obdrží nejvíce hlasů. Pravidlo neeliminuje strategické chování voličů.

Zdroj: Ochrana a kol. (2010)

1.4 Rozpočtová soustava

Veřejné finance mají převážně nenávratnou formu finančních vztahů, slouží k financování netržních aktivit, které zajišťuje veřejný sektor. Z toho důvodu existuje rozpočtová soustava, za jejíž pomocí dochází k přerozdělování příjmů a výdajů ve sledované společnosti. (Hejduková, 2015)

Peková, Pilný a Jetmar (2012) uvádějí, že je na rozpočtovou soustavu možné nahlížet z různých hledisek, např. finančního, institucionálního apod. Rozpočtovou soustavu lze

chápat jako soustavu peněžních fondů – fondové pojetí, soustava rozpočtových vztahů uvnitř rozpočtové soustavy, soustava orgánů a institucí, které mají za úkol se starat o tvorbu, rozdělování a užívání veřejných rozpočtů a mimorozpočtových fondů – institucionální pojetí. Mezi orgány či instituce, jenž mají významné postavení, patří ministerstvo financí, daňové úřady, v tuzemsku tedy finanční úřady a ředitelství, na úrovni územní samosprávy jsou to finanční útvary, jejich členění závisí především na vnitřním státoprávním uspořádání země.

Hamerníková a kol. (2010) uvádějí, že je rozpočtová soustava nedílnou součástí každého finančního systému určité země. Autoři dále definují rozpočtovou soustavu jako soustavu veřejných rozpočtů, jejichž součástí jsou i rozpočtové vztahy fungující uvnitř této soustavy, a instituce, které mají za úkol zabezpečovat tvorbu, rozdělování, užití a kontrolu toků jednotlivých okruhů finančních prostředků, které existují v této soustavě.

Pavlásek a Hejduková (2011) uvádějí dvě základní pojetí rozpočtové soustavy, kterými jsou rozpočtová soustava, která charakterizuje soustavu veřejných rozpočtů, a rozpočtovou soustavu jako soustavu orgánů a institucí, které mají za úkol zajišťovat hladký chod veřejných financí. Tyto peněžní fondy, jak již bylo uvedeno, se tvoří, rozdělují a používají především na principech nenávratnosti, neekvivalence a nedobrovolnosti a z toho důvodu se liší od peněžních fondů v ostatních člancích finanční soustavy, např. úvěrových a pojistných. (Peková, Pilný a Jetmar, 2012)

Na rozpočtovou soustavu (soustavu veřejných rozpočtů) se nahlíží jako na souhrn veřejných rozpočtů a soustavu rozpočtových vztahů, které mají jednotlivé úrovně veřejných rozpočtů. Ty se označují jako články veřejných financí nebo články rozpočtové soustavy.

V druhém případě je rozpočtová soustava charakterizována jako soustava rozpočtových orgánů a institucí, které následně zabezpečují tvorbu, rozdělování a užití veřejných rozpočtů a zároveň kontrolují jejich plnění. Hejduková (2015) mimo jiné uvádí, že dochází k propojování obou pojetí rozpočtové soustavy, tudíž rozpočtovou soustavu lze následně definovat jako soustavu veřejných rozpočtů a rozpočtových vztahů, které existují mezi nimi, a soustavu rozpočtových neboli finančních orgánů a institucí, zabezpečující tvorbu, rozdělování, užití veřejných rozpočtů a kontrolu jejich plnění.

1.4.1 Rozpočtová soustava jako soustava veřejných rozpočtů

Soustavu veřejných rozpočtů tvoří jednotlivé články veřejných financí. Z toho důvodu lze do rozpočtové soustavy zařadit nadnárodní rozpočet, který vyžaduje existenci nadnárodních skupin, např. rozpočet Evropské unie, dále ústřední rozpočet, u kterého záleží na státoprávním uspořádání, neboť v případě federativního uspořádání země lze hovořit o federativním rozpočtu, což ale není případ České republiky, vzhledem k tomu, že se jedná o unitární stát (Peková, 2011). Dále Hejduková a Pokorný (2022) zařazují do rozpočtové soustavy účelové fondy, rozpočty veřejnoprávních korporací a státních podniků.

Tyto veřejné rozpočty jsou zpravidla sestavovány na jedno rozpočtové období, které je ve většině zemí stejné jako kalendářní rok. Transakce v oblasti veřejných rozpočtů se provádí bezhotovostní formou neboli bezhotovostním stykem za pomoci bankovní soustavy, ve které má každý rozpočet vytvořený vlastní účet, popřípadě účty u příslušné banky. V České republice má státní rozpočet svůj účet u centrální banky a z toho důvodu je možné sledovat nepřerušeně tzv. pokladní plnění rozpočtu (Peková, 2011).

Hejduková (2015) uvádí, že na veřejný rozpočet je možné nahlížet jako na peněžní fond, účetní bilanci, finanční plán či nástroj veřejné politiky.

O veřejném rozpočtu jako o peněžním fondu se hovoří z toho důvodu, že obsahuje peněžní prostředky, které využívá k hospodaření anebo je dále přerozděluje. Peněžní fond je centralizovaný v případě úrovně odpovídající úrovni státu, a decentralizovaný na úrovni územní samosprávy. Je známo, že v každém peněžním fondu se vyskytuje příjmová a výdajová stránka. Veřejný rozpočet se uskutečňuje v rozpočtovém období, z toho důvodu je označován pro toto období jako finanční plán daného roku (Hejduková, 2015). V rámci financování ve veřejném sektoru hraje významnou roli finanční management, který ovlivňuje alokační efektivnost vynaložených finančních prostředků. Peková, Pilný a Jetmar (2012) uvádějí, že jeho cílem je zkvalitnění rozpočtového plánování a jeho metod, např. pro dosažení alokační efektivnosti v rozpočtovém hospodaření, kvůli transparentnosti účtování o příjmových a výdajových operacích rozpočtu, zlepšování kontroly, ale také pro zkvalitňování systému a metod účetnictví a statistiky společně s jejich využíváním v rámci finančního managementu. Hejduková (2015) formuluje veřejný rozpočet jako nástroj veřejné politiky, který se zaměřuje na plnění definice účetní bilance, jehož cílem je vyrovnaný rozpočet. Dále uvádí, že naplňuje

stabilizační fiskální politiku, že pomocí příjmů, výdajů a salda jsou ovlivněny základní makroekonomické ukazatele, jako např. hospodářský růst, zaměstnanost a míra inflace, ale má i důležitou roli na úrovni municipalit, kde působí zásadně na ekonomický a sociální rozvoj konkrétního spravovaného území, což se děje v rámci regionální politiky.

Stejně jako veřejné finance, tak i veřejný rozpočet má následující funkce: alokační, distribuční, stabilizační. Kromě toho zde existuje i politická funkce. Politickou funkci Hejduková (2015) definuje jako nástroj pro financování volebních klání či volebních programů, které se realizují na centrální i místní úrovni veřejné správy.

Veřejné rozpočty, jak uvádějí Hejduková a Pokorný (2022), nestojí osamoceně, ale jsou ve vztahu s ekonomickými subjekty. Zároveň se vyskytuje mnoho vztahů v rámci rozpočtové soustavy. Pro přehledný systém rozpočtové soustavy je třeba užívat kritéria třídění, která se využívají pro přehlednost peněžních operací vznikajících v rozpočtové soustavě. Ministerstvo financí České republiky vydává a aktualizuje vyhlášku označovanou jako rozpočtová skladba, která má zajistit jednotnost a přehlednost v rozpočtové soustavě, a zároveň umožnit porovnávat rozpočty a také analyzovat příjmy a výdaje v rámci celé rozpočtové soustavy, což podporuje transparentnost rozpočtové politiky (Hejduková a Pokorný, 2022). Pavlásek a Hejduková (2011) uvádějí, že se jedná o základní předpis pro třídění, zároveň je to kvalifikační a informační klíč, který je používán například při sledování dosažených výsledků hospodaření. Kód položek je čtyřmístný – první místo označuje třídu, druhé seskupení, třetí místo je podseskupení položek a čtvrté identifikuje samotnou položku. Druhé třídění, odpovědnostní třídění, odvětvové třídění a konsolidační třídění jsou základním tříděním podle rozpočtové soustavy. (Hejduková a Pokorný, 2022)

1.4.2 Státní rozpočet

Jak uvádí Peková (2011), státní rozpočet je definován jako nevýznamnější veřejný rozpočet. Soustřeďuje se do něj největší část příjmů, které se vyskytují v rozpočtové soustavě a zároveň se ve velké míře podílí na nenávratném přerozdělování hrubého domácího produktu.

Nahodil a kol. (2009) definuje státní rozpočet jako centralizovaný peněžní fond, který je v působnosti státu a funguje na principu nenávratnosti a neekvivalentního způsobu rozdělování. Dále pak představuje finanční plán hospodaření sestavený pro určité období.

Nejedná se pouze o ekonomický pohled, ale také o právní normu, protože rozpočet má formu zákona, což mu umožňuje vybírat příjmy a uskutečňovat výdaje, společně s jejich kontrolou a vedením státního sektoru hospodářství, na základě závazných principů.

Ministerstvo financí ČR (2023) popisuje státní rozpočet jako finanční plán hospodaření státu, který se vztahuje k danému rozpočtovému roku, jenž je shodný s kalendářním. Dále zajišťuje, aby docházelo k plnění ekonomických, sociálních a politických funkcí státu. Z toho důvodu může vláda prostřednictvím státního rozpočtu realizovat hospodářskou politiku a zároveň uskutečnit programové priority. Informace o zdrojích, z kterých vláda plánuje financování aktiva státu, jako jsou daně či poplatky, jsou obsahem příjmové strany rozpočtu. Informace, kolik stát vydává za financované aktivity, které se týkají například školství, zdravotní péče, důchodů či obrany, jsou obsahem výdajové strany rozpočtu. Jak již bylo uvedeno, státní rozpočet má podobu zákona, například zákon č. 449/2022 Sb., o státním rozpočtu České republiky 2023. Tento zákon je navrhován vládou a schvalován Poslaneckou sněmovnou Parlamentu České republiky (Ministerstvo financí ČR, 2023).

Státní rozpočet tak představuje bilanci příjmů a výdajů za rozpočtový rok, která je plánována. Výsledek rozpočtu může skončit třemi alternativami, kterými jsou vyrovnané hospodaření, rozpočtový přebytek neboli aktivní saldo a rozpočtový deficit neboli schodek či pasivní saldo.

Hejduková a Pokorný (2022) uvádějí, že zároveň se státním rozpočtem se předkládá i střednědobý výhled, který musí být sestaven nejméně na další dva roky následující po tom roce, pro který je sestavován státní rozpočet. Největší podíl příjmů státního rozpočtu České republiky tvoří daňové příjmy, které v kontextu rozpočtu obsahují i příjmy z pojistného na sociální zabezpečení. Naopak největší podíl výdajů je tvořen mandatorními výdaji, které je stát povinen vynakládat dle zákona, například dávky důchodového pojištění, či platby do systému zdravotního pojištění. Podle Ministerstva financí ČR (2023) se mandatorní výdaje pohybují okolo 50% hranice.

Pavlásek a Hejduková (2011) uvádějí, že se v rámci rozpočtové praxe využívají následující zásady: zásada jednotnosti rozpočtu, zásada úplnosti rozpočtu, zásada každoročního sestavování a schvalování rozpočtu, zásada publicity, zásada reálnosti, zásada vyrovnanosti.

Rozpočtový proces podle Hejduková (2015) zahrnuje následující činnosti státních orgánů: sestavování návrhu rozpočtu, projednávání a schvalování rozpočtu, realizování v rámci rozpočtového období a kontrola plnění rozpočtu.

Návrh rozpočtu, který zahrnuje předpokládané příjmy a výdaje, je zpravidla sestavován a vypracován ministerstvem financí ve spolupráci s orgány veřejného sektoru, a to ještě během období, které předchází platnosti rozpočtu. Během sestavování rozpočtu je podle Hejduková (2015) potřeba brát v potaz výsledek hospodaření státu v uplynulém rozpočtovém období, dále pak záměr a cíl hospodářské politiky státu na daný rozpočtový rok, a zároveň predikovat ekonomický vývoj národního hospodářství. Následně ministerstvo financí předkládá návrh státního rozpočtu vládě.

Po projednání a schválení vládou společně se střednědobým výhledem putuje návrh rozpočtu ke schválení do Poslanecké sněmovny Parlamentu ČR, který má zákonodárnou moc. Návrh zákona o státním rozpočtu musí být předložen vládou nejpozději tři měsíce před začátkem rozpočtového období (Hejduková, 2015).

Předseda Poslanecké sněmovny Parlamentu ČR překládá návrh rozpočtu k projednání Rozpočtovému výboru, který vynáší usnesení. S tímto usnesením seznamuje poslance v rámci 1. čtení, kde se rozhoduje o základních údajích rozpočtu, kterými jsou výše příjmů a výdajů, nebo způsob případného financování. Sněmovna tyto údaje buď schválí nebo může doporučit vládě, aby návrh přepracovala. V tom případě jí stanoví termín pro předložení nového návrhu. Jsou-li schváleny základní údaje, nelze už je během projednávání měnit. Hejduková a Pokorný (2022) uvádějí, že pokud je návrh schválen, je předložen k 2. čtení, před kterým opět dochází k seznámení s usnesením Rozpočtového výboru. Ve 2. čtení může docházet pouze ke změnám ve výši kapitol. Následuje 3. čtení, během kterého dochází už jen k technickým úpravám. Dále je návrh předkládán prezidentovi, který má právo návrh vetovat, ale veto může přehlasovat nadpoloviční většina všech poslanců. Podpisem prezidenta či po uplynutí lhůty k podpisu, dochází k vyhlášení ve Sbírce zákonů. (Poslanecká sněmovna Parlamentu ČR, 2023)

Hejduková a Pokorný (2022) doplňují, že pokud není zákon schválen na začátku rozpočtového období, na které je rozpočet určen, tak stát hospodaří pomocí rozpočtového provizoria, podle něhož stát může v rámci každého měsíce realizovat pouze dvanáctinu výdajů z předešlého rozpočtu.

Realizace začíná hospodařením podle schváleného rozpočtu, jehož plnění je v kompetenci vlády a jejích orgánů. Podstata státního rozpočtu podle Hejdukové (2015) spočívá ve včasném a správném odvedení všech rozpočtových příjmů, ale také v čerpání veřejných výdajů, které probíhá plynule a hospodárně. V rámci České republiky je vláda zodpovědná sněmovně za plnění rozpočtu.

Poslední etapou rozpočtového procesu je kontrola jeho plnění, při které se hodnotí výsledky rozpočtového hospodaření. Ministerstvo financí sestavuje závěrečné účty, jejichž návrh je předkládán vládou Poslanecké sněmovně Parlamentu České republiky nejpozději do 30. dubna následujícího rozpočtového roku (Hejduková, 2015).

1.4.3 Územní rozpočty

Územní rozpočty jsou důležité pro hospodaření obcí a regionů, a také významným aspektem pro demokratizaci společnosti. Hejduková a Pokorný (2022) uvádějí, že rozpočty územních samosprávních celků slouží ke zvýšení efektivnosti alokace a z toho důvodu se řeší otázka spravedlivého rozdělování zdrojů. V České republice jsou mezi územní samosprávní celky, nebo tzv. municipality, řazeny kraje a obce naplňující samosprávní funkci, kterou zajišťuje volené zastupitelstvo. To dále nakládá s majetkem a tvoří rozpočty daného samosprávného územního celku.

Obce v České republice jsou základní územní jednotkou státu a zároveň nejnižším samosprávním orgánem, který je definován zákonem č. 128/2000 Sb., o obcích. Hejduková (2015) uvádí, že obec hospodaří se svým majetkem a finančními zdroji podle toho, jak je uvedeno v zákoně, zřizuje organizace, které podléhají působnosti obce. Dále je jejím úkolem zabezpečovat veřejné statky pro občany obce, rozvíjí vztahy s dalšími municipalitami nebo jinými subjekty, či se státem, a může realizovat některou z delegovaných funkcí státní správy. Zastupitelstvo je složené z členů, přičemž jejich počet je závislý na velikosti obce a je vždy lichý. V jeho čele stojí starosta. Zastupitelstvo zakládá výbory, které slouží jako kontrolní a iniciativní orgány. Povinně je zakládán kontrolní a finanční výbor. Pokud má zastupitelstvo více než 15 členů, je povinno ustanovit radu obce. Hejduková (2015) uvádí, že kontrolní výbor má na starost všeobecnou kontrolu, která se zaměřuje na činnost výkonných orgánů, konkrétně obecního úřadu. Finanční výbor provádí kontrolu hospodaření s majetkem a finančními prostředky obce, dále může plnit úkoly, kterými ho zastupitelstvo pověří. Jestli se v obci hlásí více než 10 % obyvatel k jiné národnosti, obec má povinnost zřídit výbor pro

národnostní menšiny podle zákona č.128/2000 Sb., o obcích (Hejduková a Pokorný, 2022).

Krajské zastupitelstvo, v jehož čele je hejtman, má předem daný počet členů, který je uveden v zákoně. Volí radu, také s předem daným počtem členů. Podobně jako obecní zastupitelstvo, ustanovují i krajské zastupitelé finanční a kontrolní výbor, dále musejí zřídit výbor pro výchovu, vzdělání a zaměstnanost. Jestli se v kraji hlásí alespoň 5 % obyvatel k jiné národnosti, kraj má povinnost zřídit výbor pro národnostní menšiny podle zákona č.129/2000 Sb., o krajích (Hejduková a Pokorný, 2022).

Zákon č. 250/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech územních rozpočtů ustanovuje pravidla o hospodaření obcí a krajů. Hejduková (2015) uvádí, že základní nástroj pro finanční hospodaření je roční rozpočet a rozpočtový výhled, minimálně na dva následující roky, tedy jedná se o střednědobý výhled. Příjmy, výdaje a ostatní peněžní operace tvoří obsah rozpočtu obcí či krajů, který je projednáván a schvalován volenými orgány. Ty zároveň kontrolují jeho plnění a popřípadě přijímají opatření, pokud vzniknou odchylky od schváleného rozpočtu. Podobně jako u státního rozpočtu se po ukončení rozpočtového období údaje o skutečném plnění rozpočtu zpracovávají do závěrečného účtu, který opět projednává a schvaluje zastupitelstvo. Návrh a závěrečný účet rozpočtu musí být podle zákona zveřejněn na úřední desce i v elektronické podobě (Hejduková, 2015).

1.4.4 Mimorozpočtové fondy

Mimorozpočtové fondy rovněž patří do rozpočtové soustavy. Bakeš (2009) definuje mimorozpočtové fondy jako seskupení aktiv a pasiv, které vzniklo za nějakým účelem a je tvořeno jednorázovým vyčleněním určitého majetku či soustředěním výplat, které se opakují. Jak je patrné, tak financování pomocí fondů je účelové.

V České republice jsou zastoupeny tyto mimorozpočtové fondy:

- Státní fond dopravní infrastruktury využívá svých příjmů na financování či předfinancování výstavby, modernizace, oprav či údržby a správy silnic nebo dálnic, ale také železniční a dopravní cesty (Státní fond dopravní infrastruktury, 2023).
- Státní fond kinematografie podporuje kinematografii, vykonává správu audiovizuálních poplatků, poskytuje filmové pobídky a funguje na základě zákona

- č. 496/2012 Sb., o audiovizuálních dílech a podpoře kinematografie a o změně některých zákonů, tzv. zákon o audiovizu (Státní fond kinematografie, 2023).
- Státní zemědělský intervenční fond, jehož správcem je Ministerstvo zemědělství, je nástroj pro zprostředkování finanční podpory z Evropské unie a národních zdrojů. Je založen na základě zákona č. 256/2000 Sb., o Státním zemědělském intervenčním fondu (Státní zemědělský intervenční fond, 2023).
 - Státní fond životního prostředí je finanční nástroj, který slouží k plnění cílů ochrany životního prostředí, například ochrana vod, ovzduší či odpadového hospodářství (Státní fond životního prostředí, 2023).
 - Státní fond kultury podporuje občanská sdružení, různé kulturní projekty a jeho správcem je Ministerstvo kultury ČR (Státní fond kultury, 2023).
 - Státní fond podpory investic je zřízen Ministerstvem pro místní rozvoj a jeho účelem je podporovat rozvoj obcí, měst, regionů, bydlení a cestovního ruchu (Státní fond podpory investic, 2023).

1.5 Veřejné příjmy

Funkce veřejných příjmů se podle Hejdukové a Pokorného (2022) zaměřuje na zabezpečování finančních zdrojů, které následně slouží k financování činností vykonávaných veřejným sektorem. Jedná se o funkci fiskální.

Hamerníková a kol. (2010) definují veřejné příjmy jako příjmy, jež plynou do veřejných rozpočtů, kterými jsou státní rozpočet, rozpočty krajů a obcí, a také do fondů.

Veřejný sektor potřebuje mít dostatek financí, aby mohl plnit své funkce. Z toho důvodu se jednotlivé články, jak uvádí Hejduková (2015), zaměřují na přerozdělování částí důchodů obyvatelstva či zisků firem. Jak je patrné, jedná se o rozdělování a přerozdělování důchodů. Tato soustava finančních vztahů je ucelená a má zpravidla nenávratnou formu. Veřejné příjmy jsou pro každou zemi specifické, a to svojí podstatnou či strukturou, která se určuje prostřednictvím hospodářského a společenského systému a jeho funkcí, které vykonává veřejný sektor.

Pavlásek a Hejduková (2011) uvádějí, že je možné veřejné příjmy členit následovně. Dle toho, z jakého zdroje plynou, se jedná o příjmy z podnikatelské sféry, příjmy od obyvatelstva a příjmy ze zahraničí. Hejduková (2015) mimo jiné přidává, že v příjmech od obyvatelstva a z podnikatelské sféry se jedná zejména o daně a příjmy z odvodů

pojistného. Příjmy ze zahraničí jsou forma dotací z nadnárodních rozpočtů nebo forma půjček a úvěrů.

Druhé členění je podle formy odčerpávání prostředků do veřejných rozpočtů. Sem Pavlásek a Hejduková (2011) řadí daně, které mají největší podíl a zároveň rozhodující postavení, protože jsou nástrojem pro nenávratné přerozdělení. Hamerníková a kol. (2010) daně definuje jako povinnou, zákonem stanovenou, nenávratnou, neekvivalentní a neúčelovou platbu, která plyne do veřejného rozpočtu. Hejduková (2015) jako další příjem definuje odvody, které charakterizuje jako odvod veřejného pojistného a v České republice se jedná například o pojistné sociální či veřejné zdravotní. Jak uvádí Hejduková a Pokorný (2022), poplatek představuje další z veřejných příjmů, ale na rozdíl od ostatních je spojen s protihodnotou, kterou zajišťují státní orgány, orgány územní samosprávy a orgány dalších veřejnoprávních subjektů. Dalším příjmem dle tohoto členění může být clo, které spravuje Celní správa ČR a je upraveno zákonem č. 13/1993 Sb., celní zákon.

Členění podle způsobu, kterým byl příjem získán, je na úvěrové a neúvěrové. Hejduková (2015) uvádí jako typický příklad emise státních dluhopisů, které mohou být využity na vyrovnání schodkové rozpočtové bilance. U neúvěrových příjmů je možné další členění, a to na daňové a nedaňové. Jak je patrné, daňové příjmy představují povinnou platbu, která dle zákona musí být odvedena do veřejného rozpočtu. Zatímco nedaňové příjmy vyplývají z dalších náležitostí, které mohou souviset s podnikáním a využívání majetku státu, nebo se může jednat o sankce či poplatky.

Podle okruhu platnosti a daňové pravomoci lze hovořit o celostátních a místních příjmech. Jak uvádí Hejduková a Pokorný (2022), celostátní příjmy se vybírají na území státu, zatímco místní příjmy se vybírají lokálně a plynou do rozpočtů municipalit.

Další členění podle Pavlásk a Hejdukové (2011) je podle stupně závaznosti, tj. obligatorní příjmy, které jsou stanovené v zákoně a musejí se povinně vybírat; příkladem jsou daně. Naproti tomu stojí příjmy fakultativní, jejichž výběr je závislý na rozhodnutí orgánu veřejného sektoru, jedná se například o místní poplatky.

Členění podle návratnosti je možné, a to na příjmy návratné a nenávratné. Peková (2011) uvádí, že nenávratné veřejné příjmy, které plynou do veřejných rozpočtů či mimorozpočtových fondů, se nemusí jejich plátcům vracet, jako příklady uvádí daně od občanů nebo firem. Naopak návratné příjmy se po uplynutí určité doby musejí vrátit

subjektu, který je zapůjčil, jde o příjmy ze státních a municipálních dluhopisů nebo o krátkodobé úvěry.

Poslední členění, jak uvádí Pavlásek a Hejduková (2011), je podle časového hlediska, tj. běžné a kapitálové příjmy. Peková (2011) uvádí, že běžné příjmy se opakují každoročně, ale nemusejí se vždy uskutečnit ve stejné výši. Jsou určeny převážně pro financování každoročně se opakujících výdajů (daňové příjmy). Naopak kapitálové příjmy se každoročně neopakují, mají spíše jednorázový charakter, měly by spíše sloužit k financování investičních a kapitálových výdajů. Mohou být i nenávratné, například příjmy z prodeje státního majetku, ale i návratné, v podobě čerpání úvěru.

1.6 Veřejné výdaje

Maaytová a kol. (2015) uvádí, že smyslem veřejných výdajů je krytí cílů jednotlivých veřejných politik, které se mohou vyskytovat na centrální úrovni (vláda), ale i na úrovních územních samosprávních celků (obce, kraje).

Veřejné výdaje slouží k naplňování funkcí veřejných financí a jedná se o vztahy rozdělování a užití veřejných rozpočtů a mimorozpočtových fondů, které jsou v rámci rozpočtové soustavy. Finanční prostředky veřejných rozpočtů se přerozdělují pomocí zásad, pravidel, některé jsou i zabezpečeny právními předpisy, z tohoto důvodu je musejí veřejné rozpočty zabezpečit. Veřejné výdaje mají spíše nenávratnou formu přerozdělování finančních prostředků. (Hejduková, 2015)

Peková (2011) uvádí, že veřejné výdaje plní alokační, redistribuční a stabilizační funkci, které spolu často souvisejí.

Podle Maaytová a kol. (2015) je možné členit veřejné výdaje pomocí různých klasifikačních hledisek. Pro potřeby hodnocení jejich vývoje je důležité, aby bylo stanoveno, jaká klasifikace byla použita a jaké ukazatele analýza používá.

Jak uvádí Pavlásek a Hejduková (2011), veřejné výdaje je možné členit podle makroekonomického hlediska na vládní výdaje na nákup zboží a služeb, a na transferové výdaje. Vládní výdaje na nákup zboží a služeb umožňují státu, aby vykonával základní funkce na všech úrovních. Za pomoci těchto výdajů je státem financována veřejná správa, školství, zdravotnictví atd. (Hejduková, 2015). Jako konkrétní příklad je možné uvést nákup armádních letounů či platy učitelů. Transfery podle Hamerníková a kol. (2010)

jsou specifickými veřejnými výdaji, které jsou poskytovány s určitým záměrem, ale nevzniká u nich protiplnění, jedná se o princip neekvivalence a nenávratnosti.

Z hlediska plánovatelnosti je možné veřejné výdaje členit na plánované a neplánované. Plánované výdaje je možné rozpočtovat, jedná se o výdaje na veřejnou správu či školství nebo o výdaje na starobní důchody. Neplánované výdaje není možné přesně předem určit, ale vznikají v průběhu rozpočtového období. Pro tyto výdaje je potřeba předběžně vytvářet rezervy. Jako příklady Hejduková (2015) uvádí výdaje na povodně či jiné živelné pohromy, popřípadě sankční platby.

Podle časového hlediska se rozlišují běžné výdaje, které jsou financovány standardně, jedná se o každoročně se opakující potřeby, z toho důvodu jsou snadno odhadnutelné a plánovatelné. Naopak investiční výdaje jsou mimořádné, neopakují se každý rok, ale jsou plánovatelné a někdy mohou překročit rozpočtové období, např. výstavba dálnice. (Peková, 2011)

Nejpodstatnější třídění je podle Hejduková (2015) z hlediska zákonného předurčení výdajových položek. Mandatorní výdaje jsou takové, které má stát povinnost uhradit na základě platných zákonů či jiných právních předpisů. Dále se člení na mandatorní výdaje zákonné, které vycházejí z platných zákonů, a ostatní mandatorní výdaje, které vycházejí z jiných právních norem nebo mezinárodních smluv. U zákonných mandatorních výdajů tvoří největší část sociální transfery, kam spadají dávky státní sociální podpory nebo dávky důchodového a nemocenského pojištění (Pavlásek a Hejduková, 2011). Do ostatních mandatorních výdajů se zařazují odvody do rozpočtu Evropské unie, členské příspěvky Mezinárodnímu měnovému fondu a Světové bance. Naopak nemandatorní výdaje jsou takové veřejné výdaje, u kterých může veřejný sektor operativně reagovat na měnící se podmínky. (Hejduková, 2015)

K faktorům, které ovlivňují veřejné výdaje, řadí Pavlásek a Hejduková (2011) ekonomické faktory (velikost vytvořeného HDP, ekonomická úroveň státu), demografické faktory (počet obyvatel), vědecko-technický pokrok a technologické změny (rozvoj lékařských věd), politické a sociální faktory (tradice a sociální filozofie státu).

2 Vládní dluh

Vládní dluh je součástí veřejného dluhu. Ten zahrnuje závazky dalších vládních institucí jako jsou municipality a zdravotní pojišťovny. Vládní dluh je definován jako suma peněz, kterou má vláda půjčenou z různých zdrojů, aby mohla financovat své výdaje, pokud její příjmy nejsou dostatečné.

Ministerstvo financí (2006) definuje vládní dluh jako celkový dluh sektoru vládních institucí, který zahrnuje dluhová pasiva (půjčky, cenné papíry jiné než účasti mimo finanční deriváty).

Vládní dluh je výsledkem rozpočtového schodku. Rozpočtový schodek vzniká, když výdaje vlády jsou vyšší než příjmy. K zadlužení vlády může dojít z různých důvodů, včetně financování infrastrukturních projektů, sociálních programů nebo krytí nečekaných výdajů. Příliš vysoký vládní dluh může vést k různým ekonomickým problémům, např. růstu inflace, růstu úroků či snížení důvěry v danou ekonomiku.

Monitorování a správa vládního dluhu je důležité pro udržení stability národní ekonomiky.

2.1 Financování vládního dluhu

Financování vládního dluhu představuje proces, kdy vláda získává potřebné prostředky k pokrytí schodku vládního rozpočtu nebo ke splácení existujícího dluhu. Vláda může využít některý z následujících způsobů, jak financovat svůj dluh.

Vydávání vládních dluhopisů, které vláda nabízí na kapitálových trzích. Zde investoři dané dluhopisy kupují a tím poskytují vládě prostředky. S emitováním dluhopisů je vláda povinna investorům platit úrokové platby v průběhu doby trvání dluhopisu a po jejím uplynutí vláda vrací investorům původní investovanou částku.

Daně jsou další způsob a jedna z hlavních strategií, jak může vláda získat dostatečné příjmy. Jak uvádí Musil a Barta (2023) významnou část daňových příjmů tvoří tzv. sdílené daně, například daň z přidané hodnoty (DPH), daň z příjmu fyzických osob (DFZO). Prostřednictvím daní lze potřebné finance získat následujícími způsoby. Prvním způsobem je zvýšení daňové sazby, tím pádem se za jinak nezměněných podmínek (*ceteris paribus*) zvýší daňové příjmy. Dále může vláda rozšířit daňové základny, tedy oblasti podléhající zdanění. Jedním z dalších způsobů je přijetí opatření na zlepšení

daňového výběru, aby se zabránilo daňovým unikům. Reforma daňového systému, která může zlepšit spravedlnost, efektivitu a transparentnost, je další možností, jak získat potřebné finance. Je však nutné si uvědomit, že zvýšení daní může vést ke zvýšení příjmů, ale má různé dopady na ekonomiku a společnost. Například může dojít na jedné straně ke zmenšení vládního dluhu, ale naproti tomu se tato situace projeví v příjmu obyvatel a v jejich rozhodování, což může ovlivnit spotřebu, investice a také tedy celkový hospodářský růst.

Další možností jsou **půjčky od mezinárodních organizací**. Vláda dané země může požádat o půjčku mezinárodní finanční organizace, jako je Mezinárodní měnový fond (MMF) nebo Světová banka. Tyto půjčky jsou poskytovány za určitých podmínek, zahrnující např. ekonomické reformy nebo opatření potřebné k zajištění udržitelnosti veřejných financí. (International Monetary Fund, 2024; The World Bank Group, 2024)

Měnová emise neboli tisk peněz je jeden z dalších způsobů, jak získat potřebné finance. Není to však ideální způsob, protože jedním z hlavních rizik měnové emise je inflace. Nadměrné zvýšení peněžní zásoby může způsobit znehodnocení měny a zvýšení cen zboží a služeb, což může způsobit nižší kupní sílu občanů a nestabilní ekonomiku. (Krč, 1998)

Prodej státního majetku a podílů ve státních firmách je další možná strategie, jak řešit vládní dluh. Ta se často využívá v případě, kdy je vláda vysoce zadlužená a hledá způsob, jak získat finanční prostředky k pokrytí dluhu nebo k snížení schodku veřejných financí. Jedná se o jednorázový příjem, jenž může pomoci snížit tlak na vládní finance a také zlepšit důvěryhodnost země. Je však důležité, aby tento krok byl pečlivě promyšlen, protože prodejem by mohlo dojít ke ztrátě kontroly nad strategickými odvětvími ekonomiky či veřejných služeb, což může mít dlouhodobé důsledky pro ekonomiku a společnost. (Paclt, 2013)

2.2 Vládní dluhopisy

Vládní dluhopisy jsou dlužní obligace, které vydává vláda státu, aby získala potřebné finanční prostředky k financování svých aktivit nebo projekčních nákladů.

Wachtarczyk (2020) státní dluhopis definuje jako cenný papír, který emituje státní orgán k tomu určený dle platné legislativy. Peněžní transakce související se státním dluhopisem plynou z nebo do státního rozpočtu.

Salvetová (2014) uvádí, že dluhopisy jsou pro investory zajímavou investicí. Bývají považovány za jeden z nejbezpečnějších typů investic, jelikož jsou podpořeny zárukou vlády, tj. existuje relativně malé riziko selhání ve splácení dluhu.

Vládní dluhopisy fungují na principu, podle něhož si investoři kupují dluhopisy od vlády za určitou cenu, na oplátku obdrží pravidelné platby úroku po určitou dobu. Po jejím uplynutí je následně vrácena kupní cena dluhopisu.

Dle formy výnosu jsou dluhopisy dělené na:

- dluhopisy s nulovým kuponem,
- dluhopisy s pevnou úrokovou sazbou,
- dluhopisy s pohyblivou sazbou,
- slosovateľnou premií nebo premií závislé na lhůtě splatnosti. (Hrdý a Krechovská, 2016)

Tento druh dluhopisů bude i předmětem dalšího popisu ve třetí kapitole práce. Dále je možné dělit dluhopisy dle možnosti splacení na:

- jednorázově splatné k určitému datu,
- dluhopisy s pravidelnými splátkami,
- anuitně v pravidelných splátkách zahrnujících alikvotní část jmenovité hodnoty a úrok. (Hrdý a Krechovská, 2016)

V ČR emise státních dluhopisů vycházejí ze zákona č. 190/2004 Sb., o dluhopisech. V zákoně jsou uvedeny náležitosti, jejich emisní podmínky, je upraveno vydání či výnosy dluhopisů a také jsou zde popsány zvláštní druhy dluhopisů.

Ministerstvo financí (2022a) dělí státní dluhopisy na:

- Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy, které jsou vydávány vládou k financování různých veřejných projektů a aktivit.
- Státní pokladniční poukázky jsou druhem krátkodobých cenných papírů, představující závazek státu. Využívají se hlavně k pokrytí krátkodobého deficitu státního rozpočtu a jejich doba splatnosti je maximálně jeden rok (Tinka, 2016).
- Dluhopisy republiky mají různé charakteristiky, je možné je vydávat s různou dobou splatnosti, různými úrokovými sazbami a podmínkami.
- Spořicí státní dluhopisy jsou speciálním druhem dluhopisů, nabízejí možnost buď spoření nebo investování malých peněžních částek za účelem dlouhodobého

zhodnocení. Dluhopisy jsou určeny především pro občany státu a mohou být součástí vládních programů, jako podpora úspor občanů nebo podpora rozvoje státní ekonomiky.

3 Analytická část

V analytické části se bakalářská práce zaměřuje na detailní rozbor vládních dluhopisů od roku 2009 do roku 2022 ve vybraných zemích. Období bylo zvoleno s ohledem na dostupnost dat a zaznamenání změn v souvislosti s fází po Velké finanční krizi, která se pro některé státy stala i krizí fiskální. Dále je zde zachyceno období růstu a nástup pandemie Covid-19. Posuzovanými státy se staly země Visegrádské čtyřky (V4), neboli regionálního uskupení čtyř středoevropských států: České republiky, Maďarska, Polska a Slovenska. Hlavním rozhodujícím faktorem o výběru těchto zemích byla jejich úzká spolupráce na jejich cestě k evropské integraci, související s jejich nedávným historickým vývojem. Vzhledem k tomu dochází k analýze rozdílů mezi těmito státy.

Tato kapitola sestává ze šesti součástí. Nejdříve dochází ke stručnému představení analyzovaných zemí, dále dochází již k analýze makroekonomických veličin, které vycházejí z tzv. magického čtyřúhelníku (tzn. hrubý domácí produkt, inflace, nezaměstnanost a platební bilance). Další podkapitola se zabývá analýzou vládního dluhu a vládních dluhopisů, dále dochází k porovnání úroků cenných papírů. Následně je provedena komparace dluhopisů a úroků. V předposlední podkapitole je použita lineární regrese, které se zabývá vlivem úroků na emisi vládních dluhopisů a následuje shrnutí.

3.1 Analyzované země

V této části práce dochází ke stručnému uvedení jednotlivých států, které jsou využity pro analýzu, jedná se tedy o Českou republiku, Slovensko, Polsko a Maďarsko.

3.1.1 Česká republika

Česká republika vznikla 1. ledna 1993 rozdělením Československa, jedná se o parlamentní demokracii. Moc v České republice je rozdělena na výkonnou, zákonodárnou a soudní. Moc výkonnou symbolizuje prezident společně s vládou. Zákonodárnou moc představuje dvoukomorový Parlament ČR, který je složen z Poslanecké sněmovny a Senátu. Poslanecká sněmovna je tvořena 200 členy, kteří jsou voleni na čtyři roky a jejich úkolem je mj. kontrola vlády. Senát čítá 81 členů s šestiletým mandátem a volby se konají jednou za dva roky, během nichž je volena třetina senátorů. (Šedo, 2011)

Česká republika je střeoevropský stát s relativně stabilní rozvinutou tržní ekonomikou. Automobilový průmysl, strojírenství, elektrotechnika a chemický průmysl jsou klíčovými pilíři české ekonomiky, hlavně automobilový průmysl je jedním z hlavních motorů růstu a oblastí ekonomiky, kde se nachází i vysoký objem exportu České republiky.

Další významnou roli v České republice hraje turismus, který je díky četným historickým památkám a bohatému kulturnímu dědictví zdrojem příjmů. Kromě toho má Česká republika poměrně vysokou míru investic do výzkumu a vývoje, což napomáhá k inovacím a rozvoji nových technologií. Vláda se zároveň snaží podporovat start-upy prostřednictvím různých programů či dotací. Nezaměstnanost v České republice je k únoru roku 2024 vůbec nejnižší ve srovnání s ostatními členskými státy v Evropské unii. Jako klíčové oblasti zaměstnanosti je možno označit průmysl a služby. (Eurostat, 2024c; Ministerstvo průmyslu a obchodu, 2024)

3.1.2 Slovensko

Slovensko je stejně jako Česká republika samostatný stát, který vznikl 1. ledna 1993, kdy došlo, k již zmiňovanému rozdělení Československa. Slovenská republika je parlamentní demokracií, kde je moc rozdělena na výkonnou, zákonodárnou a soudní.

Moc výkonná je podobně jako u České republiky rozdělena mezi prezidenta a vládu. Prezident je hlavou státu a je volen přímou volbou občanů na pětileté období. Vláda je vedena premiérem a má na starosti řízení státních záležitostí a uplatňování politiky státu.

Zákonodárnou moc představuje Národní rada Slovenské republiky, což je jednokomorový parlament. Tato rada je složena ze 150 poslanců, kteří jsou voleni na čtyřleté období. Úkolem poslanců je přijímat, schvalovat rozpočet a kontrolovat vládu. Soudní moc představuje nezávislý soudní systém, jenž zajišťuje spravedlnost a dodržování zákonů. Nejvyšší institucí soudní moci je Ústavní soud, který má za úkol dohlížet na dodržování ústavy a ochranu základních práv a svobod občanů.

Slovensko má rozvinutý průmyslový sektor, hlavně v oblastech automobilového průmyslu. Ten je zastoupený významnými automobilkami, jako Volkswagen a Kia. Dále se jedná o oblast elektrotechniky a strojírenství. Dalším významným sektorem slovenské ekonomiky jsou služby, do kterých spadá bankovníctví, pojišťovnictví, telekomunikace a cestovní ruch. Bratislava, která je hlavním městem Slovenské republiky, je hlavním

centrem finančních a obchodních služeb. Dalším významným sektorem je i přes jeho menší podíl zemědělství.

Ve zkratce je možné říct, že Slovensko má rozmanité hospodářství s důrazem na průmysl, služby a zemědělství. Podobně jako Česká republika, i Slovensko se snaží udržet stabilní hospodářský růst a podporovat inovace a rozvoj. (Czech Trade, 2023)

3.1.3 Polsko

Polsko je stát ležící ve střední Evropě s bohatou historií a rozmanitou kulturou. Po rozpadu komunistického režimu v roce 1989 prošel stát zásadními transformacemi směrem k demokracii a tržní ekonomice.

Polsko, stejně jako Česká republika, je parlamentní republika. Státní moc je rozdělena na výkonnou, zákonodárnou a soudní. Výkonnou moc představuje prezident volený na pětileté období v přímých volbách. Zákonodárnou moc představuje dvoukomorový parlament, který se skládá ze Sejmu, což je nižší komora s poslanci zvolenými na čtyři roky, a Senátu, tj. vyšší komory, kde poslanci mají pětiletý mandát.

Polsko má největší ekonomiku ve střední a východní Evropě, je to zároveň nejrychleji rostoucí ekonomika v EU. Klíčovými odvětvími je také automobilový průmysl, zastoupený významnými automobilkami jako je Volkswagen, Opel či Fiat. Polsko je také známé svou zemědělskou produkcí, zejména v oblasti pšenice, žita, brambor a cukrové řepy. Polsko má rovněž vysoké investice do výzkumu a vývoje, zároveň vláda tyto inovace a rozvoj aktivně podporuje řadou existujících programů. To pak podporuje ekonomický růst a diverzifikaci polské ekonomiky.

Míra nezaměstnanosti v Polsku je relativně nízká, klíčovými oblastmi jsou služby, průmysl a zemědělství.

Celkově je možné říct, že Polsko má dynamickou ekonomiku s bohatou průmyslovou základnou, silným zaměřením na inovace a rozvoj nových technologií. Svojí stabilní politickou situací a otevřeností k investicím je Polsko atraktivním místem pro podnikání a hospodářský růst. (Czech Trade, 2024)

3.1.4 Maďarsko

Maďarsko se stejně jako předchozí tři státy nachází ve střední Evropě a má také bohatou historii a rozmanitou kulturu. Po pádu komunistického režimu v roce 1989 prošlo zásadními transformacemi směrem k demokracii a tržní ekonomice.

Maďarsko je demokratická parlamentní republika, kde se rozlišuje výkonná, legislativní a soudní moc. Moc výkonnou představuje prezident republiky a vláda, která je hlavním orgánem výkonné moci. Legislativní moc připadá jednokomorovému parlamentu, který je známý jako Národní shromáždění a má 199 poslanců volených na čtyři roky.

Země má rozvinutou tržní ekonomiku s důrazem na průmysl, služby, zemědělství a cestovní ruch. Klíčovým odvětvím je opět automobilový průmysl, elektronika, zpracování potravin, farmacie a informační technologie. Automobilový průmysl je v Maďarsku zastoupený významnými společnostmi, jako Audi nebo Mercedes-Benz. Maďarsko je také známé svým bohatým kulturním dědictvím a historickými památkami, které přispívají k rozvoji cestovního ruchu a tvorbě pracovních míst. Země, podobně jako již zmíněné státy, podporuje inovace a rozvoj pomocí různých programů či podpůrných opatření. Nezaměstnanost je v zemi relativně nízká, klíčovými oblastmi jsou průmysl, služby a zemědělství a také turismus má důležitou roli při tvorbě pracovních míst a ekonomickém rozvoji.

Jednoduše lze říct, že se jedná o dynamickou ekonomiku s bohatým průmyslovým základem a silným zaměřením na inovace a rozvoj technologií. V zemi je relativně stabilní politická situace a otevřenost k investicím napomáhá k hospodářskému růstu. (Czech Trade, 2023)

3.2 Porovnání makroekonomických ukazatelů

V následujících podkapitolách jsou popsány základní makroekonomické ukazatele, kterými jsou hrubý domácí produkt (HDP), inflace, míra nezaměstnanosti a platební bilance.

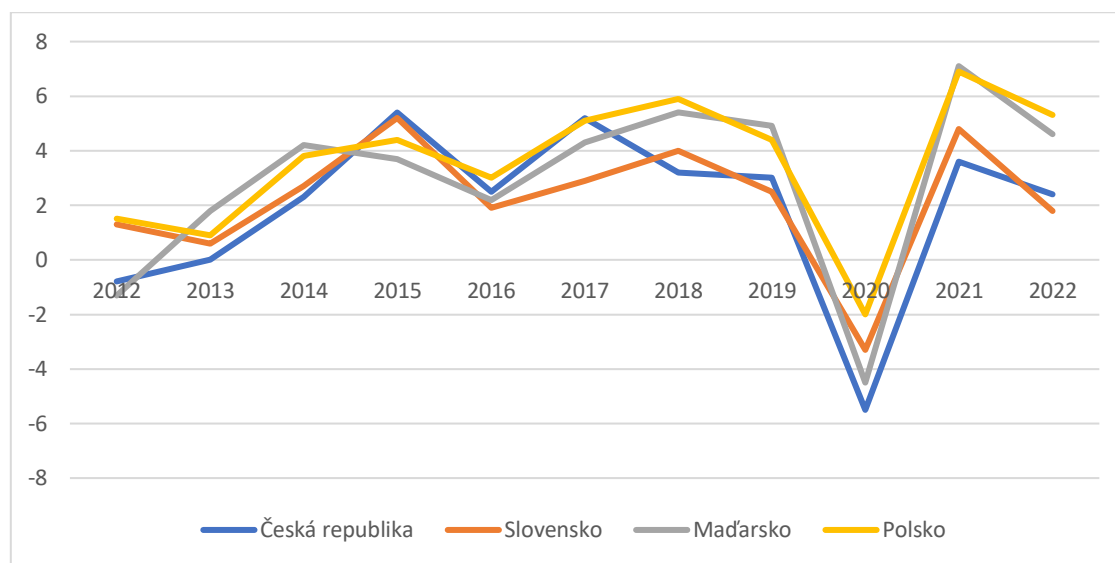
3.2.1 Hrubý domácí produkt

Hrubý domácí produkt je ukazatel, který vyjadřuje celkové vyprodukované množství statků během určitého období a na určitém území. Absolutní hodnota HDP vypovídá o velikosti a výkonnosti ekonomiky daného státu.

Nominální hodnota HDP není očištěna o inflaci a zahrnuje peněžní hodnotu produkce podle tržních cen. Zohledňuje změny v celkovém množství produkce a v cenách jednotlivých statků a služeb.

Naopak reálný HDP je upravený o inflaci a zobrazuje produkci v konstantních cenách, což znamená, že se zaměřuje pouze na změny v celkovém množství produkce. Z toho důvodu znázorňuje opravdový výkon dané ekonomiky a není zkreslený o změnu cenové hladiny. (Samuelson a Nordhaus, 2013)

Obr. 1: Vývoj HDP ve vybraných zemích (v %)



Zdroj: vlastní zpracování dle Eurostatu (2024a), 2024

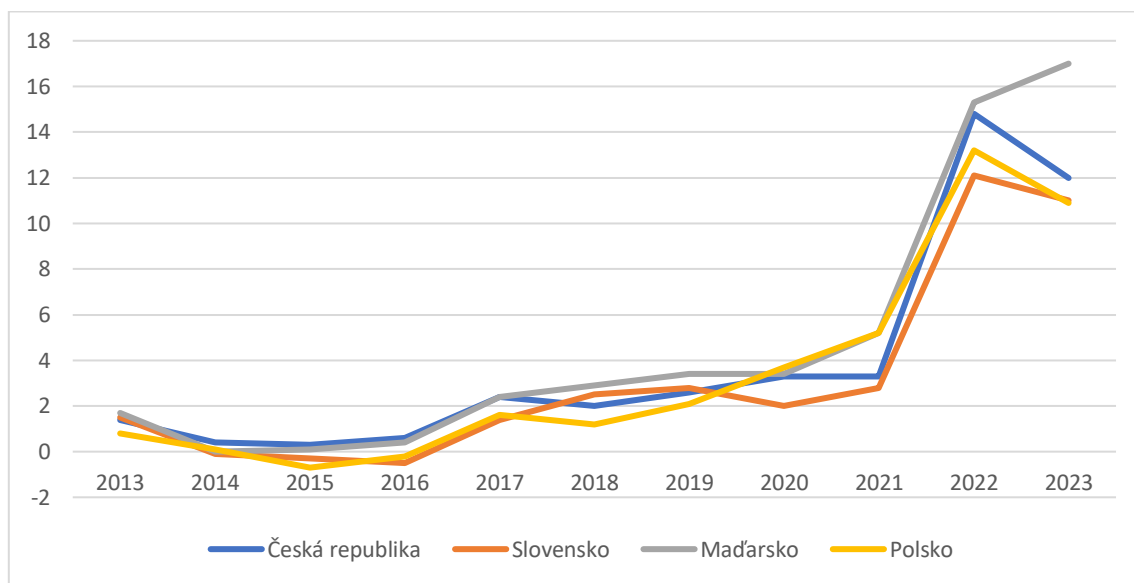
Na obr. 1 jsou vidět hodnoty HDP v procentech meziročního srovnání. Data ukazují, že ekonomiky těchto zemí rostou poměrně podobně. Největší propad je viditelný v roce 2020, a to u všech států. Míra růstu HDP se v České republice výrazně změnila. V roce 2015 dosáhla hodnoty 5,4 %, zatímco v roce 2020 byl zaznamenán pokles na – 5,5 %. Za propadem stojí pandemie Covid-19 a s ní související nařízení, která prakticky úplně zabrzдила výrobu. Po tomto roce byl zaznamenán zase nárůst. Slovensko vykazovalo stabilnější trend HDP v porovnání s Českou republikou. Nicméně i na Slovensku byly vidět výkyvy. Nejvyšší hodnoty dosáhlo v roce 2015 (5,2 %) a nejvyšší propad byl taktéž v roce 2020 na -3,3 %. Maďarsko mělo stejně výrazné změny v růstu HDP. Nejvýraznější propad byl zaznamenán také v roce 2020 kdy hodnota dosahovala -4,5 % a nejvýraznější nominální růst v roce 2021 na 7,1 %. Polsko vykazovalo poměrně stabilní trend růstu s menšími výkyvy. Stejně jako u předchozích zemích tak v roce 2020 zde došlo mírnému poklesu na 2 % HDP.

Celkově je možné vidět, že země Visegrádské čtyřky měly různé výkyvy v nominální růstu HDP v průběhu let. Některé roky byly poznamenány výraznými ekonomickými událostmi, jako v roce 2020 byla pandemie Covid-19.

3.2.2 Inlace

Dalším makroekonomickým ukazatelem, který slouží k hodnocení výkonnosti ekonomiky, je inflace. Inlace je obecně charakterizována jako nárůst cenové úrovně v rámci národního hospodářství. Cenová hladina vyjadřuje průměrnou hladinu cen v národním hospodářství. Když dojde k růstu této cenové úrovně, zvyšují se ceny statků a služeb v dané ekonomice. Inlace v ekonomice má za následek pokles reálné hodnoty peněz. Během inflace spotřebitelé za stejnou sumu peněz mohou koupit menší množství služeb a statků. (Samuelson a Nordhaus, 2013)

Obr. 2: Vývoj inflace ve vybraných zemích (v %)



Zdroj: vlastní zpracování dle Eurostatu (2024b), 2024

Data o míře inflace v obr. 2 popisují vývoj inflace v Polsku, Maďarsku, na Slovensku a v České republice. Nejnižší hodnota inflace v České republice je vykázána v roce 2015, kdy hodnota činila 0,3 %. Z důvodu podobnosti ekonomik je ve stejném roce nízká hodnota inflace i u ostatních jmenovaných států. Na Slovensku a v Polsku se inflace překlopila i do tzv. deflace, kdy se míra růstu cenové hladiny pohybuje v záporných hodnotách. V Polsku se jednalo o hodnotu -0,7 % a na Slovensku -0,3 %. Naopak nejvyšší inflace v průměru u všech zemí je v roce 2022, kdy inflace překročila hranici 10 %. Dále

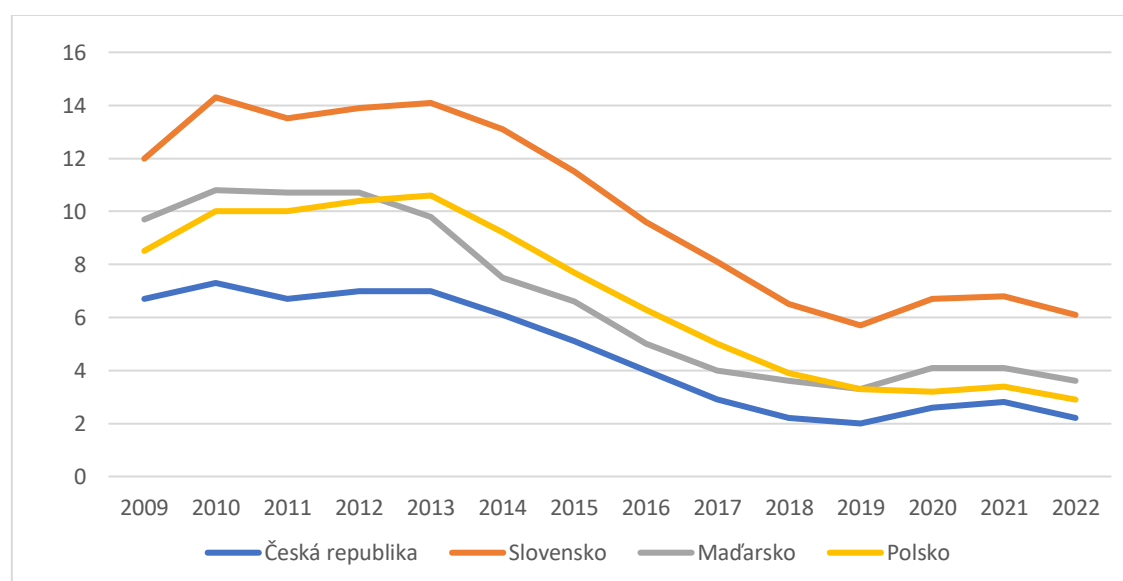
je viditelné, že v České republice, Polsku a na Slovensku se podařilo pokročit v boji s inflací a oproti roku 2022 byla snížena, naopak v Maďarsku opět vzrostla a to na 17 %.

Obr. 2 lze rozdělit do třech fází. První období do roku 2016 ukazuje, že ve všech zemích byla nízká míra inflace, kdy byla u všech států pod 2 %. V letech 2017 až 2020 měla inflace trend se zvyšovat a také se přehoupla přes hranici 2 %. Následně ve třetím období od roku 2021 je vidět prudký nárůst míry inflace. Dá se říct, že všechny země až na Maďarsko si s tímto prudkým nárůstem porodila a jejich míra inflace byla menší v roce 2023 než v předchozím roce.

3.2.3 Nezaměstnanost

Nezaměstnanost je měřena mírou nezaměstnanosti, kterou lze chápat jako nezbytný jev pro správné fungování trhu práce, protože zdravá míra nezaměstnanosti udržuje konkurenční prostředí, což napomáhá udržovat mzdy na spravedlivé úrovni a zvyšovat produktivitu práce. Pro její výpočet je nezbytné rozlišit populaci na dvě skupiny, a to na ekonomicky aktivní a ekonomicky neaktivní. Mezi ekonomicky aktivní obyvatele patří zaměstnaní a nezaměstnaní. Nezaměstnaní jsou ti, kteří jsou starší patnácti let, aktivně hledají práci, jsou evidováni na trhu práce a také jsou schopni nastoupit do práce do půl měsíce. Ekonomicky neaktivní jsou pak děti, osoby neschopné práce nebo osoby odmítající pracovat. (Samuelson a Nordhaus, 2013)

Obr. 3: Vývoj nezaměstnanosti ve vybraných zemích (v %)



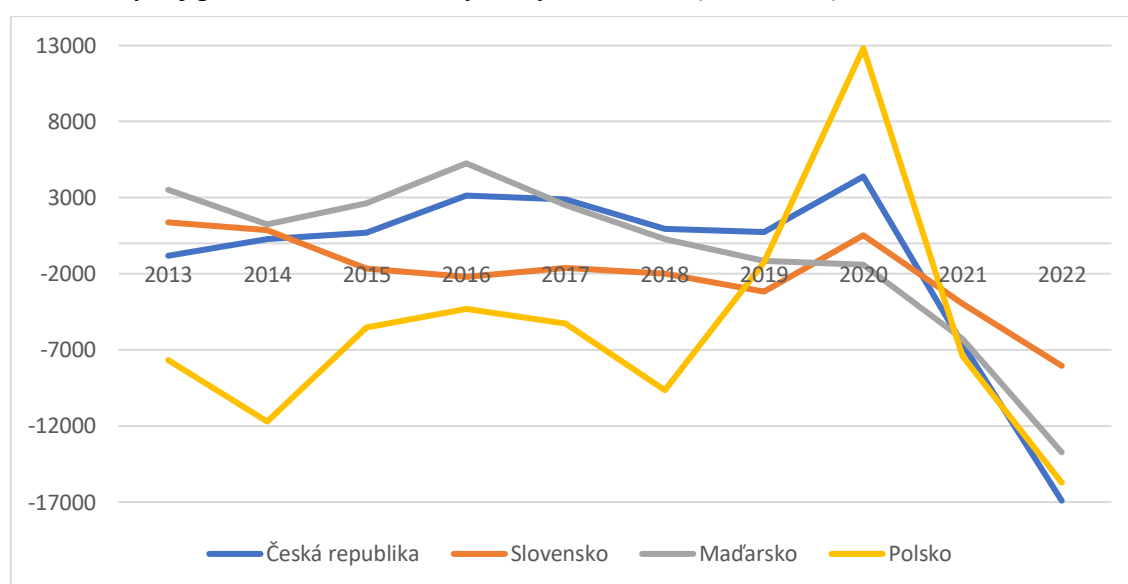
Zdroj: vlastní zpracování dle Eurostatu (2024c), 2024

Obr. 3 zachycuje hodnoty nezaměstnanosti jako podíl na ekonomicky aktivních a popisuje vývoj míry nezaměstnanosti v období 2009 až 2022. Z dat je patrné, že nejnižší nezaměstnanost je ve všech uvedených letech v České republice. Přesným opakem je sousední Slovensko, které až do roku 2016 mělo nezaměstnanost vyšší než 10 %. Další aspekt, který je relativně viditelný a patrný, je blízkost ekonomik těchto zemí. Hodnoty nezaměstnanosti se vyvíjejí stejně, a lze říct, že vzrůstají a klesají ve stejných časových obdobích. Přičemž v tomto sledovaném období jde především o mírný nárůst na počátku, po kterém dochází k delšímu období klesající míry nezaměstnanosti, kdy v roce 2018 či 2019 je možné spatřovat dno této míry nezaměstnanosti. Následně dochází k relativně nízkému zvýšení podílu nezaměstnaných, avšak nejedná se o zásadní nárůst s ohledem na vývoj časové řady, zvláště ve srovnání s hodnotami na počátku sledovaného období.

3.2.4 Platební bilance

Posledním ze čtyř hlavních makroekonomických ukazatelů je platební bilance, která dokumentuje veškeré platební transakce mezi občany daného státu a zahraničními subjekty. Tyto transakce prováděné firmami, jednotlivci a vládními institucemi jsou sledovány v určeném časovém období. K pochopení platební bilance je klíčové se seznámit s údaji zahrnujícími platby za služby, finanční kapitál, import, export zboží a finanční převody. Hlavním cílem sledování platební bilance je monitorování celkového objemu plateb mezi domácí a zahraniční ekonomikou (Samuelson a Nordhaus, 2013).

Obr. 4: Vývoj platební bilance ve vybraných zemích (mld. EUR)



Zdroj: vlastní zpracování dle Eurostatu (2024d), 2024

Obr. 4 poskytuje přehled platební bilance České republiky, Slovenska, Maďarska a Polska v letech 2013 až 2022, a to vyjádřený v miliardách eur. V případě České republiky lze pozorovat významný růst platební bilance z 829,4 mld. eur v roce 2013 na 3 149,6 mld. eur v roce 2016, což je více než trojnásobný nárůst během tří let. Nicméně v letech 2021 a 2022 dochází k prudkému poklesu, kdy platební bilance dosahuje hodnot -6 638,7 mld. eur a -16 911,1 mld. eur, což představuje významný propad. Podobně Maďarsko vykazuje výrazný růst platební bilance v letech 2013 až 2016, kdy se ze 3 523,4 mld. eur dostává na 5 257,3 mld. eur v roce 2016. Následně však dochází k prudkému poklesu až do roku 2022, kdy platební bilance dosahuje hodnoty -13 734,3 mld. eur. Polsko vykazuje značné výkyvy s negativními hodnotami platební bilance v letech 2013 až 2014, následované pozitivními hodnotami v letech 2018 až 2020, ale opět s výrazným poklesem v roce 2022. Slovensko naopak projevuje relativní stabilitu s mírnými výkyvy, avšak s prudkým poklesem v roce 2022.

3.3 Analýza vládního dluhu a dluhopisů

Tato kapitola se je zaměřena na strukturu dluhových vládních cenných papírů a transakcí vyjádřených v procentech hrubého domácího produktu pro jednotlivé roky od roku 2009 do roku 2023.

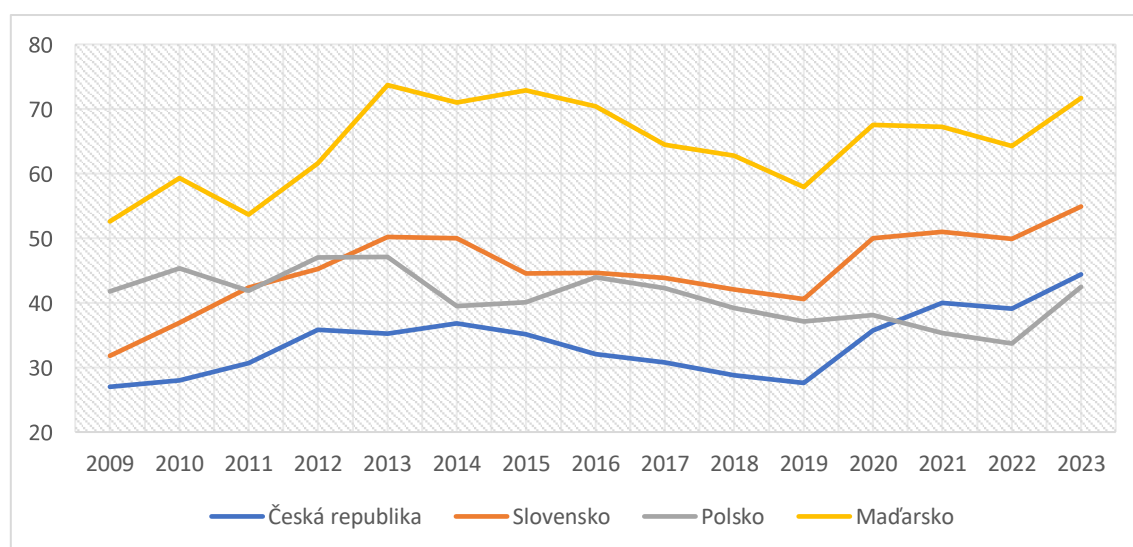
3.3.1 Nesplacená částka

Nesplacená částka vládního dluhu vyjadřuje částku peněz, kterou vláda stále dluží věřitelům nebo investorům ve formě dluhopisů nebo jiných finančních nástrojů. Tato částka zahrnuje veškeré dluhy, které vláda dosud nesplatila. Vládní dluh je součástí veřejného dluhu, který může vzniknout prostřednictvím různých transakcí a financování, například vydáváním státních dluhopisů, úvěrů od mezinárodních institucí nebo také půjček od soukromých věřitelů. Nesplacená částka je důležitým ukazatelem finanční stability a může ovlivňovat schopnost vlády financovat provozní výdaje, a tudíž veřejné politiky či projekty. (OECD, 2023)

Obr. 5 ukazuje vývoj nesplacené částky vládního dluhu v poměru k HDP v procentech v České republice, na Slovensku, v Polsku a v Maďarsku v letech 2009 až 2023. Tento obrázek ukazuje, že Česká republika má ve srovnání s Maďarskem relativně nízkou úroveň hodnot nesplacené částky. Po finanční krizi v roce 2008 se nesplacená částka vládního v České republice pohybovala pod 30 %, zatímco u Maďarska se tato částka

pohybovala okolo 52 %. Nejvyšší nárůst je možné pozorovat v roce 2013 v Maďarsku, kdy tato hodnota dosahovala téměř 74 %. Dále u všech zemí je možné vidět postupný nárůst od roku 2019, což bylo způsobeno pandemií Covid-19, jejími důsledky a také navazující válkou na Ukrajině, z těchto důvodů pramenila potřeba všech zemí získat peněžní prostředky i pro případné předzásobení se. V Polsku tento trend lehce klesl, ale o to lze více vidět nárůst v roce 2023.

Obr. 5: Vývoj nesplacené částky vládního dluhu (v % HDP)



Zdroj: vlastní zpracování dle ECB (2024), 2024

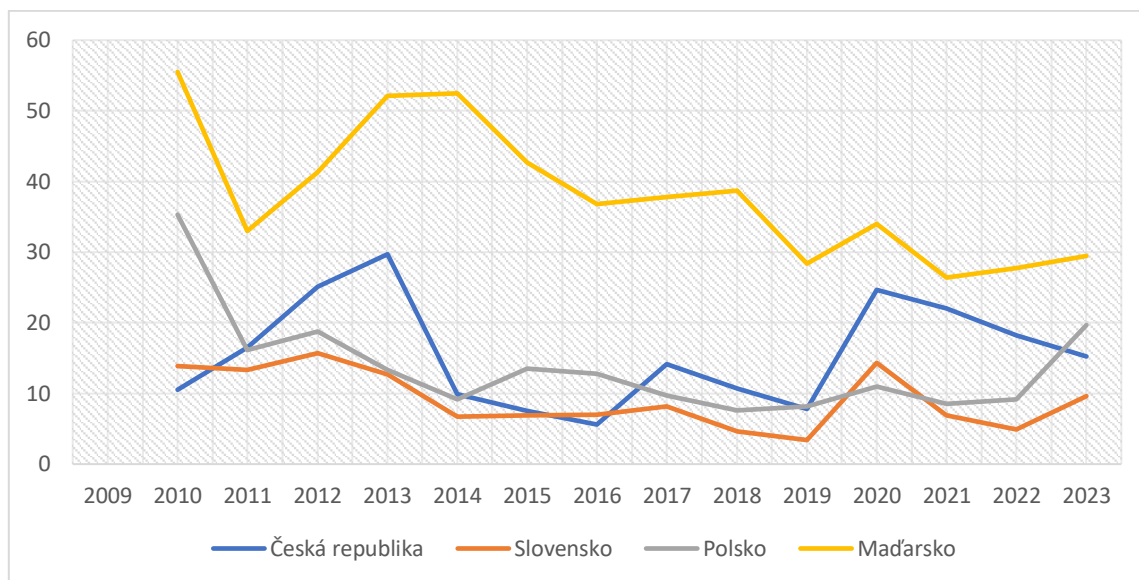
3.3.2 Emise vládních dluhopisů

Emise vládních dluhopisů jsou důležitým nástrojem pro financování vládních výdajů a pokrytí deficitu rozpočtu. Jak je zřejmé, cílem emise nových vládních dluhopisů je získat potřebné finanční prostředky. (Česká národní banka, 2014)

Obr. 6 poskytuje údaje o emisi v procentech na HDP pro Českou republiku, Slovensko, Polsko a Maďarsko v období od roku 2010 do roku 2023, a to vzhledem k datové sadě, která je k dispozici, tudíž oproti ostatním ukazatelům je zde o jeden rok omezenější soubor. Z analýzy dat vyplývá několik zajímavých zjištění. Za prvé, všechny země vykazují významné fluktuace v emisi během sledovaného období. Například v roce 2011 měla Česká republika hodnotu emisí 25,1 %, zatímco Maďarsko v té samé době kolem 41,3 %. Za druhé, Maďarsko vykazuje obecně vyšší hodnoty emise než ostatní vybrané země. Dále, emise všech zemí zaznamenaly zvýšení v roce 2020, což bylo pravděpodobně způsobeno ekonomickými dopady pandemie Covid-19 a snahou

stimulovat ekonomiku prostřednictvím monetární politiky. Celkově lze vyvodit, že ve všech sledovaných zemích je to dynamický proces, který se může výrazně měnit v závislosti na různých faktorech, včetně ekonomických podmínek a politiky vlády či centrální banky. Je důležité, aby tyto změny byly pečlivě monitorovány a řízeny s ohledem na dlouhodobou stabilitu ekonomiky a měny.

Obr. 6: Vývoj emise vládních dluhopisů (v % HDP)



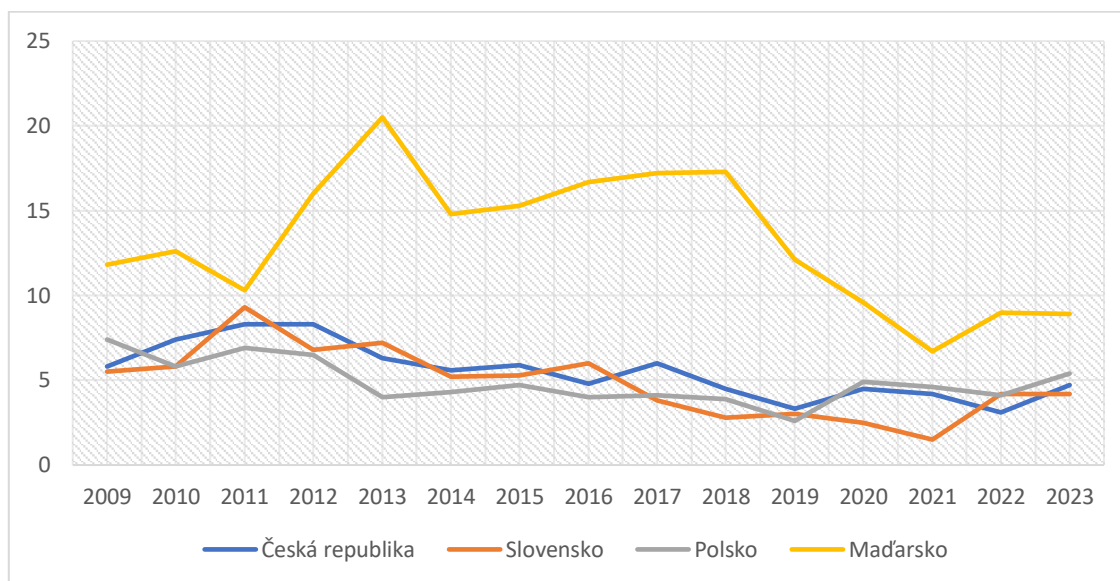
Zdroj: vlastní zpracování dle ECB (2024), 2024

V dalších částech textu dochází k analýze těchto emitovaných cenných papírů, a to dle času (část 3.3.3-3.3.4) a dle typu dluhopisu v rámci výplaty ceny zapůjčeného kapitálu (3.3.5-3.3.7)

3.3.3 Nesplacená částka státních pokladničních poukázek

Nesplacená částka státních pokladničních poukázek udává hodnotu, která zůstává neuhrazena vládou a je splatná do jednoho roku od daného data (Ministerstvo financí České republiky, 2022a). Ve shrnutí se jedná o částku, kterou vláda stále dluží držitelům těchto cenných papírů a měla by být vrácena v souladu s dohodnutými podmínkami dluhopisů. Tato hodnota je brána jako důležitý ukazatel finanční zátěže vlády a její způsobilosti splácet své dluhy v krátkodobém horizontu. Tato hodnota dále může mít vliv na hodnocení úvěrové spolehlivosti státu a jeho schopnosti získat další financování na trzích kapitálu vzhledem ke kvalitě splácení.

Obr. 7: Vývoj státních pokladničních poukázek ve vybraných zemích (v % HDP)



Zdroj: vlastní zpracování dle ECB (2024), 2024

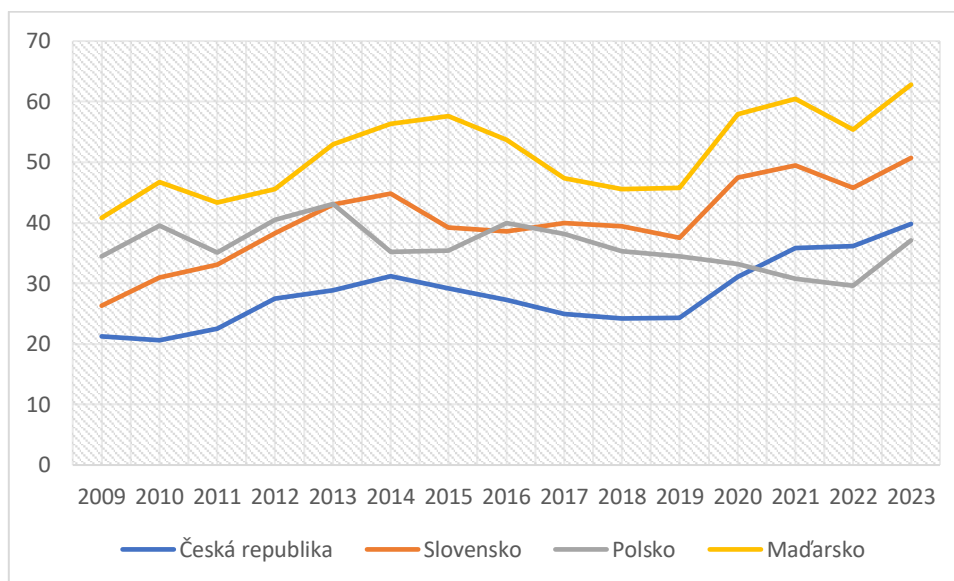
Obr. 7 poskytuje přehled hodnot nesplacených státních pokladničních poukázek v procentech HDP pro vybrané státy v definovaném období 2009 až 2023. Česká republika společně se Slovenskem a Polskem vykazují nižší průměrné hodnoty státních pokladničních poukázek. Oproti tomu Maďarsko má vyšší průměrné hodnoty, navíc během sledovaného období vykazuje výrazné výkyvy. Nejvyšší hodnota sledovaného období byla 20,5 % na HDP v roce 2013. Tento trend naznačuje, že Česká republika, Slovensko a Polsko nevyužívají tolik krátkodobé finanční nástroje, nicméně je nutno tuto problematiku diskutovat, vzhledem k využívanému mixu cenných papírů pro financování potřeb státního rozpočtu.

3.3.4 Nesplacená částka vládních dluhopisů

Nesplacená částka vládních dluhopisů vyjadřuje hodnotu neuhrazenou vládou, která je splatná v období delším než jeden rok od určitého data. Jedná se o částku peněz, kterou stát dluží věřitelům a která má být vrácena v souladu s dohodnutými podmínkami dluhopisů.

Tato hodnota je důležitým ukazatelem celkového dlouhodobého zadlužení vlády a nadále může ovlivnit schopnost vlády splácet dluhy v dlouhodobém horizontu. Podobně jako u státních pokladničních poukázek, tato hodnota může mít vliv na hodnocení úvěrové spolehlivosti státu a jeho schopnosti získat další financování na trzích kapitálu (Ministerstvo financí České republiky, 2022b).

Obr. 8: Vývoj vládních dluhopisů ve vybraných zemích (v % HDP)



Zdroj: vlastní zpracování dle ECB (2024), 2024

Na obr. 8 je možné vidět, že v průběhu let docházelo k nárůstu podílu vládních dluhopisů se splatností přes jeden rok v procentech HDP ve všech čtyřech zemích, přičemž, stejně jako v předchozím případě, Maďarsko vykazuje nejvyšší hodnoty. Například v roce 2023 Maďarsko dosáhlo v posledním sledovaném roce nejvyššího podílu vládních dluhopisů se splatností přes 1 rok, konkrétně 62,8 %. Tento trend naznačuje zvýšené zadlužení v průběhu sledovaného období, což může být důsledkem různých faktorů, včetně ekonomických turbulencí, fiskální politiky a externích faktorů. Je zřejmé, že udržitelnost veřejných financí, a tím tedy i dopad vládních dluhopisů, je v této oblasti výzvou. Ať už se jedná o zlepšení hospodářské výkonnosti, nebo nařízení fiskální politiky, aby se minimalizovala rizika spojená s nadměrným zadlužováním.

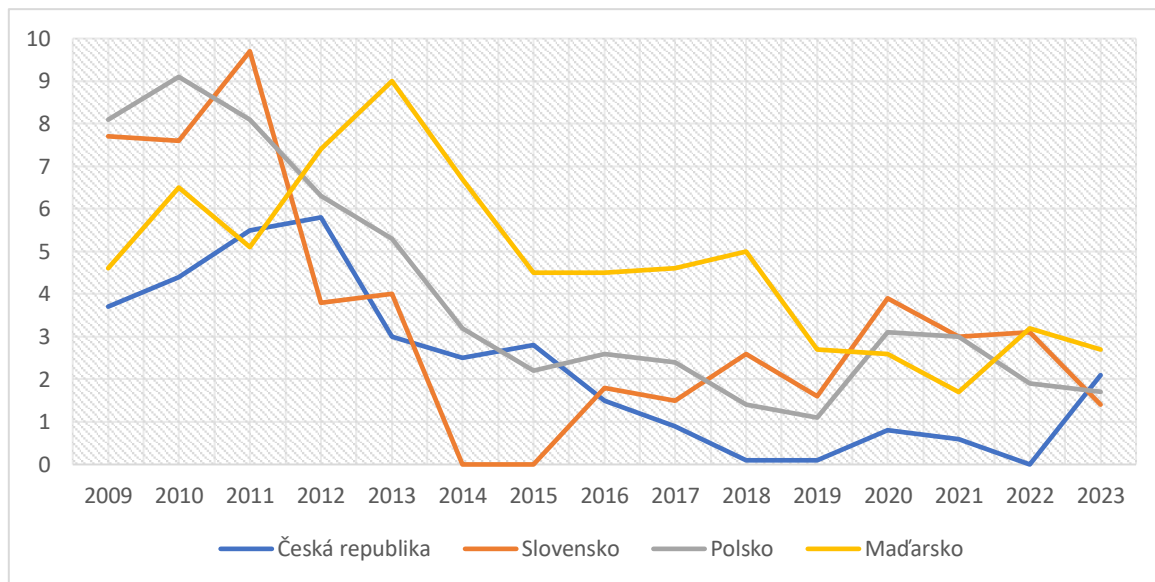
3.3.5 Vládní dluhopisy s nulovým kuponem

Jedná se o dluhopisy nepřinášející žádné pravidelné úrokové platby během doby svého trvání. Namísto toho se dluhopisy s nulovým kuponem prodávají se slevou od nominální hodnoty a mají za cíl poskytnout investorům předem stanovenou výnosnost, která se určí na základě rozdílu nákupní ceny a nominální ceny, která je vyplácena při splatnosti.

Pro investory může být atraktivní v tom, že mohou dosáhnout určité výnosnosti, aniž by museli přijímat pravidelné úrokové platby. To může být užitečné pro plánování budoucích finančních potřeb či diverzifikaci investičního portfolia. Naopak absence pravidelných plateb může snížit pružnost investiční strategie a také zde může existovat

vyšší riziko, kdy investoři spoléhají pouze na jednorázovou splátku v budoucnu. („Centrum dluhopisů“, n.d.)

Obr. 9: Vývoj vládních dluhopisů s nulovým kuponem (v % HDP)



Zdroj: vlastní zpracování dle ECB (2024), 2024

Obr. 9 ukazuje vývoj ve vztahu k HDP vládních dluhopisů s nulovým kuponem pro vybrané země od roku 2009 do roku 2023. Česká republika měla tuto hodnotu po finanční krizi na úrovni 3,7 %, přičemž hodnoty rostly až do roku 2012, kdy dosáhla úrovně 5,8 %. Poté hodnoty postupně klesaly a v roce 2022 se dostaly na nulovou úroveň. V roce 2023 se tato hodnota opět zvýšila na 2,1 %. Slovensko začalo s vysokým podílem vládních dluhopisů s nulovým kupónem, přičemž v roce 2011 dosáhlo maximální hodnoty 9,7 %. Poté, stejně jako v České republice, hodnota klesla až na nulovou úroveň, aby se postupně zvyšovala a v roce 2023 dosahovala 1,4, %. Polsko, stejně jako Slovensko, začalo s vysokou úrovní této hodnoty, která se v průběhu let mírně snižovala. Nejvyšší hodnoty 9,1 % dosáhlo v roce 2010 a v roce 2023 tato hodnota byla 1,7 %. Maďarsko mělo také relativně vyšší hodnoty vládních dluhopisů s nulovým kupónem. Nejvyšší hodnoty 9,0 % dosáhlo v roce 2013 a od té doby se také postupně snižovala až na 2,7 % v roce 2023. Celkově je možné říct, že se hodnoty vládních dluhopisů s nulovým kuponem měnily, různými trendy nárůstu a poklesu v závislosti na ekonomických podmínkách.

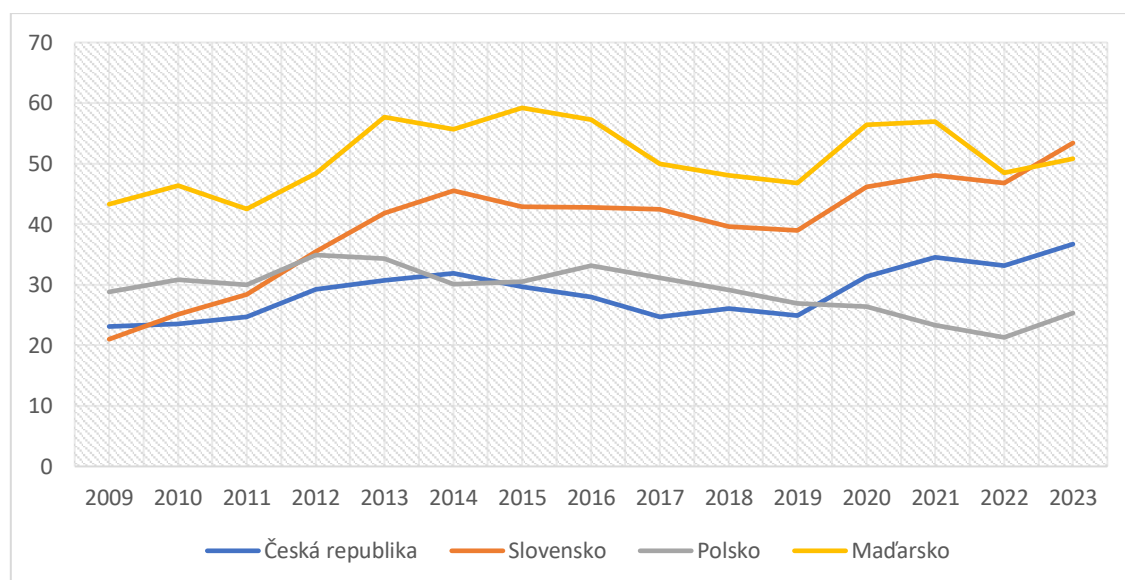
3.3.6 Vládní dluhopisy s pevnou sazbou

Dluhopisy s pevnou sazbou mají předem stanovenou fixní úrokovou sazbu po celou dobu trvání dluhopisu. Jak je zřejmé, investoři obdrží pravidelné úrokové platby ve stejné výši

během života dluhopisu, ta je stanovena v době emitování dluhopisu. Pravidelné úrokové platby jsou obvykle vypláceny za určené období, například pololetně nebo ročně.

Kvůli fixní úrokové sazbě nabízejí stabilní a lehce předvídatelné příjmy pro investory. Jsou chráněny před změnami na trhu, a tím pádem mají investoři jistotu, že výnosy zůstanou neměnné i při změnách na trhu či změnách úrokových sazeb. Také hodnota těchto dluhopisů je relativně snadná k výpočtu, protože jak již bylo zmíněno, investoři vědí, kolik obdrží při pravidelných úrokových platbách a také při splatnosti těchto dluhopisů. U tohoto typu dluhopisů je obvykle nižší riziko než u akcií či jiných investičních nástrojů, jenž mají proměnlivé výnosy. Z toho důvodu jsou tyto dluhopisy oblíbené mezi konzervativními investory, kteří hledají stabilní a předvídatelné příjmy. (Hynková, 2020)

Obr. 10: Vývoj vládních dluhopisů s pevnou sazbou (v % HDP)



Zdroj: vlastní zpracování dle ECB (2024), 2024

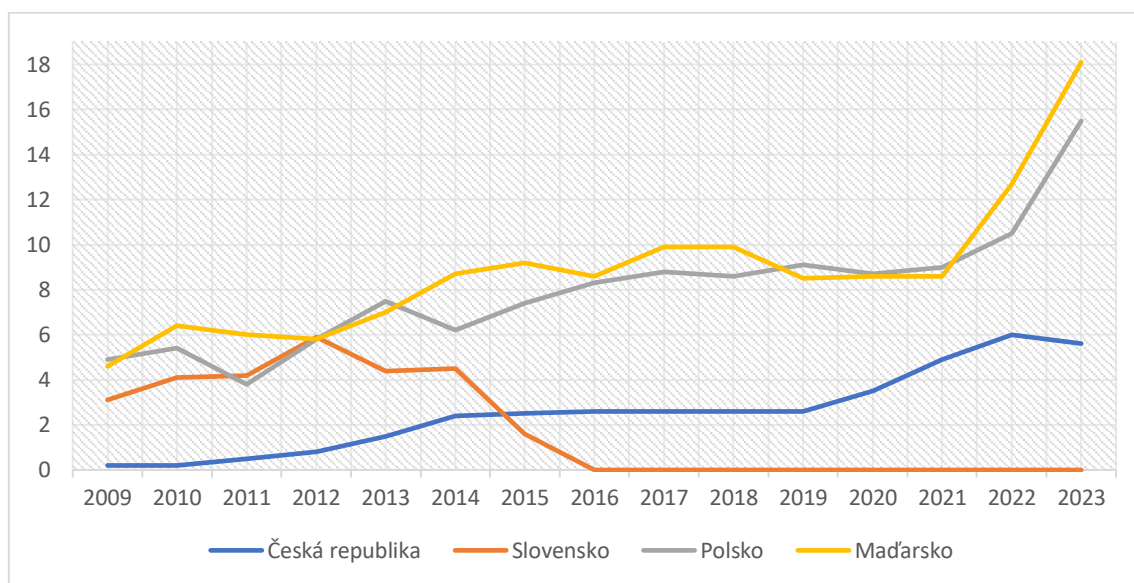
Obr. 10 ukazuje vývoj vládních dluhopisů s pevnou sazbou zemí Visegrádské čtyřky. Je možné vidět rozdílné trendy mezi těmito středoevropskými státy. V průběhu sledovaného období dochází k fluktuaci hodnot vládních dluhopisů s pevnou sazbou v každé zemi. Například Maďarsko vykazuje vyšší hodnoty než ostatní země, dosahující až 60 % v letech 2014 až 2021. Česká republika, Polsko a v určitém rozmezí Slovensko mají obvykle nižší hodnoty. Na úroveň hodnot Maďarska se dostává Slovensko v roce 2022. Tento rozdíl může naznačovat různé důvody či přístupy k měnové politice a může mít významný vliv na ekonomickou stabilitu a konkurenceschopnost.

3.3.7 Vládní dluhopisy s pohyblivou sazbou

Jedná se o dluhopisy, jejichž úroková sazba se v čase mění v závislosti na určitých faktorech, jako je například změna referenční sazby na trhu. Variabilita těchto dluhopisů umožňuje, aby se jejich úrokové sazby přizpůsobovaly aktuálním tržním podmínkám.

Tyto dluhopisy dávají vládě větší flexibilitu při řízení vládního dluhu a možnost se přizpůsobovat změnám na trhu, protože je možné měnit úrokové sazby v souladu s tržními podmínkami. U těchto dluhopisů mohou být úrokové sazby vázány na inflační míru a tím pádem mohou investorům poskytovat určitou ochranu před inflační tlakou. Investoři do těchto dluhopisů na sebe berou určité riziko, protože jejich výnosy mohou být nejisté, neboť se mohou měnit v závislosti na podmínkách na trhu těchto dluhopisů. U této verze cenných papírů je potřeba pečlivě sledovat tržní podmínky a ekonomické ukazatele ovlivňující úrokové sazby. (Hynková, 2020)

Obr. 11: Vývoj vládních dluhopisů s pohyblivou sazbou (v % HDP)



Zdroj: vlastní zpracování dle ECB (2024), 2024

Obr. 11 ukazuje vývoj vládních dluhopisů s pohyblivou sazbou. Z analýzy dat vyplývá několik klíčových poznatků. Česká republika vykazuje obecně nižší hodnoty ve srovnání se zbytkem zkoumaných zemí. Například v roce 2009 měla Česká republika hodnotu 0,2 % z celkového dluhu, zatímco Slovensko mělo 3,1 %, Polsko 4,9 % a Maďarsko 4,6 %. Tato odlišnost se mezi Českou republikou a Maďarskem a Polskem se projevuje po celé sledované období. Například v roce 2023 dosáhly hodnoty v Polsku 15,5 % a v Maďarsku dokonce 18,1 %, zatímco Česká republika měla hodnotu vládních

dluhopisů s pohyblivou úrokovou sazbou 5,6 % a u Slovenska tato hodnota byla dokonce 0 %, což je jev patrný od roku 2016.

3.3.8 Odkupy vládních dluhopisů

Odkup vládních dluhopisů je akce, při kterém vláda či centrální banka nakupuje vládní dluhopisy na trhu. Odkupy vládních dluhopisů se mohou uskutečňovat z několika důvodů.

Jedním z důvodů odkupu dluhopisů je, že vláda chce ovlivnit tržní úrokové sazby. Pokud nakupuje více dluhopisů, vede to k poklesu jejich výnosů, což může mít za následek snížení úrokových sazeb v dané ekonomice. V dobách hospodářské recese mohou být odkupy vládních dluhopisů součástí měnové nebo fiskální politiky, která je určena k podpoře ekonomiky. To vše způsobem, kdy se kvůli odkupům vládních dluhopisů sníží úrokové sazby, což podpoří nárůst investic a spotřeby.

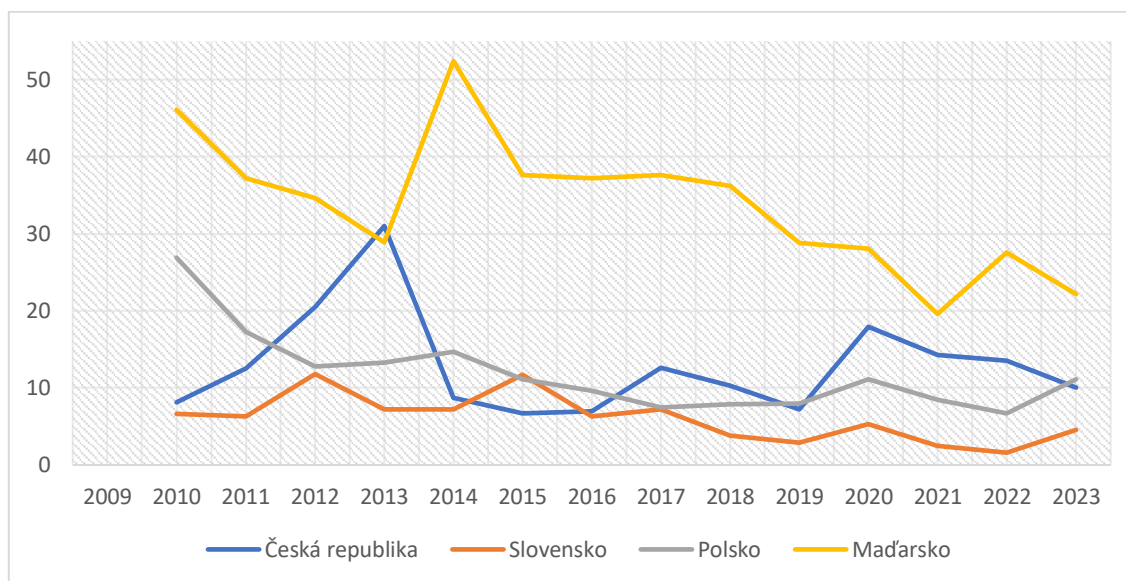
Dalším důvodem může být snaha vlády snížit či omezit riziko na finančním trhu. Vysoké výnosy mohou indikovat nestabilitu, tj. odkupem dluhopisů vláda či centrální banka může snížit jejich výnos, a tak potlačit obavy investorů.

Odkupem vládních dluhopisů lze ovlivnit směnný kurz měny. Pokud centrální banka nakupuje dluhopisy, zvyšuje tak poptávku po měně a tím posiluje její hodnotu na mezinárodním trhu.

Je však důležité uvědomit si, že odkup vládních dluhopisů je součástí širší politiky a z toho důvodu jsou jeho důsledky závislé na cílech dané vlády a obecném makroekonomickém vývoji. (Fialka, 2013)

Obr. 12 nabízí informace o odkupech vládních dluhopisů a popisuje je na podílu HDP v letech 2009 až 2023 pro Českou republiku, Slovensko, Polsko a Maďarsko. Výrazný nárůst odkupu vládních dluhopisů je patrný zejména v České republice v letech 2011 až 2013, kdy se jejich podíl zvýšil z 12,5 % na 31 %. Slovensko vykazuje relativně stabilní úroveň odkupu vládních dluhopisů po celé období, s výjimkou mírného nárůstu v letech 2011 až 2014. Polsko zaznamenalo v průběhu sledovaného období mírně kolísavé hodnoty odkupu vládních dluhopisů s nejvyšším podílem v roce 2009 (26,9 %) a postupným poklesem do roku 2023. Maďarsko vykazuje výrazně vyšší úroveň odkupů vládních dluhopisů ve srovnání s ostatními vybranými zeměmi s vrcholem v roce 2013 a následným poklesem.

Obr. 12: Vývoj odkupu vládních dluhopisů (v % HDP)



Zdroj: vlastní zpracování dle ECB (2024), 2024

3.4 Úroky cenných papírů

Důležitou součástí jednotlivých forem dluhopisů je cena půjčovaného kapitálu, tedy vzniklé náklady dluhové služby, které souvisejí s úroky. Právě ty jsou předmětem této části, kdy je zaměřena pozornost na krátkodobé a následně dlouhodobé úroky.

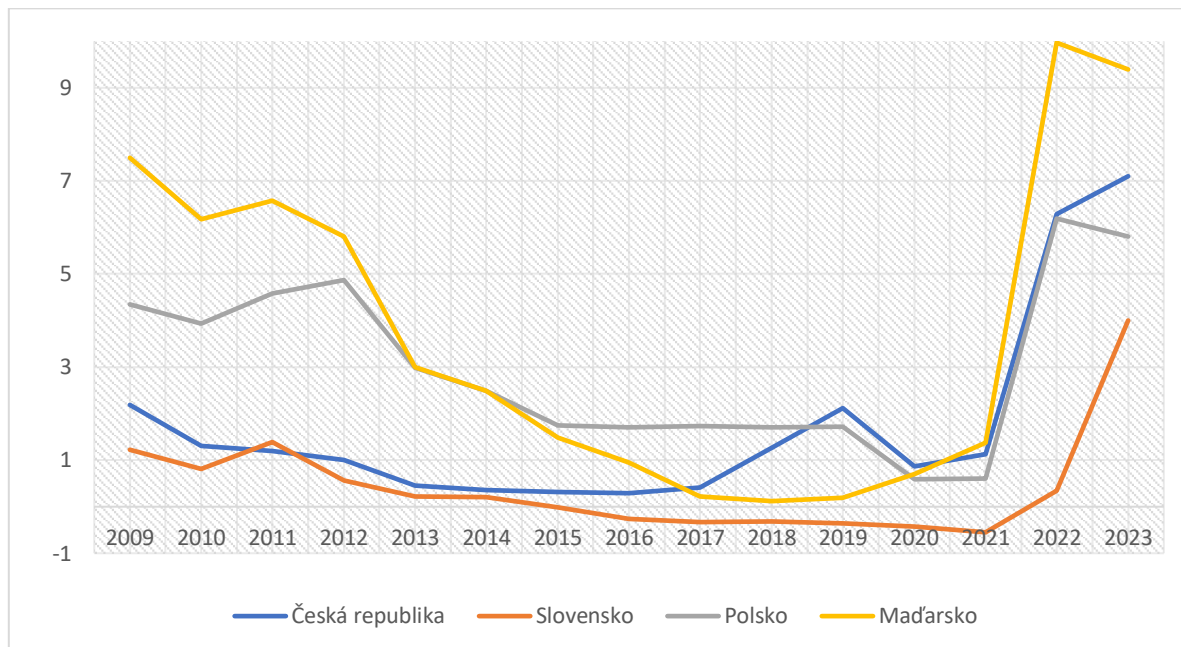
3.4.1 Krátkodobé úroky

Krátkodobé úroky představují sazby, za které jsou realizovány krátkodobé půjčky mezi finančními institucemi nebo sazby, za které se vydávají krátkodobé státní dluhopisy nebo se s nimi obchoduje na trhu. Krátkodobé úroky jsou obvykle průměrnými hodnotami denních sazeb, vyjádřenými v procentech. Jejich výpočet často vychází z tříměsíčních sazeb peněžního trhu. Typické standardizované názvy jsou sazba peněžního trhu a sazba pokladničních poukázek. (OECD, 2023)

Obr. 13 zobrazuje krátkodobé úroky pro Českou republiku, Slovensko, Polsko a Maďarsko. Nízké úroky v České republice v letech 2014 až 2016 naznačují pokles úrokových měr, zatímco v letech 2022 a 2023 dochází k výraznému nárůstu, dosahujícímu až 7,10 %. Slovensko mělo negativní úrokové sazby v letech 2015 až 2017, kdy se úroky pohybovaly kolem -0,26 % až 0,55 %. Předtím a poté úroky rostly, dosahující v roce 2023 hodnoty 4 %. Polsko mělo poměrně stabilní úroky s nárůstem na 6,19 % v roce 2022 a následným poklesem na 5,80 %. Naopak Maďarsko zažilo výrazné výkyvy,

s nevyššími úroky 9,97 % v roce 2022 a 9,40 % v roce 2023. Tyto údaje odrážejí změny v ekonomických podmínkách a politických faktorech, které ovlivňují úroky v jednotlivých zemích během sledovaného období.

Obr. 13: Vývoj krátkodobých úroků u vybraných zemí (v %)



Zdroj: vlastní zpracování dle OECD (2024), 2024

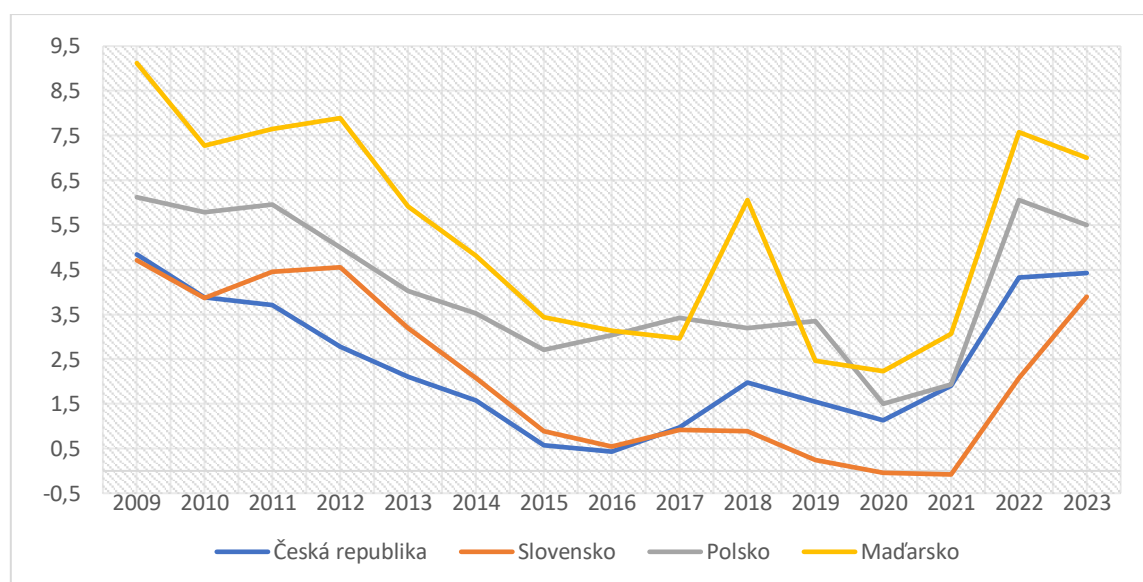
3.4.2 Dlouhodobé úroky

Dlouhodobé úroky se týkají vládních dluhopisů s desetiletou dobou splatnosti. Tyto sazby jsou v podstatě určovány cenou stanovenou poskytovatelem půjčky, rizikem od dlužníka a poklesem hodnoty kapitálu. Jedná se o průměrné hodnoty denních sazeb, jež jsou vyjádřeny jako procenta. Úroky jsou odvozeny z cen obchodovaných vládních dluhopisů na finančních trzích, ne z úrokových sazeb, za které byly půjčky poskytnuty. Vždy se jedná o dluhopisy, jejichž splatnost je zaručena vládou. Dlouhodobé úroky mají značný vliv na rozhodování o podnikatelských investicích. Nižší úroky podporují investice do nového vybavení, zatímco vyšší je mohou zpomalit s ohledem na srovnávání rizika mezi investičními příležitostmi. S tím je nutno neopomíjet fakt, že investice jsou zároveň důležitým faktorem hospodářského růstu. (OECD, 2023; Janus, 2021)

Obr. 14 zobrazuje dlouhodobé úroky v zemích Visegrádské čtyřky. V České republice začaly úroky na úrovni 4,84 % a postupně klesaly na 0,57 % v roce 2015. Poté se opět hodnota v následujících letech zvýšila, prudký nárůst byl zaznamenán z roku 2021 na 2022, kdy končila pandemie Covid-19, a v roce 2023 hodnota dosahovalo téměř 4,5 %.

Na Slovensku byly dlouhodobé úroky také vysoké v roce 2009 (4,71 %) a postupně jejich hodnota klesala až na záporné hodnoty v letech 2020 a 2021 (-0,04 % a -0,08 %). Následně se v roce 2023 jejich hodnota zvýšila na 3,90 %. V Polsku byla hodnota dlouhodobých úroků v roce 2009 na úrovni 6,12 % a postupně klesala až na 1,50 % v roce 2020. Poté, opět z důvodu pandemie Covid-19, znovu rostla a dosáhla 5,50 % v roce 2023. Maďarsko začalo s nejvyššími úroky v roce 2009 (9,12 %), které postupně klesaly až na 2,23 %. Stejně jako u předchozích zemí tak od roku 2020 tato hodnota prudce stoupla a v roce 2023 dosahovala 7 %. Tento obrázek tak ilustruje vývoj dlouhodobých úroků během sledovaného období a jejich míru variability v závislosti na ekonomických podmínkách a politických faktorech. Například je možné vidět prudký nárůst ve všech sledovaných zemích od roku 2020 z důvodu již zmiňované pandemie Covid-19.

Obr. 14: Vývoj dlouhodobých úroků u vybraných zemí (v %)



Zdroj: vlastní zpracování dle OECD (2024), 2024

3.5 Komparace dluhopisů a úroků

Na základě kapitol 3.3 a 3.4 je možné provedení komparace mezi jednotlivými zeměmi ve využívání dluhopisů s ohledem na:

- čas a
- formu.

Časem je rozuměno rozdělení na státní pokladniční poukázky, které jsou splatné do jednoho roku, a dluhopisy s dobou splatnosti nad tuto dobu. Následně formou je

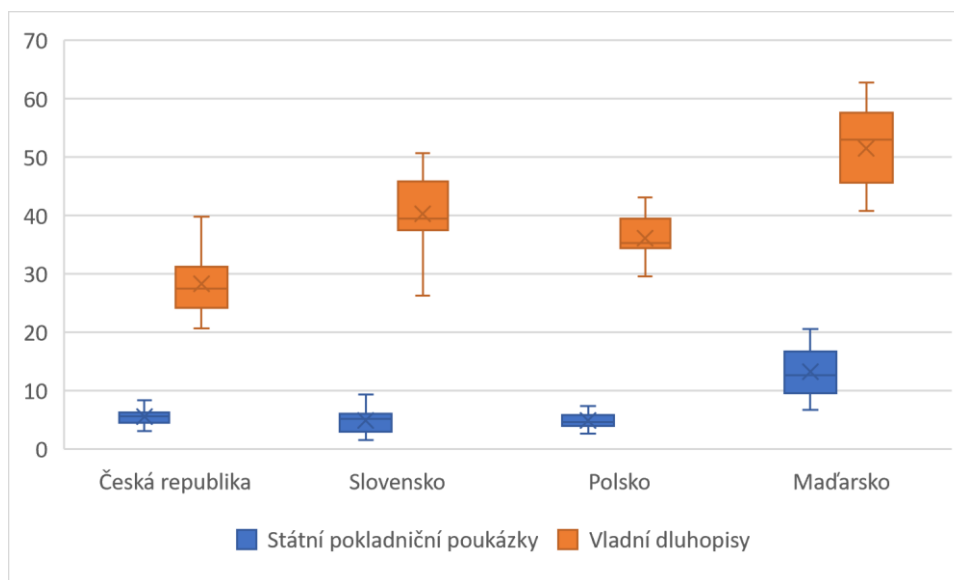
rozuměno, o jaký typ vládního dluhopisu se jedná, tedy zda je využit nulový kupon, pevná či pohyblivá sazba.

Poslední část této kapitoly se zaměří na rozdíly mezi dlouhodobými a krátkodobými úroky, pro což bude využíván pojem úrokový diferenciál, jakožto rozdíl těchto dvou hodnot.

3.5.1 Časové členění

Obr. 15 ukazuje, že ve všech zemích převládají vládní dluhopisy před státními pokladničními poukázkami. V České republice se vládní dluhopisy převážně pohybují v rozmezí 24,2 % a 31,2 %. Státní pokladniční poukázky, jež tvoří menší část, se pohybují hlavně mezi hodnotami 4,5 % a 6,3 % a jejich střední hodnota je přibližně 5,51 %. Slovensko má vyšší hodnoty nesplacené částky, tím pádem se vládní dluhopisy pohybují kolem vyšší střední hodnoty, než kterou má Česká republika. Vládní dluhopisy se pohybují v rozmezí 37,5 % až 45,8 %. Státní pokladniční poukázky, které oproti vládním dluhopisům tvoří menšinu, jsou v rozmezí 3 % až 6 %.

Obr. 15: Porovnání státních pokladničních poukázek a vládních dluhopisů (v % HDP)



Zdroj: vlastní zpracování, 2024

Polsko je na tom s nesplacenou částkou o něco lépe než Slovensko. Jejich hodnoty vládních dluhopisů se nacházejí převážně v rozmezí 34,4 % a 39,5 %. Se státními pokladničními poukázkami jsou na tom podobně jak Česká republika. Hodnoty se nacházejí v rozmezí 4 % a 5,8 %. Maďarsko, které má nejvyšší podíl nesplacené částky na HDP, má převážnou část svých hodnot mezi 45,6 % a 57,6 %. Státní pokladniční

poukázky Maďarska jsou oproti všem zemím vyšší. Jejich střední hodnota je přibližně 13,25 % a rozmezí, ve kterém se nachází převážná většina, je 9,6 % až 16,7 %.

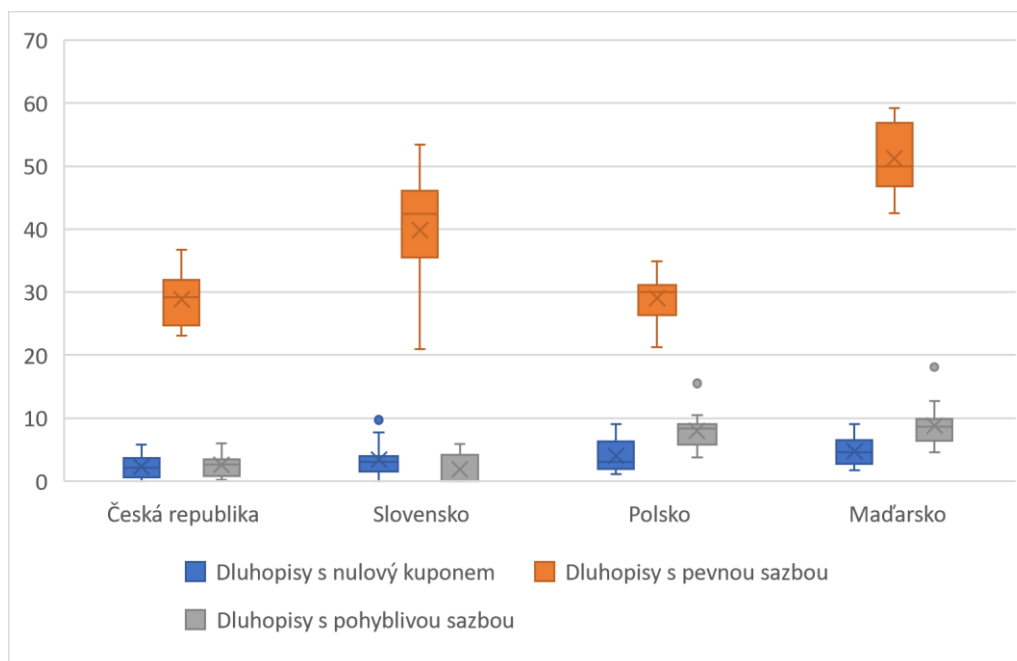
3.5.2 Členění dle formy

Obr. 16 ukazuje porovnání dluhopisů s nulovým kuponem, dluhopisů s pevnou sazbou a dluhopisů s pohyblivou sazbou. Ve všech zemích převyšují dluhopisy s pevnou sazbou, jenž jsou oblíbené mezi investory hledající stabilní a předvídatelný příjem.

Česká republika nejvíce emituje dluhopisy s pevnou sazbou a potom v podobném poměru dluhopisy s nulovým kuponem a dluhopisy s pohyblivou sazbou. Dluhopisy s pevnou sazbou se pohybují mezi 24,7 % a 31,9 %. Jak je možné vidět na obr. 18, tak i jejich rozmezí jsou podobná, u dluhopisů s nulovým kuponem jsou hodnoty mezi 0,6 % a 3,7 % a u dluhopisů s pohyblivou sazbou mezi 0,8 % a 3,5 %.

Slovensko má vyšší střední hodnoty i vyšší rozmezí u dluhopisů s pevnou sazbou, a to i protože má v průměru vyšší nesplacenou částku dluhu než Česká republika. Hodnoty dluhopisů s pevnou sazbou se pohybují mezi 35,5 % až 46,1 %. Dluhopisy s nulovým kuponem se pohybují mezi 1,5 % až 4 %, ale vyskytuje se tam i jedna odlehlá hodnota, která byl v roce 2011 a dosahovala 9,7 %. Dluhopisy s pohyblivou sazbou se pohybují od nulové úrovně až do 4 %.

Obr. 16: Formy dluhopisů (v % HDP)



Zdroj: vlastní zpracování, 2024

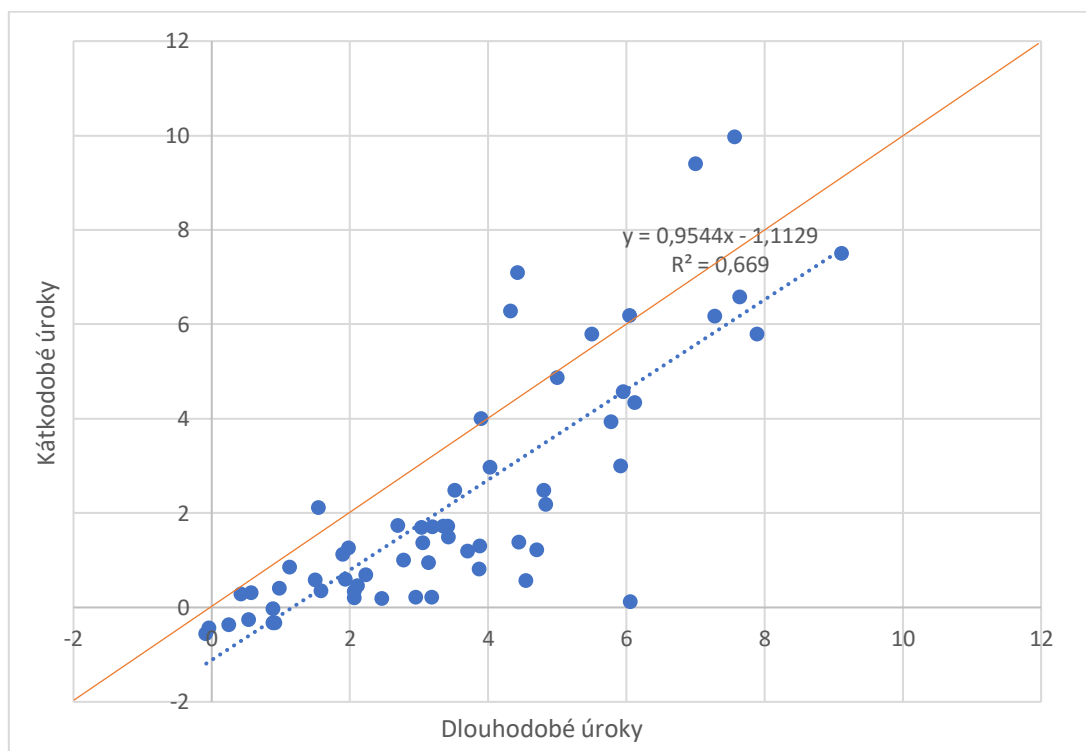
Polsko je na tom s dluhopisy s pevnou sazbou podobně jako Česká republika, akorát má menší rozmezí hodnot kolem střední hodnoty. Dále je možné zaznamenat, že dluhopisy s pohyblivou sazbou nabývají lehce vyšších hodnot než dluhopisy s nulovým kupónem. Dluhopisy s pohyblivou sazbou se nacházejí mezi 5,8 % až 9 %, zatímco dluhopisy s nulovým kupónem mezi 1,9 % a 6,3 %.

Maďarsko kvůli nejvyšší nesplacené částce dosahuje i nejvyšších hodnot dluhopisů s pevnou sazbou. Dluhopisy s nulovým kupónem má přibližně ve stejné výši jako Polsko, ale má o něco málo vyšší hodnoty dluhopisů s pohyblivou sazbou. U Maďarska jsou vyšší hodnoty u všech třech dluhopisů zapříčiněné vyšší hodnotou nesplacené částky.

3.5.3 Úrokový diferenciál

Úrokový diferenciál v tomto kontextu představuje rozdíl mezi dlouhodobými a krátkodobými úroky, který může být pozitivní či negativní.

Obr. 17: Komparace dlouhodobých a krátkodobých úroků

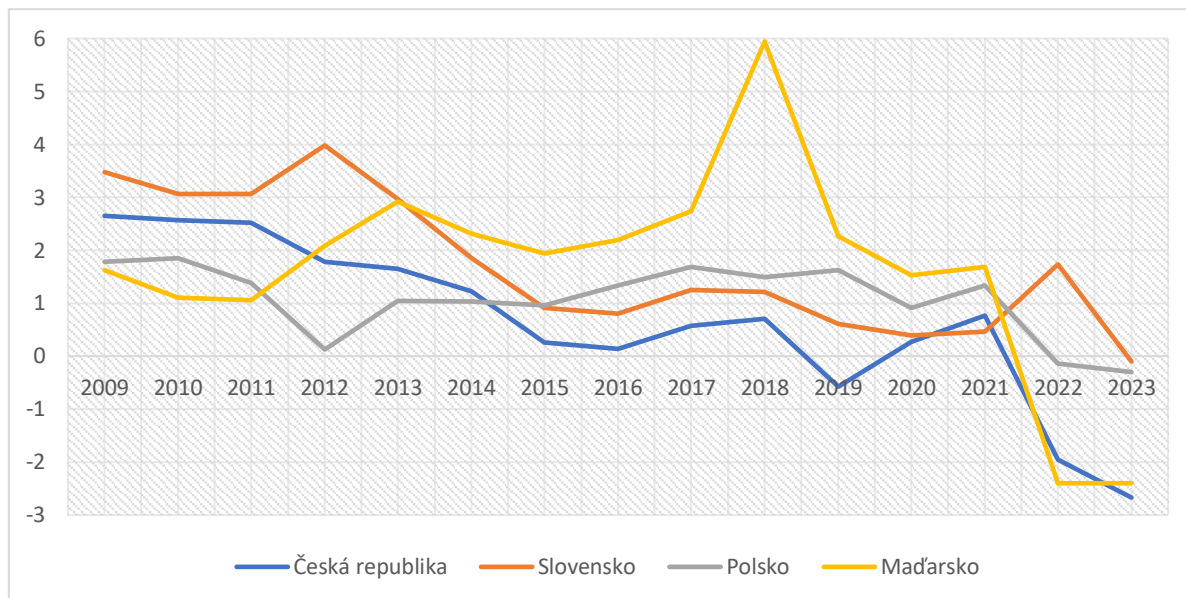


Zdroj: vlastní zpracování, 2024

Obr. 17 ukazuje vztah mezi dlouhodobými úroky na ose x a krátkodobými úroky na ose y. Každý bod zobrazuje jednu kombinaci krátkodobých a dlouhodobých úroků. Trend ukazuje, že ve větší míře jsou dlouhodobé úroky větší než krátkodobé úroky.

Na obr. 17 jsou viditelné výchylky, které nachází nad směřnicovou přímkou. Vývoj úrokového diferenciálu v jednotlivých letech zachycuje obr.18.

Obr. 18: Vývoj úrokového diferenciálu



Zdroj: vlastní zpracování, 2024

Obr. 18 zobrazuje úrokový diferenciál pro Českou republiku, Slovensko, Polsko a Maďarsko. V České republice byl úrokový diferenciál většinou kladný, což naznačuje, že dlouhodobé úroky byly vyšší než krátkodobé. V letech 2019, 2022 a 2023 došlo k negativnímu úrokovému diferenciálu, kdy krátkodobé úroky převýšily dlouhodobé. To může být důsledek měnové politiky nebo očekávání budoucích úroků. Na Slovensku podobně jako v České republice je diferenciál většinou kladný, ale v některých letech, jako byl rok 2023, došlo k negativnímu úrokovému diferenciálu. V Polsku se úrokový diferenciál pohyboval mezi kladnými hodnotami, avšak v letech 2022 a 2023 byly hodnoty lehce záporné (-0,14 a -0,3). Maďarsko mělo úrokový diferenciál převážně kladný, ale v letech 2022 a 2023 dostalo do negativních hodnot -2,4.

3.6 Lineární regrese

Následující kapitola je věnována modelům lineární regrese (tzv. OLS model) jednotlivých vládních dluhopisech jakožto vysvětlované proměnné. Vysvětlující proměnnou představují v těchto modelech dlouhodobé a krátkodobé úroky. Nejdříve přitom vždy dochází ke stanovení předpokladů vlivu těchto úroků na daný typ dluhopisu. V rámci modelů bude uvažováno o hladině významnosti 5 %.

Předpokladem pro OLS model **státních pokladničních poukázek** je, že se zvýšením krátkodobých úroků se bude snižovat zájem o státní pokladniční poukázky a zároveň vzroste poptávka po vládních dluhopisech. Předpoklad vychází z možnosti volby mezi těmito typy dluhopisů a volby lepší varianty s ohledem na náklady, ale i nutnost splacení v daném čase, což může být doprovázeno hledáním dalších alternativ.

Tab. 2: OLS model pro státní pokladniční poukázky

Proměnná	Koeficient	Směrodatná odchylka	t. stat	p-hodnota
Konstanta	2,48716***	0,884257	2,813	0,0067
Dlouhodobé úroky	2,06626***	0,345306	5,984	1,53E-07
Krátkodobé úroky	-1,16272***	0,29592	-3,929	0,0002
Koeficient determinace	0,40389			
P-hodnota (F)	3,95E-07			

Zdroj: vlastní zpracování, 2024

Tab. 2 prezentuje výsledky OLS modelu státních pokladničních poukázek. Z koeficientu determinace vyplývá, že 40 % variability lze vysvětlit modelem konstanty, dlouhodobých a krátkodobých úroků. P-hodnoty poukazují na to, že se jedná o statistky významné proměnné a formulovaný předpoklad je potvrzen, protože p-hodnota (F) vychází méně než 5 %. Tím pádem, pokud dojde ke zvýšení dlouhodobého úroku o 1 %, pak se zvýší o 2 % zájem o státní pokladniční poukázky. Naopak jestli dojde ke zvýšení krátkodobého úroku o 1 %, pak dojde ke snížení zájmu vydávat státní pokladniční poukázky, a to koncertně o -1,16 %.

Předpokladem pro OLS model **vládních dluhopisů** je, že se zvýšením dlouhodobých úroků se bude snižovat zájem o vládní dluhopisy a zároveň vzroste poptávka po státních pokladničních poukázek. Jedná se tak o úpravu předešlého předpokladu a jeho aplikaci na tento typ dlouhodobého cenného papíru.

Tab.3 poskytuje výsledky OLS modelu vládních dluhopisů. Statistická významnost OLS modelu vládních dluhopisů je malá, což je zapříčiněno nízkým koeficientem determinace. Zároveň proměnné dlouhodobých a krátkodobých úroků nejsou statisticky významné, což je dáno velkou směrodatnou odchylkou u krátkodobých i dlouhodobých úroků. Po přičtení či odečtení směrodatné odchylky od koeficientu jsou krajní body v kladných i záporných hodnotách. Z tohoto důvodu nelze dělat jednoznačné závěry.

Tab. 3: OLS model pro vládní dluhopisy

Proměnná	Koeficient	Směrodatná odchylka	t. stat	p-hodnota
Konstanta	35,9387***	2,63554	13,64	1,36E-19
Dlouhodobé úroky	0,486466	1,02919	0,4727	0,6383
Krátkodobé úroky	0,632661	0,881994	0,773	0,4761
Koeficient determinace	0,064112			
P-hodnota (F)	0,151314			

Zdroj: vlastní zpracování, 2024

Pro OLS model dluhopisů s **nulovým kuponem** je předpoklad, že s rostoucími dlouhodobými úroky poroste zájem emitovat dluhopisy s nulovým kuponem. Předpoklad vychází z jistoty, kterou dává nulový kupon ve splácení (tedy v dané výnosnosti).

Tab. 4: OLS model pro dluhopisy s nulovým kuponem

Proměnná	Koeficient	Směrodatná odchylka	t. stat	p-hodnota
Konstanta	0,582796	0,476305	1,224	0,2261
Dlouhodobé úroky	1,3414***	0,185999	7,212	1,41E-09
Krátkodobé úroky	-0,754935***	0,159397	-4,736	1,49E-05
Koeficient determinace	0,495992			
P-hodnota (F)	3,31E-09			

Zdroj: vlastní zpracování, 2024

Tab. 4 obsahuje výsledky OLS modelu dluhopisů s nulovým kuponem. Míra koeficientu determinace je 49,6 %, což znamená, že téměř polovinu variability dluhopisů s nulovým kuponem je možné vysvětlit modelem konstanty, krátkodobých a dlouhodobých úroků. P-hodnota je velmi nízká a je pod 5 %, což indikuje, že je model statisticky významný na této hladině spolehlivosti a má vliv na variabilitu závislé proměnné.

Zároveň je patrné, že s růstem dlouhodobých úroků dochází k růstu vydávání těchto dluhopisů, naopak v případě růstu krátkodobých úroků je patrný pokles, tedy je zde negativní vztah.

Předpoklad pro OLS model **dluhopisů s pevnou sazbou** je stejný jako u OLS modelu dluhopisů s nulovým kuponem. Pokud porostou dlouhodobé úroky bude zájem emitovat dluhopisy s pevnou sazbou.

Tab. 5: OLS model pro dluhopisy s pevnou sazbou

Proměnná	Koeficient	Směrodatná odchylka	t. stat	p-hodnota
Konstanta	34,9797***	2,90624	12,04	2,75E-17
Dlouhodobé úroky	0,819945	1,1349	0,7225	0,473
Krátkodobé úroky	-0,274642	0,972584	0,2824	0,7787
Koeficient determinace	0,014004			
P-hodnota (F)	0,669024			

Zdroj: vlastní zpracování, 2024

Tab. 5 prezentuje výsledky OLS modelu dluhopisů s pevnou sazbou. Celkově model má nízký koeficient determinace a to pouze 1,4 %, to znamená, že je zde velmi nízké procento variability vysvětleno modelem, což naznačuje nevýznamnost modelu jako takového. P-hodnota je vysoká (0,669), z čehož plyne, že model jako celek není statisticky významný při vysvětlování variability celkové proměnné.

U dlouhodobých a krátkodobých úroků je možné vidět vysokou směrodatnou odchylku, a tudíž tyto parametry, ač mají jejich koeficienty předpokládaná znaménka, jsou statisticky nevýznamné.

Předpoklad pro tento OLS **model dluhopisů s pohyblivou sazbou** je, že se zvýšením krátkodobých úroků nebude zájem emitovat dluhopisy s pohyblivou sazbou, neboť tato forma dluhopisů snižuje možnost predikce nákladů dluhové služby.

Tab. 6: OLS model pro dluhopisy s pohyblivou sazbou

Proměnná	Koeficient	Směrodatná odchylka	t. stat	p-hodnota
Konstanta	2,73314***	0,920944	2,968	0,0044
Dlouhodobé úroky	0,434699	0,359632	1,209	0,2318
Krátkodobé úroky	0,471907	0,308197	1,531	0,1313
Koeficient determinace	0,265863			
P-hodnota (F)	0,00015			

Zdroj: vlastní zpracování, 2024

Tab. 6 poskytuje informace o OLS modelu dluhopisů s pohyblivou sazbou. Koeficient determinace udává, že 26,6 % variability je vysvětleno tímto modelem. To naznačuje, že další faktory mimo úroky mohou hrát důležitou roli při emitování těchto dluhopisů. Výsledné p-hodnoty proměnných (vyjma konstanty) nejsou pod 5 % a z toho statistická

nevýznamnost těchto proměnných. V případě vyhodnocení koeficientů proměnných je možné spatřovat, že oba mají pozitivní vztah s dluhopisy s pohyblivou sazbou, což by říkalo, že při růstu jednoho z typů úroků bude docházet k nárůstu vydávaných dluhopisů s pohyblivou sazbou.

3.7 Shrnutí

Analytická část práce byla zaměřena na analýzu vládního dluhu a vládních dluhopisů. Neuhrazená částka vládního dluhu ukazuje, že nárůst vládního dluhu po roce 2019 je patrný ve všech zemích, což je způsobeno pandemií Covid-19 a válkou na Ukrajině. Z analýzy dat emise vládních dluhopisů vyplývá několik poznatků. Všechny země vykazují významné fluktuace v emisi během sledovaného období. Emise všech zemích zaznamenaly zvýšení v roce 2020, což je pravděpodobně důsledek ekonomických dopadů pandemie Covid-19 a snahy o stimulaci ekonomik.

Z komparace dluhopisů a úroků vyplývá, že z časového členění vládních dluhopisů mají všechny země více emitovaných vládních dluhopisů. Analýza státních pokladničních poukázek ukázala trend, že země nevyužívají tolik krátkodobé finanční nástroje. Trend u nesplacené částky vládních dluhopisů naznačuje zvýšené zadlužení v průběhu sledovaného období, které může mít být důsledkem různých faktorů, jako jsou ekonomické turbulence, fiskální politika externí faktory. Z analýzy dluhopisů s nulovým kuponem lze konstatovat, že hodnoty těchto dluhopisů se měnily v závislosti na ekonomických podmínkách, projevující se různé trendy nárůstu a poklesu. Analýza dluhopisů s pevnou sazbou ukazuje fluktuaci hodnot dluhopisů s pevnou sazbou u zemích Visegrádské čtyřky, přičemž Maďarsko vykazuje vyšší hodnoty než ostatní země, což může odrážet různé přístupy k fiskální politice.

Dluhopisy s pohyblivou sazbou v České republice vykazují obecně nižší hodnoty ve srovnání se zbytkem zkoumaných zemí, což je patrné v průběhu sledovaného období. Část zaměřující se na porovnání dluhopisů podle formy ukazuje, že ve všech zemích převažují dluhopisy s pevnou sazbou, ty jsou zároveň více investory preferovány pro stabilní příjem. Porovnání krátkodobých a dlouhodobých úroků ukazuje, že dlouhodobé úroky jsou vyšší, ale vyskytují se tam i záporné hodnoty, které jsou zaznamenány na konci sledovaného období.

Poslední část analytické části byla věnována modelům lineární regrese. Nejprve byly formulovány předpoklad vlivu úroků na daný typ dluhopisu. OLS model státních pokladničních poukázek potvrdil předpoklad, že dlouhodobé úroky mají pozitivní vliv na státní pokladniční poukázky, zatímco krátkodobé úroky mají negativní vliv. U vládních dluhopisů OLS model neprokázal statistickou významnost vlivů. Model lineární regrese dluhopisů s nulovým kuponem potvrdil předpoklad pro jejich emisi. Model dluhopisů s pevnou sazbou předpokládal, že s růstem dlouhodobých poroste zájem o emisi tohoto typu dluhopisů, ale model neprokázal statistickou významnost tohoto vlivu. Pro dluhopisy s pohyblivou sazbou bylo předpokládáno, že s růstem krátkodobých úroků klesá zájem o jejich emisi, ale OLS model pro tento typ dluhopisů neprokázal statistickou významnost tohoto vlivu.

Závěr

Bakalářská práce se zabývala problematikou veřejných financí a vládních dluhopisů, jenž jsou nedílnou součástí ekonomického systému a veřejné politiky. Správné využívání finančních prostředků ve veřejném sektoru a efektivní využívání nástrojů jako jsou vládní dluhopisy je klíčové pro udržení stability a fungování ekonomiky.

Cíl bakalářské práce byl zhodnotit ekonomické dopady veřejných financí a vládních dluhopisů ve vybraných zemích. Tento cíl je možné považovat za splněný. K jeho naplnění posloužily dvě části této práce.

První část práce představovala souhrn základní terminologie. Představeny byly veřejné finance, veřejný sektor a rozhodování, rozpočtová soustava, příjmy a výdeje veřejných financí. Dále docházelo k představení vládního dluhu, financování vládního dluhu a vládních dluhopisů.

Analytická část byla zaměřena na podrobnou analýzu vládních dluhopisů v letech 2009 až 2023 v České republice, Slovensku, Polsku a Maďarsku. Zvolené období reflektuje změny po velké finanční krizi a nástup pandemie Covid-19. Po stručném představení analyzovaných zemí následovala analýza makroekonomických ukazatelů. Dále se bakalářská práce věnovala analýze vládního dluhu a dluhopisů, srovnání úroků cenných papírů a komparaci dluhopisů a úroků. Následně byly v bakalářské práci použity modely lineární regrese k ověření vlivu úrokových sazeb na emisi vládních dluhopisů končí shrnutím hlavních zjištění.

Hlavními zjištěními jsou, že všechny zkoumané země zaznamenaly růst vládního dluhu od roku 2019, kdy tento trend je přičítán ekonomickým dopadům pandemie Covid-19 a válce na Ukrajině. Dále byly zaznamenány fluktuace v emisi vládních dluhopisů, kdy v roce 2020 došlo k nárůstu emise. To pravděpodobně z důvodu reakce na ekonomické dopady a snahu stimulovat ekonomiku. Z analýzy dat o dluhopisech vyplývá, že země Visegrádské čtyřky mají vyšší emise dluhopisů s pevnou sazbou. Modely lineární regrese poskytly zjištění, například potvrzení předpokladu vlivu úrokových sazeb na emisi státních pokladničních poukázek. Nicméně u některých dluhopisů nebyla prokázána statistická významnost vlivu úrokových sazeb na emisi.

Celkově lze konstatovat, že analýza ukazuje na kompletní vztahy mezi vládním dluhem, emisí dluhopisů, úrokovými sazbami a ekonomickými podmínkami.

Seznam použitých zdrojů

- Bakeš, M. (2009). *Finanční právo* (5. vyd.). C.H. Beck.
- Musil, P., & Barta, D. (2023). *Průvodce světem deficit veřejných rozpočtů*. Národní rozpočtová rada. <https://www.rozpocetovarada.cz/publikace/pruvodce-svetem-deficitu-verejnych-rozpocetu/>
- Centrum dluhopisů (n.d.). *Diskontovaný dluhopis*. Dostupné 5. 2. 2024 z <https://dluhopisy.cz/clanek-diskontovany-dluhopis>
- Czech Trade (2023). *Maďarsko*. Dostupné 13.7. 2023 z <https://www.businessinfo.cz/navody/madarsko-souhrnna-teritorialni-informace/>
- Czech Trade (2024). *Polsko*. Dostupné 23.2. 2024 z <https://www.businessinfo.cz/navody/polsko-souhrnna-teritorialni-informace/2/>
- Czech Trade (2023). *Slovensko*. Dostupné 2.11. 2023 z <https://www.businessinfo.cz/navody/slovensko-souhrnna-teritorialni-informace/>
- Česká národní banka (2014). *Správa o finanční stabilitě 2013/2014*. Dostupné 10.3.2023 z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/financni-stabilita/.galleries/zpravy_fs/fs_2013-2014/fs_2013-2014_clanek_iii.pdf
- Dvořák, P. (2008). *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. C.H. Beck.
- Europe Central Bank (2024). Debt securities, stocks and transactions. Dostupné 28. 2. 2024 z <https://data.ecb.europa.eu/publications/macroeconomic-and-sectoral-statistics/3030639>
- Eurostat (2024a). Real GDP per capita. Dostupné 5. 3. 2024 z https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/sdg_08_10/default/table?lang=en
- Eurostat (2024b). HICP-inflation rate. Dostupné 5. 3. 2024 z <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tec00118/default/table?lang=en>
- Eurostat (2024c). Unemployment by sex and age – annual data. Dostupné 5. 3. 2024 z https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/UNE_RT_A_custom_2559746/bookmark/table?lang=en&bookmarkId=cc1fc657-6152-4907-8d90-6ba94deb32d9
- Eurostat (2024d). Balance of payments by country-annual data. Dostupné 5. 3. 2024 z https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/bop_c6_a/default/table?lang=en
- Fialka, P. (2013) *Právní aspekty odkupu dluhopisů bankou*. [Diplomová práce, Masarykova univerzita v Brně]. Dostupné z: <https://theses.cz/id/7niin5/>
- Gregor, M. (2005). *Nová politická ekonomie*. Karolinum.
- Hamerníková, B., & Kubátová, K. (1999). *Veřejné finance*. Eurolex Bohemia.
- Hamerníková, B., Maaytová, A., Dvořák, P., Izák, V., Klazar, S., Krebs, V., Kubátová, K., Nahodil, F., Ochraňa, F., Pavel, J., Průša, L., Sedmíhradská, L., Šimíková, I., Vančurová, A., Wawrosz, P. (2010). *Veřejné finance* (2. vyd.). Wolters Kluwer.
- Hejduková, P. (2015). *Veřejné finance: teorie a praxe*. C.H. Beck.
- Hejduková, P., & Pokorný, J. (2022). *Veřejná ekonomika z pohledu teorie a praxe: studijní opora*. Západočeská univerzita v Plzni

- Hynková, B. (2020). *Výnosová křivka dluhopisů*. [Bakalářská práce, Univerzita Pardubice]. Digitální knihovna Univerzity Pardubice. <https://hdl.handle.net/10195/75717>
- Hrdý, M., & Krechovská, M. (2016). *Podnikové finance v teorii a praxi* (2. vyd.). Wolters Kluwer.
- International Monetary Fund (2024). *IMF Leanding*. Dostupné 5.2.2024 z <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/IMF-Lending>
- Janus, J. (2021). The COVID-19 shock and long-term interest rates in emerging market economies. *Finance Research Letters*, 43, 101976. Dostupné z: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S154461232100057X?via%3Dihub>
- Krč, M. (1998). Financování výdajů na obranu. In M. Krč & L. Odehnal (Eds.), *Ekonomika obrany státu* (s. 234-243). Vojenská akademie v Brně.
- Maaytová, A., Ochrana, F., & Pavel, J. (2015). *Veřejné finance v teorii a praxi*. Grada Publishing.
- Ministerstvo financí České republiky (2006). *Vládní dluh, vládní deficit, státní dluh, deficit státního rozpočtu*. Dostupné 28.1.2024 z: <https://www.mfcr.cz/cs/ministerstvo/media/tiskove-zpravy/2006/2006-10-13-tiskova-zprava-5819-5819>
- Ministerstvo financí České republiky (2022a). *Finanční nástroje*. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/rozpocetova-politika/rizeni-statniho-dluhu/zakladni-informace/financni-nastroje>
- Ministerstvo financí České republiky (2022b). *Řízení státního dluhu*. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/assets/cs/verejny-sektor/rizeni-statniho-dluhu>
- Ministerstvo financí České republiky (2023). *Státní rozpočet v kostce - 2023*. Dostupné 15.11.2023 z: <https://www.mfcr.cz/cs/rozpocetova-politika/statni-rozpocet/rozpocet-v-kostce/statni-rozpocet-v-kostce-2023-50699>
- Ministerstvo průmyslu a obchodu (2024). *Ministerstvo průmyslu a obchodu*. Dostupné 10.2.2024 z <https://www.mpo.cz/>
- Nahodil, F., Baloušek, R., Boublerle, P., Červenka, M., Janičko, P., Junková, D., Kopecký, A. (2009). *Veřejné finance v České republice*. Aleš Čeněk.
- Ochrana, F., Pavel, J., & Vitek, L. (2010). *Veřejný sektor a veřejné finance: financování nepodnikatelských a podnikatelských aktivit*. Grada.
- Paclt, M. (2013) *Právní úprava privatizace státního majetku a její realizace v 90. letech 20. století*. [Diplomová práce, Masarykova univerzita v Brně]. Dostupné z: <https://is.muni.cz/th/s78gb/>
- Pavlásek, V., & Hejduková, P. (2011). *Veřejné finance a daně v České republice* (2. vyd.). Nava.
- Pavlásek, V., & Kunešová, H. (2007). *Veřejné finance*. Nava.
- Peková, J. (2011). *Veřejné finance: teorie a praxe v ČR*. Wolters Kluwer.
- Peková, J., Pilný, J., & Jetmar, M. (2012). *Veřejný sektor – řízení a financování*. Wolters Kluwer.
- Poslanecká sněmovna Parlamentu ČR (2023). *Přijímání zákonů*. Dostupné 28.11.2023 z: <https://www.psp.cz/sqw/hp.sqw?k=173>

- Salvetová, P. (2014). *Návrh financování části schodku státního rozpočtu ČR novou emisí státních dluhopisů* [Diplomová práce, Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně.]. Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně. <http://hdl.handle.net/10563/29676>
- Samuelson, P. A., & Nordhaus, W. D. (2013). *Ekonomie: 19. vydání*. NS Svoboda.
- Státní fond dopravní infrastruktury (2023). *Státní fond dopravní infrastruktury*. Dostupné 10.12.2023 z: <https://www.sfdi.cz/>
- Státní fond kinematografie (2023). *Státní fond kinematografie*. Dostupné 10.12.2023 z: <https://fondkinematografie.cz/>
- Státní fond kultury (2023). *Státní fond kultury*. Dostupné 10.12.2023 z: <https://mk.gov.cz/statni-fond-kultury-cr-cs-42>
- Státní fond podpory investic (2023). *Státní fond podpory investic*. Dostupné 10.12.2023 z: <https://sfpi.cz/>
- Státní fond životního prostředí (2023). *Státní fond životního prostředí*. Dostupné 10.12.2023 z: <https://www.sfzp.cz/>
- Státní zemědělský intervenční fond (2023). *Státní zemědělský intervenční fond*. Dostupné 10.12.2023 z: <https://www.szif.cz/cs>
- Šedo, J. (2011). *Volební systémy a stabilita systémů politických stran*. Masarykova univerzita
- OECD (2023). *Long-term interest rates*. Dostupné 3.3.2024 z: <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm#indicator-chart>
- OECD (2023). *General government debt*. Dostupné 28.2.2024 z: <https://data.oecd.org/gga/general-government-debt.htm>
- OECD (2023). *Long-term interest rates*. Dostupné 3.3.2024 z: <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm#indicator-chart>
- The World Bank Group (2024). *The World bank group*. Dostupné 5.2.2024 z: <https://www.worldbank.org/en/home>
- Tinka, D. (2016). *Vládní dluhopisy a dobrovolné rezervy*. [Bakalářská práce, Masarykova univerzita v Brně]. Dostupné z: <https://is.muni.cz/th/t3z1u/>
- Wachtarczyk, D. (2020) *Státní dluhopisy ve vybraných evropských zemích*. [Bakalářská práce, Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava]. Dostupné z: <http://hdl.handle.net/10084/139817>.
- Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, v platném znění
- Zákon č. 250/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech územních rozpočtů, v platném znění
- Zákon č. 13/1993 Sb., celní zákon, v platném znění

Seznam obrázků

Obr. 1: Vývoj HDP ve vybraných zemích (v %)	38
Obr. 2: Vývoj inflace ve vybraných zemích (v %)	39
Obr. 3: Vývoj nezaměstnanosti ve vybraných zemích (v %)	40
Obr. 4: Vývoj platební bilance ve vybraných zemích (mld. EUR)	41
Obr. 5: Vývoj nesplacené částky vládního dluhu (v % HDP)	43
Obr. 6: Vývoj emise vládních dluhopisů (v % HDP)	44
Obr. 7: Vývoj státních pokladničních poukázek ve vybraných zemích (v % HDP)	45
Obr. 8: Vývoj vládních dluhopisů ve vybraných zemích (v % HDP)	46
Obr. 9: Vývoj vládních dluhopisů s nulovým kuponem (v % HDP)	47
Obr. 10: Vývoj vládních dluhopisů s pevnou sazbou (v % HDP)	48
Obr. 11: Vývoj vládních dluhopisů s pohyblivou sazbou (v % HDP)	49
Obr. 12: Vývoj odkupu vládních dluhopisů (v % HDP)	51
Obr. 13: Vývoj krátkodobých úroků u vybraných zemí (v %)	52
Obr. 14: Vývoj dlouhodobých úroků u vybraných zemí (v %)	53
Obr. 15: Porovnání státních pokladničních poukázek a vládních dluhopisů (v % HDP)	54
Obr. 16: Formy dluhopisů (v % HDP)	55
Obr. 17: Komparace dlouhodobých a krátkodobých úroků	56
Obr. 18: Vývoj úrokového diferenciálu	57

Seznam tabulek

Tab. 1: Vybraná pravidla většinového hlasování, jejich podstata a problém kolize.....	18
Tab. 2: OLS model pro státní pokladniční poukázky.....	58
Tab. 3: OLS model pro vládní dluhopisy	59
Tab. 4: OLS model pro dluhopisy s nulovým kuponem	59
Tab. 5: OLS model pro dluhopisy s pevnou sazbou	60
Tab. 6: OLS model pro dluhopisy s pohyblivou sazbou	60

Abstrakt

Pícha, V. (2024). *Veřejné finance a vládní dluhopisy* [Bakalářská práce, Západočeská univerzita v Plzni].

Klíčová slova: veřejné finance, vládní dluh, vládní dluhopisy, Visegrádská skupina

Předložená bakalářská práce je zaměřena na problematiku veřejných financí a vládních dluhopisů. Práce je rozdělena do tří hlavních částí. Nejprve jsou v této práci definována teoretická východiska veřejných financí, včetně normativního a pozitivního pohledu na veřejné finance, struktury veřejného sektoru či rozhodování. Druhá část se věnuje vládnímu dluhu a jeho financování, se zaměřením na vládní dluhopisy, které představují jeden z hlavních nástrojů financování dluhu. Následná část je analytická a zahrnuje detailní rozbor makroekonomických ukazatelů a analýzu vládního dluhu a vládních dluhopisů v daných zemích, včetně emisí, nesplacených částek, typů dluhopisů a úrokových sazeb. Použitím lineární regrese je zkoumán vliv úrokových sazeb na emisi vládních dluhopisů dle typu. Tato práce přispívá k lepšímu porozumění dynamiky veřejných financí a finančních nástrojů v zemích Visegrádské skupiny a poskytuje základ pro další výzkum v oblasti fiskální politiky a ekonomické stability.

Abstract

Pícha, V. (2023). *Public Finances and Government Bonds* [Bachelor Thesis, University of West Bohemia].

Key words: Public Finances, Government Debt, Government Bonds, Visegrad Group

This bachelor thesis focuses on public finance and government bonds. This thesis is divided into three main parts. First, the theoretical background of public finance. Public sector structure or decision making. The second part focuses on government bonds, which are one of the main instruments of debt financing. The subsequent part is analytical and includes a detailed analysis of macroeconomic indicators and an analysis of government debt and government bonds in countries concerned, including issuance, outstanding amounts, types of bonds and interest rates. Using linear regression, the effect of interest rates on government bond issuance by type is examined. This thesis contributes to a better understanding of the dynamics of public finances and financial instruments in the Visegrad group countries and provides a basis for further research in the area of fiscal policy and economic stability.