

Stav veřejných financí a dopad konsolidačního balíčku

# Aktuální téma

Vládní konsolidační balíček sníží inflaci i růst HDP



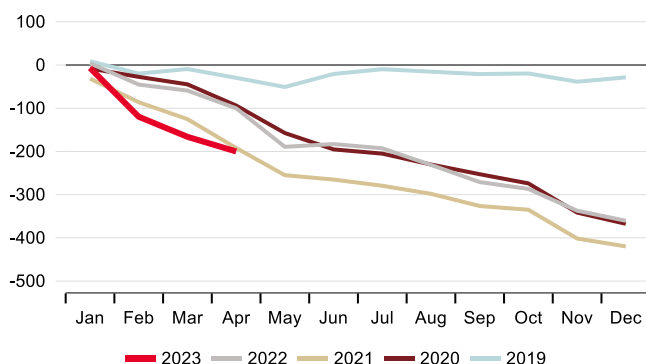
Jaromír Gec  
(420) 222 008 598  
jaromir\_gec@kb.cz

Tempo zadlužování českého veřejného sektoru bylo v letech 2020-2022 jedno z vůbec nejvyšších z celé EU. Výše veřejného dluhu k HDP přesto v mezinárodním srovnání zůstává poměrně nízká. Schodky veřejných financí přitom v letech 2021-2022 souvisely ve větší míře se strukturálním deficitem než s ekonomickým cyklem. Pokud by byl vládní konsolidační balíček schválen v navržené podobě, která počítá s deficitem veřejných financí v příštím roce ve výši 1,8 % HDP (oproti 2,9 % HDP bez konsolidace), přispělo by to podle našich propočtů ke snížení průměrné spotřebitelské inflace v roce 2024 až o 0,4 pb a ekonomického růstu až o 0,7 pb.

## Nůžky mezi příjmy a výdaji se v posledních letech rozevřely

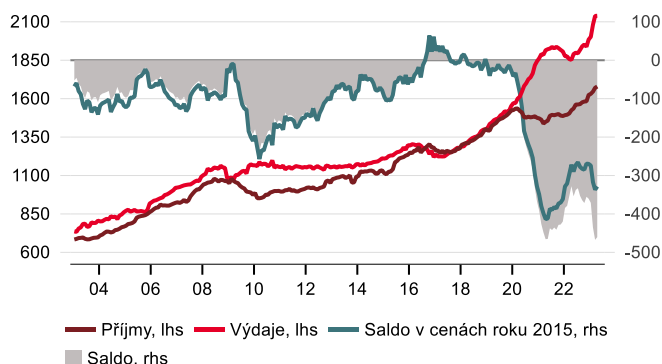
**Státní finance se i nadále nachází v krizovém módu.** Deficit státního rozpočtu dosáhl ke konci letošního dubna 200 mld. CZK. Jednalo se o vůbec nejhlubší schodek za první čtyři měsíce roku v samostatné historii ČR. Aktuální nesoulad mezi příjmy a výdaji je tak srovnatelný s rekordním rokem 2021, který byl zasažen pandemií a zrušením superhrubé mzdy. Vezmeme-li ovšem v úvahu i změnu cenové hladiny v tomto období, je dosavadní letošní schodek v reálném vyjádření ve srovnání s pandemickými rekordy přece jen o něco mělčí.

Balance státního rozpočtu (mld. CZK, YTD kumulace)



Zdroj: MFČR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Příjmy a výdaje státního rozpočtu (mld. CZK, 12M kumulace)

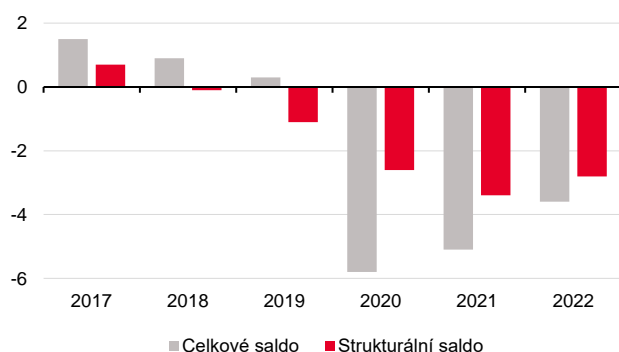


Zdroj: MFČR, ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Kromě dopadů krize tuzemské veřejné finance zatěžuje i vysoký strukturální deficit.** Na negativní dopady pandemie a války na Ukrajině vlády reagovaly nárůstem výdajů. Ten ovšem v ČR nekompensoval pouze negativní mezeru výstupu ekonomiky, ale vedl (v kombinaci s poklesem příjmů) i k prohloubení strukturálního schodku veřejných financí, který s pozicí ekonomiky v cyklu nesouvisí. Jiné než cyklické vlivy se podle odhadů ministerstva financí (MF) podílely na schodku veřejných financí v letech 2021 i 2022 v dominantní míře.<sup>1</sup>

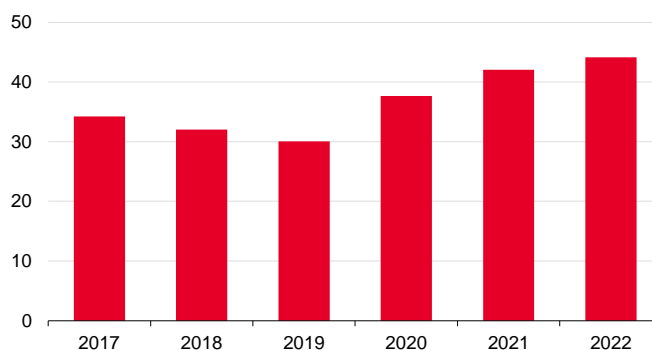
<sup>1</sup> [https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/2023-04-12\\_Makroekonomicka-predikce-duben-2023.pdf](https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/2023-04-12_Makroekonomicka-predikce-duben-2023.pdf)

Balance veřejných financí (% HDP)



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

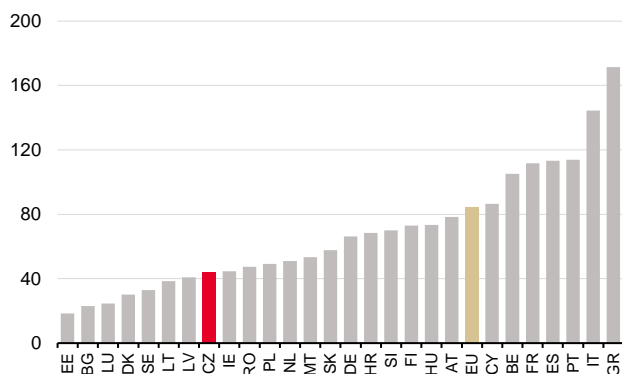
Veřejný dluh (% HDP)



Zdroj: ČSÚ, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

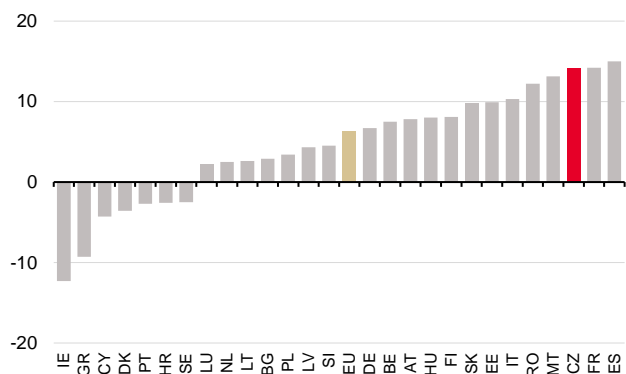
**V rámci EU má ČR stále jedno z nejnižších zadlužení, dynamika jeho nárůstu však u nás byla za poslední roky jedna z nejvyšších.** Veřejný dluh v roce 2022 dosahoval v ČR zhruba poloviční úrovně průměru EU. Dobrá výchozí pozice byla jedním z faktorů, které umožnily v posledních letech expanzivnější fiskální politiku, avšak dlouhodobě je toto tempo zadlužování rizikové a pravděpodobně by vedlo ke zhoršení ratingu a souvisejícímu nárůstu rizikové prémie u českých státních dluhopisů. Rychlý nárůst vládního dluhu současně vedl ke zvýšení nákladů na jeho obsluhu.

Veřejný dluh v roce 2022 (% HDP)



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

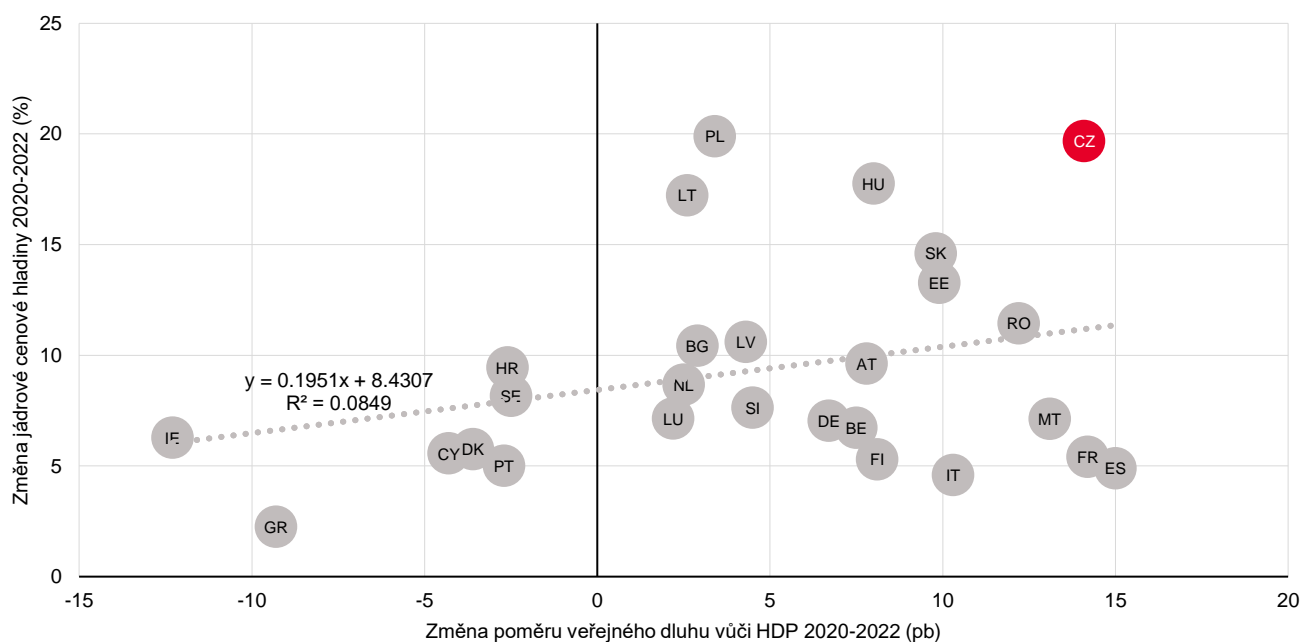
Změna poměru veřejného dluhu k HDP v letech 2020-2022 (pb)



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Země EU s vyšším tempem zadlužování se v posledních letech v průměru potýkaly s výraznějším růstem cenové hladiny.** Jádrové ceny (očištěné o ceny energií, potravin, alkoholu a tabáku) rostly podle harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP) v ČR a Polsku za poslední 3 roky vůbec nejvíce ze všech zemí EU. Kumulativně se za tuto dobu zvýšily o bezmála pětinu. Korelace mezi růstem zadlužení a jádrových cen nicméně není příliš silná (viz graf). V následující sekci proto dopad konsolidačního balíčku odhadujeme komplexnějším přístupem k veřejným financím a jejich vazbě na reálnou ekonomiku a cenový vývoj pomocí BVAR modelu. Ten vychází ze separátní identifikace strukturálních šoků do vládních příjmů a výdajů.

## Celková změna veřejného dluhu a jádrových cen v letech 2020-2022



Zdroj: Eurostat, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Vládní konsolidační balíček by měl působit protiinflačně

V květnu vláda představila návrh konsolidačního balíčku. Opatření na snížení deficitu se koncentrují hlavně na příští rok, a to zhruba z jedné třetiny do zvýšení příjmů a ze zbylých dvou třetin do snížení výdajů. S ohledem na ranou fázi legislativního procesu však ještě může návrh doznat změn.

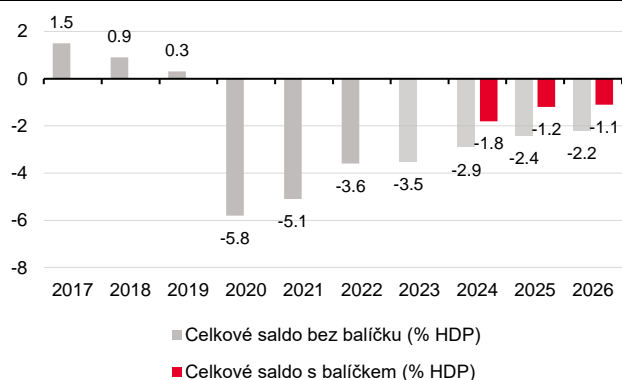
## Dopad navrhovaných opatření do státního rozpočtu (v mld. CZK)

	2024	2025
<b>Snížení výdajů</b>	<b>62.4</b>	<b>15.9</b>
Dotace	45.6	8.8
Provoz státu	6.1	5.1
Platy	9.7	0.0
Ostatní výdaje	1.0	2.0
<b>Zvýšení příjmů</b>	<b>31.7</b>	<b>37.5</b>
DPPO	0.0	22.0
Nemocenská	11.9	1.1
Daň z nemovitostí	9.0	0.3
Daňové výjimky	2.3	5.3
Odvody OSVČ	3.0	4.5
Daň z tabáku	3.1	2.8
Daň z hazardu	3.9	0.0
DPFO	1.8	0.9
Odvody z DPP	1.8	0.2
Daň z lihu	0.5	0.6
Ostatní příjmy	-1.6	-0.1
Revize DPH	-4.1	0.0
<b>Celkem</b>	<b>94.1</b>	<b>53.4</b>

Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

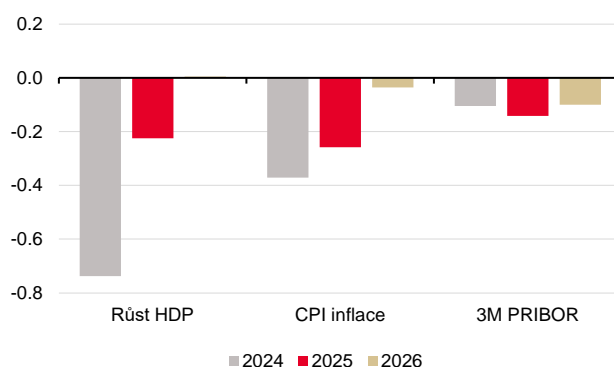
Ministerstvo financí odhaduje, že by balíček měl v roce 2024 přispět k poklesu deficitu sektoru vládních institucí na 1,8 % HDP, oproti 2,9 % HDP bez konsolidace. V roce 2025 by následně měl schodek veřejných financí dosáhnout 1,2 % HDP, oproti 2,4 % HDP předpokládaným v dubnové prognóze MF. Rozdíl v deficitu je tak mezi oběma scénáři v roce 2024 1,1 pb HDP a v roce 2025 1,2 pb HDP. Dodatečné úspory tedy v roce 2025 již činí pouze 0,1 pb HDP. Proto se i většina námi odhadovaného efektu úsporných opatření na makroekonomické veličiny projevuje již v příštím roce.

Dopad balíčku na deficit sektoru vl. institucí – předpoklady MF



Zdroj: MFČR, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
<https://odok.cz/portal/services/download/attachment/KORNCSS3KM4TB/>

Dopady konsolidačního balíčku na ekonomiku – odhad KB (pb)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka  
 Pozn.: Odhad dopadů úsporného balíčku na základě BVAR modelu do růstu HDP a cenové hladiny, stejně tak i do výše krátkodobých úrokových sazeb. Strukturální šoky do poměru příjmů a výdajů sektoru vládních institucí k HDP byly identifikovány na základě znaménkových restrikcí.

**Náš odhad efektů úsporného balíčku na ekonomiku vychází z BVAR simulace strukturálních šoků o velikosti, která odpovídá navrženým opatřením.** Pro tyto účely kombinujeme separátní impulzní odezvy dvou typů agregátních strukturálních šoků: 1) strukturální šok měnící podíl vládních výdajů na HDP a 2) strukturální šok měnící podíl příjmů na HDP. Náš modelový přístup tedy abstrahuje od možných odlišných dopadů různých typů opatření. Přijali jsme také předpoklad, že účinnost změn pro roky 2024 a 2025 bude vždy od prvního ledna. Vzhledem ke konstrukci modelu, kdy jsou šoky modelovány jako neočekávané, je potřeba mít také na paměti, že zde prezentované odhady dopadů do makroekonomických veličin jsou spíše jejich horní hranicí. Racionální ekonomičtí agenti totiž začínají u očekávaných šoků v budoucnu přizpůsobovat svoje chování ještě před počátkem platnosti daných opatření a jejich dopad je v důsledku toho v čase více spojitý a má menší amplitudu než v případě neočekávaného šoku.

**Odhadujeme, že konsolidační balíček pomůže ztlumit celkové inflační tlaky a zpomalí růst ekonomiky.** V příštím roce by v porovnání se scénářem, kdy by konsolidační balíček nebyl přijat, měla být podle našeho odhadu (za jinak nezměněných okolností) průměrná spotřebitelská inflace nižší až o 0,4 pb a růst HDP slabší až o 0,7 pb. V důsledku postupného působení by se úspory ve státním rozpočtu měly projevit v inflaci ve zhruba obdobném rozsahu i v roce 2025. Dopad do HDP by už však měl být menší. Vlivem vysoké empiricky odhadnuté perzistence úrokových sazeb je jejich odezva na tyto šoky pouze mírná a má pozvolný náběh, avšak přetrvává po delší dobu.

## KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



**Jan Vejmelek, Ph.D., CFA**  
(420) 222 008 568  
jan\_vejmelek@kb.cz

### Ekonomové



**Martin Gurtler**  
(420) 222 008 509  
martin\_gurtler@kb.cz

### Akciový analytik



**Bohumil Trampota**  
(420) 222 008 560  
bohumil\_trampota@kb.cz



**Jana Steckerová**  
(420) 222 008 524  
jana\_steckerova@kb.cz



**Kevin Tran Nguyen**  
(420) 222 008 598  
kevin\_tran@kb.cz



**Finanční trhy**  
**Jaromír Gec**  
(420) 222 008 598  
jaromir\_gec@kb.cz

## SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky



**Klaus Baader**  
(44) 20 7762 4714  
klaus.baader@sgcib.com

### Eurozóna



**Michel Martinez**  
(33) 1 4213 3421  
michel.martinez@sgcib.com

### Velká Británie



**Brian Hilliard**  
(44) 20 7676 7165  
brian.hilliard@sgcib.com

### Čína



**Wei Yao**  
(33) 1 5729 6960  
wei.yao@sgcib.com



**Anatoli Annenkov**  
(44) 20 7762 4676  
anatoli.annenkov@sgcib.com



**Severní Amerika**  
**Stephen Gallagher**  
(1) 212 278 4496  
stephen.gallagher@sgcib.com



**Čína a okolí**  
**Michelle Lam**  
(85) 2 2166 5721  
michelle.lam@sgcib.com



**Yvan Mamalet**  
(44) 20 7762 5665  
yvan.mamalet@sgcib.com



**Indie**  
**Kunal Kumar Kundu**  
(91) 80 6716 8266  
kunal.kundu@sgcib.cz



**Japonsko**  
**Jin Kenzaki**  
(81) 3 6777 8032  
jin.kenzaki@sgcib.com



**Sam Cartwright**  
(44) 20 7762 4506  
sam.cartwright@sgcib.com



**Korea**  
**Suktae Oh**  
(82) 2195 7430  
suktae.oh@sgcib.com



**Latinská Amerika**  
**Dev Ashish**  
(91) 80 2802 4381  
dev.ashish@socgen.com

## SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV – DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu,  
cross-asset a kvantitativního  
výzkumu



**Kokou Agbo Bloua**  
(44) 20 7762 5433  
kokou.agbo-bloua@sgcib.com

Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů



**Guy Stear**  
(33) 1 4113 6399  
guy.stear@sgcib.com

### Vedoucí strategie sazeb



**Adam Kurpiel**  
(33) 1 4213 6342  
adam.kurpiel@sgcib.com



**Jorge Garayo**  
(44) 20 7676 7404  
jorge.garayo@sgcib.com

### Vedoucí strategie sazeb pro USA



**Subadra Rajappa**  
(1) 212 278 5241  
subadra.rajappa@sgcib.com



**Sean Kou**  
(44) 20 7550 2053  
sean.kou@sgcib.com



**Shakeeb Hulikatti**  
(91) 80 2802 4380  
shakeeb.hulikatti@sgcib.com



**Mathias Kpade**  
+33 157294393  
mathias.kpade@socgen.com



**Ninon Bachet**  
(33) 1 58 98 30 26  
ninon.bachet@sgcib.com



**Theodore Kalambokidis**  
+1 212 278 4504  
theodore.kalambokidis@sgcib.com

### Vedoucí strategie pro měnové kurzy



**Kit Juckes**  
(44) 20 7676 7972  
kit.juckes@sgcib.com



**Měnové deriváty**  
**Olivier Korber**  
(33) 1 42 13 32 88  
olivier.korber@sgcib.com

### Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů



**Phoenix Kalen**  
(44) 20 7676 7305  
phoenix.kalen@sgcib.com



**Gergely Urmossy**  
+44 20 7762 4815  
gergely.urmossy@sgcib.com



**Bertrand Delgado**  
(1) 212 278 6918  
bertrand.delgado-calderon@sgcib.com



**Marek Dřímál**  
(44) 20 7550 2395  
marek.drimal@sgcib.com



**Kiyong Seong**  
(852) 2166 4658  
kiyong.seong@sgcib.com



**Vijay Kannan**  
(91) 701 044 5705  
vijay.kannan@sgcib.com

## Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkreslený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu.

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případě, kdy informace uvedené v tomto dokumentu představují šíření investičního doporučení již dříve vydaného třetí stranou v souladu s kapitolou III nařízení (EU) 2016/958. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná než výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce. Každý investor je povinen přijmout vlastní informované rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku vyplývajícemu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě tohoto dokumentu a jiných investičních doporučení, a to zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariery mezi jednotlivými útvary Komerční banky, a.s. v souladu s požadavky kladenými příslušnými právními předpisy. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. postupují v souladu s vnitřními předpisy upravujícími střet zájmů.

Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě tohoto dokumentu, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Hodnocení autorů tohoto dokumentu ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Informace uvedené v tomto dokumentu jsou určeny veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. nezasílá informace uvedené v tomto dokumentu jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Tento dokument ani jeho obsah není určen osobám trvale bydlícím či sídlícím ve Spojených státech amerických a osobám splňujícím statut „amerického subjektu“, jak je definován v nařízení S podle zákona Spojených států amerických o cenných papírech z roku 1933, ve znění pozdějších předpisů.

Tento dokument není investičním doporučením dle nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, o zneužívání trhu, ani nepředstavuje investiční poradenství dle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>.