



Příčiny a důsledky vládní zadluženosti a možné cesty k jejímu dlouhodobému řešení

Causes and effects of government debt and possible ways to the long-term solution

Zdeněk Pikhart

Abstrakt: Článek v teoretické rovině pojednává o příčinách a dopadech vládní zadluženosti a nejefektivnějších cestách k jejímu řešení. Prvně jsou identifikovány příčiny neudržitelně vysokého vládního dluhu pramenící z endogenních i exogenních příčin včetně diskuse negativních dopadů dlouhodobých deficitů na rizikové prémie, soukromé investice a hospodářský růst. Další kapitola se věnuje návrhům možných řešení následků vládní zadluženosti, které stojí na dvou pilířích – vytvoření podmínek pro dlouhodobý hospodářský růst, které spočívají také na eliminaci příčin předešlých nerovnováh a samotném splácení dluhu, kde jsou nastíněny cesty jak na příjmové, tak výdajové straně včetně možného odpisu dluhu, či jeho odkupu centrální bankou.

Klíčová slova: hospodářský cyklus, vládní dluh, stabilizační politika, fiskální nerovnováha

Abstract: Article discusses in theoretical way causes and effects of government debt and the most effective ways to solve it. Firstly are identified causes of unsustainably high government debt stemming from endogenous and exogenous reasons, including discussion of negative impacts on long-term deficits risk premium, private investment and economic growth. Next chapter is devoted to proposals of possible solutions of the government debt consequences, which stands on two pillars - creating the conditions for long-term economic growth, which also involve the elimination of the causes of previous imbalances and the actual debt, which outlines ways on both the revenue and the expenditure side, including possible amortization of a debt or its repurchase by central bank.

Keywords: business cycle, government debt, stabilization policy, fiscal imbalances

JEL Classification: G01, H21, H62

Úvod

Vlády většiny vyspělých zemí nahromadily během posledních několika dekád díky chronickým deficitům veřejných financí vysoké dluhy. Dnes se řada z nich díky tomu potýká s výraznými makroekonomickými nerovnováhami spojenými se společenskou frustrací. Velkým tématem ekonomických debat současnosti je právě různý pohled na příčiny a možné cesty z krize. Jedna část ekonomů navrhuje tvrdou fiskální konsolidaci za cenu prohloubení nerovnováh, druhá volá po okamžitém zastavení restriktce a další po rozpočtové stimulaci ekonomiky.

Cílem článku je v teoretické rovině identifikovat příčiny a důsledky nadměrné akomodace dluhů veřejným sektorem a v návaznosti na to poskytnout doporučení pro cestu k řešení následků vládní zadluženosti. Doporučení pro hospodářsko-politickou praxi musí být koncepční a systémové povahy, kdy jsou nejdříve učiněny kroky k eliminaci příčin nadměrného dluhu a zajištění toho, aby se podobné krize vládních financí, jaké pozorujeme v některých zemích eurozóny, v budoucnu neopakovaly. Dále je třeba se soustředit na řešení již vzniklých problémů a nerovnováh, které jsou spojeny s akumulací mnoha špatných fiskálních rozhodnutí v minulosti. Neméně důležitou částí práce je proto analýza řešení následků dopadu fiskální krize a následný výběr nejméně bolestivé cesty zpět k udržitelnému rámci veřejných financí.

První kapitola analyzuje příčiny nadměrného růstu vládní zadluženosti z vnitřních i vnějších příčin. Tyto vnitřní příčiny pramení z absence fiskálního pravidla, či jeho efektivního vynucování, díky čemuž docházelo ke kumulaci strukturálních deficitů a vytěsňování soukromých investic vládními výdaji. Naplno se tak projevilo působení krátkodobého politického cyklu. Exogenní faktory růstu veřejného zadlužení se pojí výhradně k sanaci negativních dopadů jiných vládních politik působících na předlužení soukromého sektoru. Následkem vleklé recese spojené s oddlužováním soukromého sektoru docházelo při neúplné transmisi mezi úsporami a investicemi k realizaci fiskálních deficitů.

V rámci kapitoly jsou posouzeny důsledky rostoucí vládní zadluženosti pramenící z vnitřních příčin. Zde je odlišena krátkodobá flexibilita fiskální politiky při realizaci cyklického salda a dlouhodobá chronická strukturální deficitnost veřejných rozpočtů a její dopady na rizikové prémie, soukromé investice a hospodářský růst.

Druhá kapitola se věnuje řešení následků vládní zadluženosti, které stojí na dvou pilířích – vytvoření podmínek pro dlouhodobý hospodářský růst, které spočívají také na eliminaci příčin předešlých nerovnováh, a samotném splácení dluhu, kde je rozebrána jak příjmová, tak výdajová cesta včetně možného odpisu dluhu, či jeho odkupu centrální bankou.

1 Příčiny nadměrné vládní zadluženosti

Příčiny nadměrné vládní zadluženosti můžeme v zásadě rozdělit na endogenní pramenící z vnitřní nestability politického systému a exogenní, které vychází z vnějších okolností. Nadměrnou vládní zadlužeností rozumíme takovou výši dluhu, která zesiluje, či sama vytváří makroekonomické nerovnováhy.

Mezi vnější příčiny patří především sanace kritických dopadů jiných druhů politik, které se zpravidla promítají do soukromé zadluženosti. Patří sem však i mimořádné jevy spojené s válečnými stavy, přírodními katastrofami apod.

Zdroje z dluhového krytí, které slouží k úhradě nutných nákladů spojených s nápravou takovýchto mimořádných událostí, však neposuzujeme jako neefektivně alokované. V případě války je v sázce svoboda občanů, či dokonce jejich životy a dluh nakumulovaný během války může být tou nejlepší investicí do budoucna. Jako příklad může sloužit veřejný dluh Velké Británie během druhé světové války, který dosáhl koncem války až 250 % HDP (Mitchell, 1988). Dluh byl dominantně zahraniční a umožňoval financovat import zbraní, které pomohly uchránit Velkou Británii před německými agresory. V následujících letech byl dluh výrazně zredukován díky růstu HDP a důslednému splácení.

1.1 Vnitřní příčiny

Vnitřní příčiny nadměrné vládní zadluženosti pramení ze systémového selhání demokratického volebního mechanismu, který není dostatečně institucionalizován ústavními fiskálními pravidly. V demokratickém systému vládnutí se v relativně krátkých volebních obdobích střídají levicové i pravicové strany, které nabízejí realizaci svého programu voličům. Vzniká problém spojený s fungováním politického cyklu, kdy při čtyřletém volebním období trvá první rok vyřešení technických otázek ohledně skladby programu, jmenování ministrů a ostatních výkonných osob apod. Další dva roky zbývají na realizaci vládního programu a poslední rok už se každá vláda plně soustředí na další volby a má tendenci si voliče tzv. kupovat různými dotačními balíčky. Následující vláda je na tom podobně, čímž se nám kruh uzavírá a vzniká velmi obtížně řešitelný problém udržitelnosti veřejných financí. Udržitelným veřejným zadlužením rozumíme takovou výši dluhu, která není náchylná k nekontrolovanému růstu v důsledku růstu rizikových přírůstků a současnému poklesu nominálního HDP. Zároveň nesmí výše vládního dluhu bránit realizaci produktivnějších soukromých investic a podvazovat tak růst potenciálu ekonomiky.

Aby mohlo být fiskální politiky účinně naplňováno podle preferencí voličů, co se týče struktury a výše daní a výdajů a současně nedocházelo k dlouhodobým nerovnováhám pramenícím z veřejných dluhů, je nutné ustanovit fiskální pravidlo, které pomůže systémový problém politického cyklu eliminovat.

K přijetí fiskálního pravidla je potřeba nejdříve na teoretické úrovni vymezit roli a efektivnost fiskální politiky v krátkém a dlouhém období. Následně je bezpodmínečně nutné najít dostatečně široký konsensus ve společnosti a v parlamentu, aby mohlo fiskální pravidlo vstoupit v platnost jako ústavní zákon, který bude moci zrušit jedině jiná ústavní většina v budoucnu, což je vždy značně obtížné. V kombinaci s jednoznačně definovanými sankcemi za porušení pravidla pro členy vlády bude možné zajistit dlouhodobou fiskální udržitelnost vládních financí a odstranit vnitřní příčinu růstu veřejného dluhu. V následujících odstavcích si shrňme koncepční povahu fiskální politiky v krátkém a dlouhém období.

V krátkém období je nutné zamezit procykličnosti fiskálního pravidla a ponechat fiskální politice dostatečnou flexibilitu pro vykrývání krátkodobých hospodářských výkyvů. K tomuto cíli nám napomáhá výpočet strukturálního a cyklického salda vládních financí. Strukturální saldo je definováno jako taková výše salda, kterou vládní sektor generuje při plném využití výrobních faktorů v ekonomice. Cyklické saldo je potom rozdílem mezi celkovým a strukturálním saldem vládních financí. Krátkodobé fluktuace výkonu ekonomiky kolem svého potenciálu jsou vlastní každé tržní ekonomice. Aby vláda nezvětšovala mezeru výstupu, je žádoucí nechat působit cyklické saldo a cílit strukturální vyrovnanost rozpočtů.

Cílení celkového deficitu by znamenalo provedení fiskální restrikce formou zvyšování daní či snižování výdajů v momentě, kdy je ekonomika v recesním pásmu při nižším daňovém inkasu díky poklesu mezd a zisků. Opačně v přehřáté ekonomice. Cílením celkového salda by tak vláda přispívala k prohlubování hospodářských cyklů. Stejný závěr platí při cílení celkového deficitu, či dluhu v poměru k hrubému domácímu produktu.

Jsou však situace, kdy pouhá realizace cyklického deficitu nestačí. Při hlubším propadu ekonomiky je porušena transmise mezi úsporami a investicemi. Zvýšené úspory nejsou v ekonomice proinvestovány a působí tak na snížení agregátní poptávky a prohloubení recese. V kombinaci s nominálními a reálnými rigiditami ekonomiky se jedná o vážnou makroekonomickou nerovnováhu, která může bez adekvátní reakce hospodářských politik vyústit až v depresi. Měnová politika se v těchto případech může dostat na limit nulových úrokových sazeb a zbývají silné měnové intervence na znehodnocení měny. Fiskální politika může v těchto případech pokračujících hospodářských propadů zvýšit strukturální deficit například formou realizace prioritních veřejných investic, které jsou naplánovány pro nejbližší budoucnost. Ty se tak uskuteční právě v období nízkých úrokových sazeb a recese ekonomiky, kdy pomohou vyrovnat propad poptávky. Až začnou firmy opět investovat, banky půjčovat a transmise mezi úsporami a investicemi se stane opět funkční, dojde k vyrovnání strukturálního deficitu.

Zde je však třeba poznamenat, že samotný výběr investic je klíčový. Nabízí se zejména investice do veřejných statků, které jsou poptávané a v budoucnu ušetří zdroje, např. protipovodňová opatření snižující riziko záplav, potřebná dopravní, energetická a jiná

infrastruktura apod. V případě, že by byly realizovány investiční výdaje do takových fixních aktiv, která nejsou poptávána, dochází ke stavění tzv. „*hladových zdí*“. Tyto projekty nepřinášejí žádný užitek a teoreticky by tak bylo lepší nechat lidi odpočívat, než budovat to, co nepotřebují. I u těchto projektů by v recesi jistý multiplikační efekt nad rámec oné nepotřebné investice byl z důvodu vyššího multiplikátoru než 1, nicméně v případě oživení ekonomické aktivity by tyto vládní výdaje zabraňovaly přesunu zdrojů do produktivních sektorů a do budoucna by se zvýšilo přerozdělování při splácení dluhů i s úroky ve prospěch investorů. Je tedy zásadní vybírat v kritických recesích projekty takové, které mají celospolečenský dopad a jsou poptávané, nikoli se snažit o útratu peněz za každou cenu.

V dlouhém období, kdy se ekonomika pohybuje na svém potenciálu, je nejefektivnější udržovat výši vládního zadlužení na přijatelně nízké úrovni tak, aby nedocházelo k vytěsňování soukromých investic, které přispívají k růstu souhrnné produktivity výrobních faktorů. Z Baumova (2012) odhadu fiskálních multiplikátorů přes strukturální vektorové autoregresní modely vyplývá závěr, že multiplikační efekt fiskální expanze v recesním pásmu je ve vyspělých ekonomikách značný, přičemž vyšší hodnotu má v souladu s teorií keynesovského modelu 450 multiplikátor vládních výdajů. Oproti tomu v konjunkturu jsou multiplikační efekty blízké nulovým hodnotám. K podobným výsledkům dospěl Hemming (2002), který potvrdil nízké multiplikatory při malé záporné mezeře produktu. Tento výsledek je v souladu s teorií vytěsňování. Baldacci (2003) uvádí, že při vyšších hodnotách vládního zadlužení není podpora agregátní poptávky účinná z důvodu exponenciálního růstu rizikových přírůstků v ekonomice.

Cebula (2009) zkoumal závislost mezi federálním deficitem USA a úrokovými sazbami korporátního sektoru, přičemž byla zjištěna významná přímá závislost. Friedman (1987) podotýká, že deficit vládních financí může naopak v některých případech, jako jsou hlubší hospodářské propady, zvýšit soukromé výdaje. Autor vyzdvihuje důležitost věřitelské struktury a dodává, že jsou-li dluhopisy drženy nebankovními subjekty, dochází k vytěsňování soukromých investic růstem úrokových měr, protože se sníží prostředky investorů a vláda většinou prostředky vyplatí na transferech těm, kteří spotřebovávají. Naopak, když je portfolio v držení bank, dochází k růstu množství peněz a snížení úrokových měr. Jeho úvaha je však neúplná, protože zcela opomíjí inflační tlaky peněžní emise a případnou reakci centrální banky hlídající cenovou stabilitu ve zvyšování úrokových sazeb. Barth (1984) se zaměřil na vytěsňovací efekt z hlediska hospodářského cyklu. Jeho zjištění byla, že v hlubší záporné mezeře výstupu nedochází k vytěsňování soukromých investic, zatímco v okolí potenciálního produktu a v kladné mezeře je vytěsňovací efekt významný.

Vydeme-li z teoretických poznatků ohledně efektivní fiskální politiky v krátkém i dlouhém období, nabízí se otázka, jak nastavit taková pravidla, aby fiskální politika fungovala podle výše zmíněných doporučení. Politici maximalizující své užitkové funkce zpravidla preferují dluhovou formu financování vládních výdajů oproti zvyšování daní. Vytěsňovací účinky dluhu nejsou tak patrné a nepopulární jako přímé zda-

nění. Nižší výkon soukromého sektoru je poté veřejnosti vysvětlován jako selhání trhů a důvod pro další angažovanost vlády v ekonomice. Vhodně nastaveným fiskálním pravidlem lze tato systémová omezení výrazně omezit. Každá další vláda bude muset do případného zrušení dluhového omezení nainvestovat obrovské množství politického kapitálu a riskovat nezvolení v dalších volbách.

Daniel (2006) dospívá k názoru, že přijetím dobře definovaného a vymahatelného fiskálního pravidla dochází k omezení populistických politik a zvýšení důvěryhodnosti vlády. Wyploz (2005) akcentuje nutnost zachování krátkodobé flexibility fiskální politiky při současném dlouhodobém dluhovém omezení. Z hlediska pružnosti proto nedoporučuje cílení celkového salda z důvodu procykličnosti a současně spíše dlouhodobých omezení. Kopits (2001) při ekonometrické analýze historických dat zjišťuje, že fiskální pravidlo je výjimečně prospěšné pro ekonomiku s krátkou tržní historií, které pomůže v získání a udržení důvěry finančních trhů, naopak pro stabilní vyspělou ekonomiku je spíše bonusem.

Jako fiskální pravidlo se tedy nabízí cílení vyrovnaného strukturálního salda při definování tzv. „únikových doložek“, kdy je možné přistoupit ke stimulaci ekonomiky diskrétními opatřeními. Jde především o období vleklých poklesů ekonomiky, válek či přírodních katastrof. Takto definované pravidlo poskytne vládám jak dostatečnou krátkodobou flexibilitu, tak omezí systémové nedostatky politického cyklu. Současně je toto proticyklické pravidlo žádoucí vybavit stropem pro maximální vládní zadlužení, aby každá vláda věděla, že je vhodné oscilovat kolem nízké úrovně zadlužení s dostatečným polštářem pro případné krize, než se pohybovat na vysokých úrovních vládního dluhu.

Box analyzuje vztah mezi relativní cyklickou složkou HDP a vládním deficitem u vybraných zemí a poskytuje srovnání proticykličnosti fiskální politiky České republiky, Německa a Švédska.

Box – empirické srovnání relativních cyklických složek HDP s vládním deficitem u vybraných zemí

Abychom zhodnotili proticykličnost fiskální politiky, srovnáme relativní cyklickou složku HDP s poměrem salda vládního sektoru na HDP za Evropskou unii, Německo, Českou republiku a Švédsko. Data jsou pořízena na čtvrtletní bázi z databáze Eurostat od prvního čtvrtletí 1998 do třetího čtvrtletí 2012. U České republiky je časová řada kratší o jeden rok z důvodu chybějících dat. Saldo vládního sektoru, neboli čisté půjčky/výpůjčky, je na čtvrtletní bázi silně volatilní, proto jsme sestrojili klouzavé čtyřčtvrtletní průměry. Relativní cyklická složka byla sestrojena ze sezónně očištěného čtvrtletního HDP ve stálých cenách. Rozklad řady na trendovou a cyklickou složku byl zkonstruován pomocí Hodrick- Prescottova filtru s vyhlazovacím parametrem λ na 1600. Cyklická složka byla poté vztažena k trendové hodnotě.

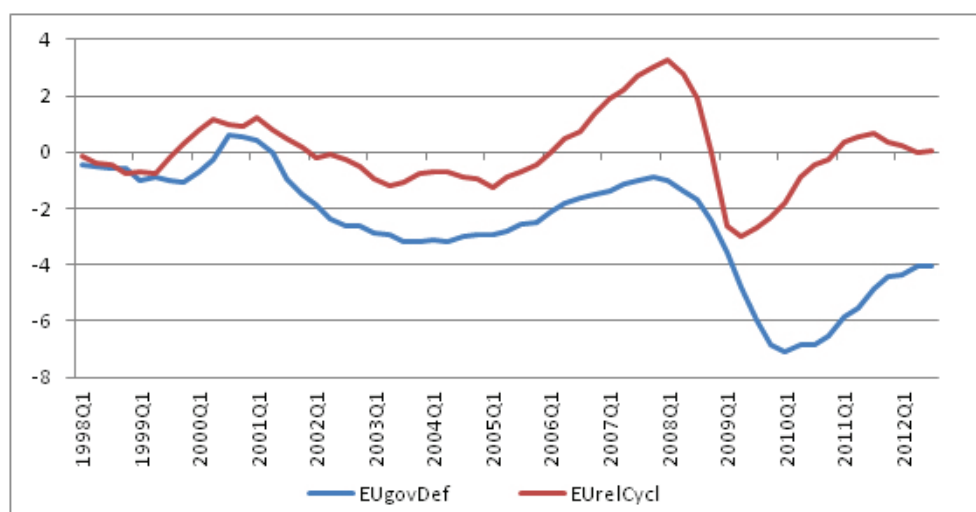
Z obrázku č. 5 až 7 je patrná jistá procykličnost fiskální politiky. Ekonomiky Evropské unie včetně Německa a České republiky generují dlouhodobě silné strukturální deficity vládních financí. Naproti tomu se ve Švédsku podařilo snížit celkové zadlužení díky vytváření mírných strukturálních přebytků, v důsledku čehož si v současné době může tamní vláda dovolit udržovat strukturálně vyrovnané saldo vládních rozpočtů.

Jak je vidět v tabulce č. 1, vztah mezi mezerou výstupu a celkovým deficitem není příliš těsný, což lze vysvětlit velkou váhou strukturální složky deficitu, která se v politickém rozhodování příliš cyklem ekonomiky neřídí. Nejsilnější vztah je na prvním až druhém zpoždění salda za mezerou výstupu. Vývoj deficitu je tak mírně zpožděn za vývojem cyklu z důvodu platby daní se zpožděním¹ a nutné technické doby pro poskytnutí podpor v nezaměstnanosti. Korelace však na zpoždění jednoho, či dvou čtvrtletí roste oproti korelaci bez zpoždění pouze mírně. Kalkulace mezery výstupu a cyklicky očištěných sald se provádí z tohoto důvodu výhradně na roční bázi, čímž se eliminuje problém mírného zpoždění.

Tab. 1 – Korelogram relativní cyklické složky HDP a salda vládních financí

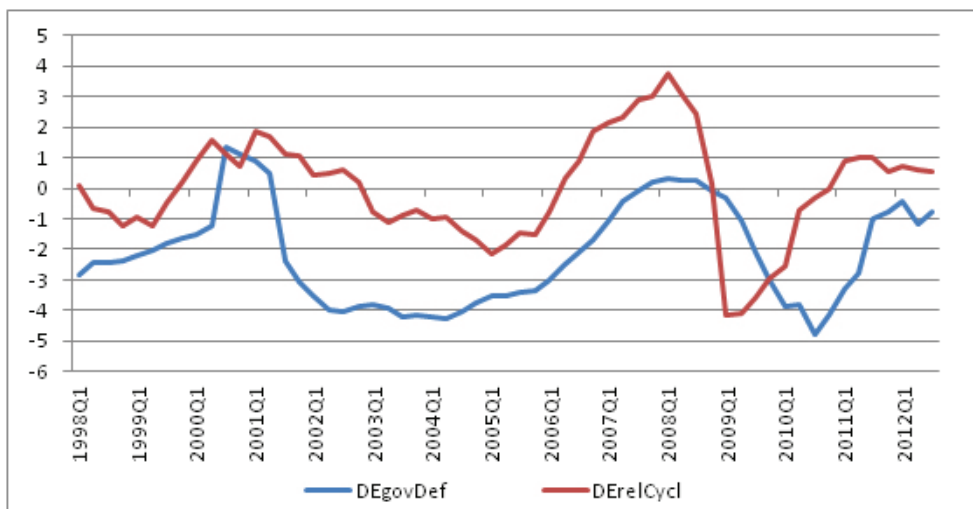
lag	EU	DE	CZ	SE
0	0,52	0,50	0,63	0,49
1	0,56	0,59	0,63	0,56
2	0,55	0,62	0,58	0,57
3	0,48	0,59	0,45	0,52
4	0,35	0,49	0,29	0,44
5	0,18	0,30	0,12	0,33

Obr. 5 – Relativní cyklická složka a poměr vládního salda na HDP Evropské unie

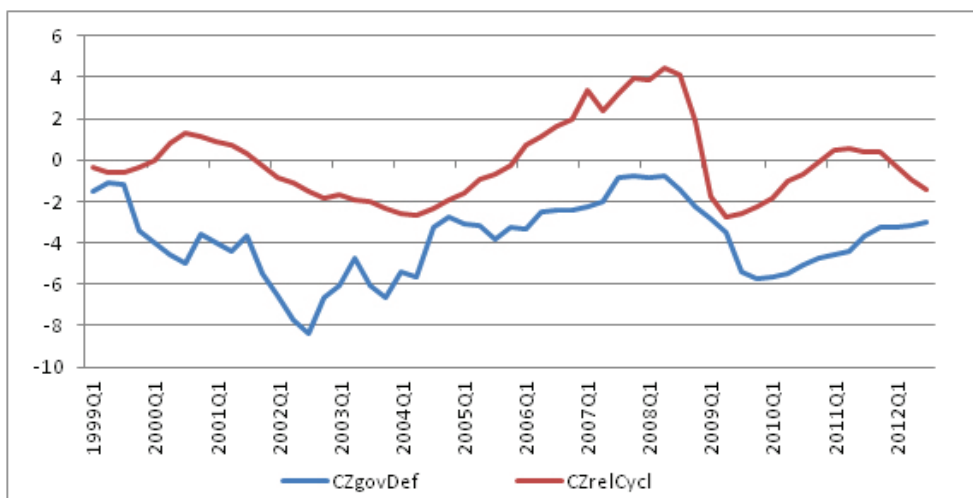


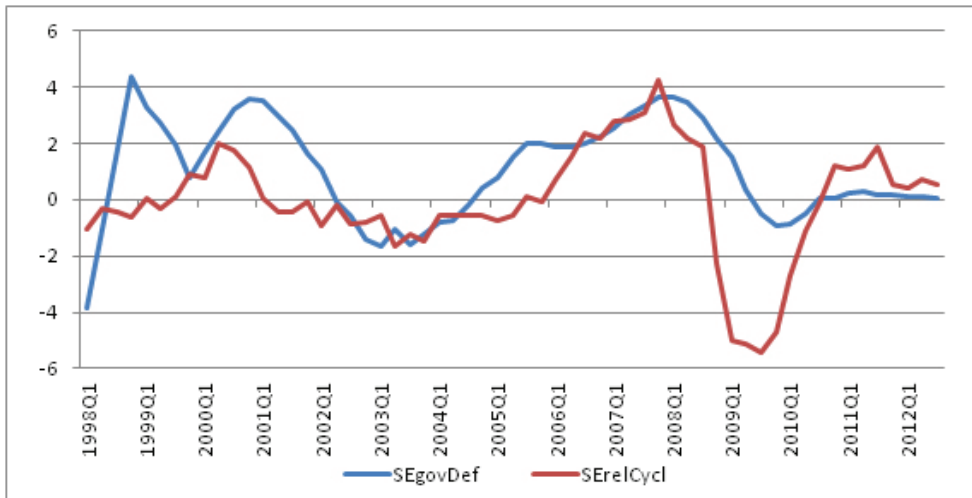
1) Např. platba DPH za předchozí čtvrtletí.

Obr. 6 – Relativní cyklická složka a poměr vládního salda na HDP Německa



Obr. 7 – Relativní cyklická složka a poměr vládního salda na HDP České republiky



Obr. 8 – Relativní cyklická složka a poměr vládního salda na HDP Švédska

1.2 Vnější příčiny

Druhou skupinou příčin nadměrného vládního zadlužení jsou exogenní vlivy, do kterých patří zejména neefektivní regulace finančních trhů doplněná uvolněnou měnovou politikou. Silně zadlužený soukromý sektor je poté silně zranitelný vůči jakýmkoli negativním šokům, které ekonomiku zasáhnou. Na tomto místě se nebudeme zabývat motivacemi ostatních tvůrců hospodářských politik, ale zaměříme se na mechanismus růstu soukromého zadlužení a následné sanace ze strany veřejných rozpočtů.

Nominální HDP je determinován dle rovnice směny množstvím peněz a rychlostí jejich obratu. V případě nekryté peněžní emise a tvorby peněz bankovními úvěry je množství peněz rovno bankovním pohledávkám za nebankovními klienty. Nyní abstrahujeme od kapitálových požadavků. Poměr bankovního dluhu na HDP je tedy v uzavřené ekonomice určen výhradně rychlostí obratu peněz. Ve jmenovateli je dluh a v čitateli je množství peněz (= bankovní dluh) násobený rychlostí obratu. Poměr se tedy ustálí na úrovni větší než 100 % bankovního dluhu na HDP v případě rychlosti obratu větší než jedna a menší než 100 % v případě rychlosti obratu menší než jedna.

$$\frac{\text{celkový dluh}}{\text{HDP}} = \frac{\text{dluh u bank} + \text{dluh u nebank.subj.}}{\text{dluh u bank (=množství peněz)} * \text{rychlost obratu peněz}} \quad (1)$$

Dluh klientů vůči bankám však není jedinou položkou zadlužení, protože ještě si mohou dlužit nebankovní subjekty mezi sebou. Zde jde o půjčování stávajících peněz a dochází tak ke zvýšení pouze čitatele výše uvedeného zlomku (1). Poměr zadlužení na HDP je tak o nebankovní půjčky vyšší. Od pohledávek a závazků bank mezi sebou abstrahujeme, protože ty pramení z mezibankovních převodů peněz.

Jestliže v uzavřené ekonomice dochází k monetární expanzi a růstu množství peněz (i úvěrů), tak se zvyšuje jmenovatel i čítecel o stejnou výši, tak bude poměr klesat v případě výchozího poměru většího než 1 a klesat při nižším poměru než 1. Vidíme, že mnohem větší roli v tomto obecně nejužívanějším makroekonomickém ukazateli zadlužení hrají dluhy u nebankovních subjektů. Růst množství peněz se promítne v cenové hladině. Měnová expanze může vést v uzavřené ekonomice k neefektivní alokaci zdrojů, ale ne k dramatickému růstu poměru dluhu na HDP. V případě nesplacení úvěrů potom zanikají peníze v důsledku krachů bank a snižuje se nominální HDP. Tento efekt určitě může vytvořit recesi, odklad spotřeby a současně pokles investic, protože při nevyužitých kapacitách není potřeba investovat do jejich navýšení. Proto má v uzavřené ekonomice smysl sledovat spíše první diference dluhu v kontextu tempa inflace. Jestliže roste zadlužení a inflace příliš rychle, hrozí riziko měnového cyklu, růstu úvěrů v selhání a následné měnové a dluhové kontrakce spojené s recesí.

Rozšíříme-li náš model o otevřenou ekonomiku, můžeme se dostat k jiným závěrům. Růst množství peněz se v otevřené ekonomice projeví vnější nerovnováhou a růstem importu zboží a služeb při fixním kurzu. Zadlužení tedy roste a nominální HDP ne, což poměr zvyšuje. Při plovoucím kurzu bude jako vyrovnávací efekt běžného účtu platební bilance sloužit depreciace měnového kurzu. Zvýšení cenové hladiny povede ke zvýšení nominálního HDP, což poměr změní pouze tak, jak by byl změněn v uzavřené ekonomice, dochází tak k izolaci tohoto jevu na domácí ekonomiku.

Proto, aby ekonomika udržela fixní kurz při růstu množství peněz rychlejšímu, než je růst množství peněz v zahraničí, musí mít dostatečné množství devizových rezerv. Takováto politika by tedy mohla být logicky pouze krátkodobá, protože měnová expanze může trvat libovolně dlouho, ale objem devizových rezerv je omezený. Muselo by tedy docházet k opačné intervenci na oslabení měny u zahraniční centrální banky. K tomu v reálném světě často dochází, když řada rozvojových ekonomik udržuje svůj měnový kurz podhodnocený a volí spíše cenovou apreciaci reálného kurzu, viz Čína. Přízpůsobení reálného kurzu je však především v rychle se rozvíjejících ekonomikách velmi pomalé, vezmeme-li v potaz obrovskou lidskou kapacitu, kterou mají tyto země k dispozici do té doby, než začnou požadovat zvýšení mezd.

Ekonomika s fixním kurzem s měnovou expanzí zvyšuje výrazně své zadlužení a vnější nerovnováhu. Zahraniční dluh takové ekonomiky musí z podstaty věci růst díky zápornému saldu běžného účtu. Oproti tomu mají ekonomiky typu Číny stejně vysoké zahraniční pohledávky a export.

Ekonomika, která dlouhodobě naakumuluje takto vysoké dluhy i v poměru k hrubému domácímu produktu, je potom velmi náchylná k externím šokům, které spustí proces oddlužování. Rizika jsou však více vychýlena v neprospěch věřitelské ekonomiky. Dlužnická ekonomika de facto financovala na dluh importy, které pro ni vyrobili pracovníci ze zahraničí za pohledávky, které v případě krachu ztratí hodnotu. Nicméně banky v dlužnické ekonomice by z hlediska vymahatelnosti práva musely v úpadku

ze zbylých aktiv rovnoměrně vyplatit všechny věřitele, takže by se případný krach dotkl i domácích střadatelů, což by vyvolalo dluhovou krizi i v domácí ekonomice. Koo (2011) spatřuje příčinu veřejných dluhů v Japonské ekonomice jednoznačně v podobě oddlužování soukromého sektoru. Tvrdí, že problém zadluženosti nezmizí, pouze ho stát vezme na sebe, ale zamezí propadu HDP v důsledku propadu poptávky.

2. Cesty k řešení nadměrné vládní zadluženosti

Scénář řešení nadměrné vládní zadluženosti by se dal shrnout do identifikace příčin chronické deficitnosti vládních financí, vytvoření podmínek pro dlouhodobý hospodářský růst a následně výběr varianty vyrovnání schodku. Možností vyrovnání deficitů je několik přes daňové a výdajové úpravy, jejich kombinaci, inflační cestou, či odpisem dluhu.

Identifikaci příčin jsme provedli v první kapitole. Eliminaci, či významné zmírnění endogenních příčin růstu dluhu lze spatřit v přijetí pružně fungujícího, pevně právně zakotveného a jasně vymahatelného dluhového pravidla. Odstranění vnějších příčin může být pro vládu ještě těžší. Zde je nutné identifikovat všechny ostatní vládní i kva-zi-vládní politiky a regulace, které vedou k předlužování soukromého sektoru. Jedná se především o různé vládní programy, které motivují domácí banky půjčovat i nebonitním klientům.² Banky se následně úvěrů zbavují jejich sekuritizací a prodejem dále. V případě, že si aktiva nechají, spoléhají na budoucí záchranu ze strany centrální banky. V příznivých dobách tak realizují tučné zisky a v nepříznivých nese ztrátu de facto daňový poplatník. Je tedy zapotřebí odstranit z regulace finančních trhů morální hazard, definovat adekvátní kapitálovou vybavenost bank a zmírnit informační asymetrii ze strany klientů.

Z pozice centrální banky je žádoucí provádět takovou měnovou politiku, která bude zohledňovat nejen široce definovanou cenovou stabilitu, ale také makroprudenční indikátory. Diskuse makroobezřetnostní politiky přesahuje rámec tohoto příspěvku.

2.1. Vytvoření podmínek pro dlouhodobý hospodářský růst

Vytvoření podmínek pro ekonomický růst v zásadě přímo nesouvisí s fiskálními nerovnováhami, ale mělo by být cílem každé vlády k tomu, aby se ekonomika mohla rozvíjet bez vážnějších nerovnováh a skrytých rizik do budoucna. Na tomto místě není cílem vyčerpávajícím způsobem rozebrat veškeré politiky, které brání hospodářskému růstu, ale pouze upozornit na nutnost vlády zaměřit se také na prorůstová opatření při řešení oddlužování státu.

2) Např. Community Reinvestment Act dlouhodobě fungující v USA už od 70. let 20. století, který nebyl ani novou regulací bankovního sektoru přijatou v reakci na finanční krizi v roce 2008 zrušen.

Hlavními pilíři budoucího rozvoje je stabilní a přehledný daňový a sociální systém a liberalizace trhu práce včetně odstranění nadbytečných zákonných požadavků profesních komor na členství, které je nutnou podmínkou k vykonávání daného zaměstnání. Provázení daňového a sociálního systému je žádoucí z hlediska motivace lidí pracovat. Správně nastavená sociální síť musí minimalizovat tzv. past chudoby, kdy pracující přichází automaticky o veškeré sociální dávky, aby si mohli vydělat podobný příjem, který jim plynul bez práce.

Z dlouhodobého hlediska je pro růst produktivity nutné nastavit stabilní právní a peněžní rámec včetně ochrany investic. V pozadí nesmí zůstat ani vzdělávací systém, do kterého se zasadí více tržních prvků vedoucích ke zlepšení motivací studentů a zostření konkurence škol. Opatření je mnoho, např. OECD (2013) se každoročně zaměřuje na identifikaci klíčových oblastí, které brání hospodářskému růstu.

2.2. Konsolidace a odpis dluhu

Poslední krok k návratu vládní zadluženosti na udržitelnou úroveň je konsolidace veřejných financí. Ta se může odehrávat přes generování přebytků rozpočtu, kterými bude následně vládní dluh splácen. Dalšími možnostmi jsou snížení reálné výše dluhu formou inflace, jeho odpis, či převod dluhu do bilance centrální banky.

2.2.1. Výdajové úpravy

Výdajové úpravy mají bezprostřední vliv na agregátní poptávku, proto je jejich snižování nutné rozprostřít do více let. Skokový výpadek poptávky by v recesi, a ekonomika s předluženým vládním sektorem je málokdy v konjunkturu, nebyl v plné výši nahrazen soukromými výdaji z důvodu výše zmíněné poruchy transmise mezi úsporami a investicemi.

Podstatná je komunikace vládních opatření s veřejností a odstraňování takových výdajů státu, které mohou být nahrazeny soukromými výdaji při vyšší míře uspokojení potřeb lidí. Stát supluje v řadě oblastí soukromý sektor, který je často produktivnější, a tím snižuje ekonomický růst. Komparativní výhodu má vláda pouze v poskytování veřejných statků, z nichž část má roli při zmírňování tržních nedokonalostí.³

Ve většině vyspělých ekonomik tvoří více jak polovinu vládního rozpočtu sociální transfery, jejichž případný demotivační efekt je zřejmý. Na druhou stranu selektivní, efektivně fungující sociální síť dodržující princip subsidiarity, je významným stabilizačním prvkem v moderní ekonomice. Institucionalizovaná sociální síť funguje s nižšími transakčními náklady než soukromé charity, slouží jako prevence kriminality a umožňuje se příjemcům dávek dříve zapojit do pracovního procesu. Proti těmto kla-

3) Vyjma samotných veřejných statků jde o monopoly, externality a asymetrii informací.

dům působí rizika v podobě chronického zvětšování sociálních programů a zvyšování míry přerozdělování s dopady na motivaci pracovat jak u příjemců, tak plátců dávek.

Úlohou ekonomů je tyto efekty veřejnosti popsat tak, aby mohl být demokraticky naplněn konsensus nad optimální výší a skladbou veřejných výdajů a příjmů, na které se zaměříme v následující kapitole. Poměr výdajů vládních rozpočtů na HDP dosahuje ve vyspělých ekonomikách historicky nejvyšších hodnot a není výjimkou nadpoloviční poměr. Nejen předlužené vlády by se proto měly nejdříve zaměřit na neefektivní vládní výdaje a až poté volit případně daňovou cestu oddlužení.

2.2.2. Daňové úpravy

Zvyšování daní a současně odstranění deficitů vede v dlouhém období ke stejné agregátní poptávce při nezměněné struktuře, pouze financování výdajů se změní z dobrovolných dluhových na nedobrovolné daňové. Stejně tak, kdyby vláda vytvořila přebytek zvýšením daní, tak zvýšené úspory půjčí zpět vybraným soukromým investorům na jejich výdaje. V krátkém období může za jistých okolností fiskální restrikce způsobit pokles agregátní poptávky. V případě, že drží státní dluhopisy nebankovní subjekty, nebude výpadek poptávky znatelný za předpokladu, že subjekty neomezí ostatní výdaje a kdy se období a míra zvyšování daní kryje s obdobím a mírou snižování veřejného dluhu, případně jsou přebytky rozpočtů ihned půjčeny na soukromé výdaje. Nicméně velkou část dluhu drží banky a okamžité splacení dluhu formou daní může znamenat snížení nominální agregátní poptávky v důsledku poklesu množství peněz, protože určitou dobu trvá, než banky půjčí soukromým subjektům. Stejně jako u výdajů není skokové zvyšování daní vhodné.

Ještě než vláda přistoupí ke zvyšování vybraných daní, je nutné se zamyslet nad Lafferovým bodem (Laffer, 2004). Některé daňové sazby už mohou být tak vysoké, že jejich další zvýšení nepřinese žádný dodatečný příjem z důvodu zvýšení podílu šedé ekonomiky a omezení motivací subjektů k ekonomické aktivitě. Neméně důležité je zaměřit se na jednoduchost daňového systému spolu s účinnou daňovou kontrolou. Odstranění mnohých výjimek a rozšiřování základů učiní daňový systém spravedlivějším a současně omezí daňové podvody. Časté daňové změny zvyšují nejistotu ohledně daňové politiky státu a mohou vést k odkládání spotřeby i tvorby hrubého kapitálu, proto by vlády měly případnou úpravu daňové zátěže důkladně komunikovat s veřejností a provádět v dostatečně dlouhých intervalech.

Proces konsolidace rozpočtů je spojen zpravidla s recesí ekonomiky, proto někteří ekonomové navrhují pro ty země, které nemají plovoucí měnový kurz, tzv. fiskální devalvaci. Jedná se o rozpočtově neutrální daňovou úpravu, kdy se struktura daňové zátěže přesune ze zdanění práce ke zdanění spotřeby. Mechanismus fiskální devalvace by tak měl zpružnit průběh vnitřní devalvace, která stojí na snížení cenové hladiny a mezd, jejíž průběh je značně pomalý a bolestivý.

Mooij a Keen (2012) doporučují fiskální devalvaci z toho důvodu, že podporuje změnu struktury ekonomiky tím, že omezuje dovoz a naopak zvyšuje vývoz. Růst daně z přidané hodnoty zdražuje dovážené zboží, ale netýká se vývozu, naopak snížení daní z mezd zlevní náklady práce a podpoří konkurenceschopnost firem. Tato jednoduchá úvaha má však řadu nedostatků. V případě snížení přímých daní dojde k růstu čisté mzdy a teprve substituční efekt na trhu práce, tedy vyšší nabídka odpracovaných hodin, působí na pokles nákladů práce. Navíc v našem případě je opatření doprovázeno současně zvýšením DPH, což efekt zvýšení čisté mzdy vyruší a není tak jisté, proč by mělo motivovat zaměstnance více pracovat. Zvýšení DPH se však netýká pouze dovezených statků a služeb, ale také v domácí ekonomice vyrobených produktů. Zvýšení nepřímých daní funguje jako nabídkový šok, který se bez měnové akomodace vyrovná pouze poklesem mzdových nákladů.

Martinez, Vulovic a Liu (2011) provedli panelovou regresní analýzu změny struktury zdanění ve prospěch nepřímých daní na širokém vzorku rozvinutých zemí. Empirická analýza nezjistila jasné efekty přesunu k nepřímým daním. Spíše byly potvrzeny přínosy u obecně nižší míry zdanění v podobě podpory soukromých investic a přílivu technologií zvyšujících souhrnnou produktivitu výrobních faktorů.

2.2.3. Inflační cesta

Pro úplnost uvedme také inflační cestu snižování reálné výše vládního dluhu. Jedná se de facto o skrytý způsob zdanění, který je možný pouze při závislé centrální bance na vládě a nedodržování cíle cenové stability.

Efekt překvapení brzy vyprchá a inflace se stane očekávanou, přičemž reagují nominální úrokové míry na delším konci výnosové křivky růstem. Na krátkém konci jsou sazby v moci centrální banky. Inflační snížení hodnoty dluhu tak může fungovat pouze v případě neočekávané inflace a při očekávané inflaci za podmínky vyšší výchozí durace dluhu, případně rolování velmi krátkodobého dluhu při využití nízkých sazeb centrální banky. Dalším kanálem přerozdělování při inflaci je ražebné, které je ziskem centrální banky a jedná se de facto o daň z oběživa. Vyšší nominální úrokové míry zajistí vyšší příjmy z ražebného.

Tento inflační způsob oddlužování vlády není ve vyspělých ekonomikách představitelný. Vyšší inflace postihuje negativně celou ekonomiku a podvazuje dlouhodobý hospodářský růst díky vyšší míře rizika, absenci dlouhodobých investic, snížení ekonomické aktivity a společenské frustraci.

2.2.4. Odepsání dluhu

Poslední možností řešení nadměrného vládního dluhu je jeho odpis a vyhlášení částečného, či úplného bankrotu státu. Do této kategorie počítáme i různé formy nucené

restrukturalizace jako je například odklad výplat kupónů atd. Dopady odpisu dluhu se budou lišit podle toho, kdo vládní obligace drží. Podle analýzy, kterou provedl Emineescu (2011), vyplývá, že domácí finanční subjekty drží v zemích Evropské unie v průměru přibližně polovinu vládního dluhu, přibližně třetina připadá na zahraniční subjekty a zbytek dluhopisů je v držení domácností.

Odpis zahraničních pohledávek za státem nemá přímý vliv na ekonomickou výkonnost v domácí ekonomice, ale určitě se promítne v rizikovějším vnímání země ze strany zahraničí do budoucna a růstu rizikových přírůstků u státních dluhopisů. Snížení čistého jmění domácností přes odpis finančních aktiv může mít přímý dopad v podobě zvýšení nejistoty a důvěry spotřebitelů a odkládání nákupů ze strany domácností. Nicméně podíl vládních dluhopisů v jejich držení je ve vyspělých ekonomikách nízký.

Největší podíl vládních dluhopisů drží bankovní instituce a jejich odpis bude mít nejsilnější dopad na ekonomiku. Bankovní sektor se dostane do ztráty, což může vést až k úplnému zamrznutí nových úvěrů. Při dominantním kanálu financování v evropských ekonomikách může tzv. credit crunch vést k výraznému zhoršení výkonnosti hospodářství. Při opravných položkách vyšších než je suma kapitálu, bude bankovní sektor v insolvenční a nebude schopný vyplácet vklady, protože nemá kvalitní kolaterál pro nákup oběživa od centrální banky. Fond pojištění vkladů může zachránit střadatele některých menších bank, ale v žádném případě nemůže čelit systémovému krachu bank. Ve výsledku tedy při neřízeném bankrotu bank dojde k odpisu vkladů a peněžní kontrakci. Deflace a pokles mezd způsobí problémy při splácení i soukromých půjček a domácnosti výrazně omezí spotřebu, čímž se kruh uzavře a ekonomika bude v deflační spirále pokračovat v propadu.

Role měnové politiky při odpisu bankovních úvěrů a riziku výše uvedeného scénáře bude klíčová. Filardo a kol. (2012) varuje, že odkup vládních dluhopisů na primárním i sekundárním trhu může být v rozporu s hlavním cílem centrální banky. Jácome a kol. (2012) na základě analýzy právních úprav zdůrazňuje, že ve všech vyspělých ekonomikách je odkup vládních dluhopisů centrální bankou na primárním trhu zakázán z důvodu proinflačních rizik a nepříznivé empirické zkušenosti.

Centrální banka však, chce-li dodržet svůj cíl cenové stability, musí zasáhnout na sekundárním trhu odkupem státních dluhopisů z bilancí bank. V opačném případě by riskovala deflací. Oddlužení bank tak není v rozporu s hlavním cílem centrální banky, naopak je jedinou možnou variantou dodržení cíle při systémovém krachu bankovního sektoru.

Centrální banka provedením kvantitativního uvolňování a odkupem dluhu sanuje komerční banky a zabrání zániku vkladů střadatelů. Veškerou ztrátu spojenou s odpisem nakoupených bondů realizuje ve své rozvaze. Nejde tedy o „*tisk peněz*“, protože odkup probíhá ze sekundárního trhu za likviditu, ale de facto umožňuje centrální banka vkla-

dům nezaniknout a tím stabilizovat ekonomiku. Toto opatření není samospasné a je spojeno s náklady v podobě odstranění příjmů pro státní rozpočet z budoucích zisků centrální banky, navíc se hodí pouze jako opatření poslední instance k řešení následků nesplaceného státního dluhu. Při neodstranění příčin nadměrné zadluženosti bude toto opatření způsobovat morální hazard a neefektivní alokaci zdrojů v ekonomice.

Závěr

Článek přehlednou formou pojednává o příčinách, dopadech a nejefektivnějších cestách řešení vládní zadluženosti. Hlavní vnitřní příčinou růstu dluhu je absence institucionalizovaných fiskálních pravidel pro hospodaření s veřejnými prostředky, která by zmírnila systémový problém politického cyklu. Vnější příčiny naopak spočívají ve špatných hospodářských politikách, které vedou, ať již daňovými, či jinými výhodami, soukromé subjekty k neadekvátnímu zadlužení.

Z hlediska proticykličnosti a současně dluhové udržitelnosti fiskální politiky je žádoucí nechat působit cyklické saldo při strukturální vyrovnanosti vládních financí s možností jasně definovaného zvýšení cyklického deficitu v dobách mimořádných propadů ekonomiky. Úroveň zadlužení by měla následně oscilovat kolem nízké a udržitelné úrovně z důvodu zamezení vytěsňování produktivnějších soukromých investičních projektů a růstu rizikových přírůstků v ekonomice.

Z hlediska nastavení podmínek pro oddlužení by měla vláda nastavit stabilní daňové a právní prostředí, odstranit přebytkové regulace bránící volnotržnímu přesunu zdrojů a zmírnit zbytková tržní selhání, aby vytvořila podmínky pro budoucí hospodářský růst. Současně musí vláda odstranit příčiny fiskálních problémů a nakonec zvolit vhodné řešení snižování zadluženosti. Konsolidaci vládních financí je nutné provádět důvěryhodně, aby bylo docíleno potřebného efektu snížení rizikových premií nejen pro státní dluhopisy, ale i pro soukromé dluhy.

Diskusi o struktuře fiskální konsolidace musí předcházet analýza přebytkových vládních výdajů před zvyšováním vybraných druhů daní. Vlády by se v zájmu snížení proticykličnosti fiskální politiky v procesu oddlužování měly vyhnout neřízenému bankrotu bez sanace bankovního sektoru ze strany centrální banky.

References

- [1] BALDACCI, E., BENEDICT, C., SANJEEV, G. Using Fiscal Policy to Spur Growth. *Finance & Development*, 2003, Vol. 40, pp. 29–31.
- [2] BARTH, J.R., G. IDEN, and F.S. RUSSEK. Do Federal Deficits Really Matter? *Contemporary Policy Issues*, 1984, no. 3, p. 79-95.
- [3] BAUM, A, POPLAWSKI-RIBEIRO, M, WEBER, A. Fiscal Multipliers and the State of the Economy. *IMF Working Paper*, 2012, no. 12/286, p. 1 – 34.
- [4] CEBULA, R. Recent evidence on the impact of federal budget deficits on the nominal cost of long term borrowing for private enterprise in the U.S., *Problems and Perspectives in Management*, Volume 7, Issue 1, 2009
- [5] DANIEL, J. Fiscal Adjustment for Stability and Growth. *IMF Pamphlet Series*, 2006, No. 55.
- [6] EMINESCU, I. S. Structure of Government Debt in Europe in 2009. *Eurostat: Statistics in focus*, 2011, no. 3, pp. 1 – 8.
- [7] FILARDO, A., MOHANTY, M., MORENO, R. Central bank and government debt management: issues for monetary policy. *BIS Working Papers*, 2012, no. 67. pp. 51 – 69.
- [8] FRIEDMAN, B. M. Crowding Out of Crowding In? Economic Consequences of Financing Government Deficits. *Brookings Paper on Economic Activity*, 1987, no. 1, p. 593 – 641.
- [9] HEMMING, R. The Effectiveness of Fiscal Policy in Stimulating Economic Activity. *IMF Working Paper*, 2002, No. 202/208.
- [10] JÁCOME, L., MATAMOROS-INDORF, M., SHARMA, M., TOWNSEND, S. Central Bank Credit to the Government: What Can We Learn from International Practices? *IMF Working Paper*, 2012, no.12/16, pp. 1 – 44.
- [11] KOO, R. The world in balance sheet recession: causes, cure and politics. *Real World Economic Review*, 2011, vol. 58. no. 1, p. 17 – 37.
- [12] KOPITS, G. Fiscal Rules: Useful Framework or Unnecessary Ornament. *IMF Working Paper*, 2001, No. 01/145.
- [13] LAFFER, A. The Laffer Curve: Past, Present, and Future. *The Heritage Foundation*, 2004. No. 1765.
- [14] MARTINEZ-VAZQUEZ, J., VULOVIC, V., LIU, Y. Direct versus Indirect Taxation: Trends, Theory and Economic Significance. *Georgia State University*. 2011, no. 09-11, p. 1 – 63.
- [15] Ministerstvo financí ČR. Fiskální výhled ČR. 2012.
- [16] MITCHELL, B. R. *British Historical Statistics*. Cambridge University Press. 1988,

1st issue, pp. 816 – 850.

- [17] MOOIJ, R., KEEN, M. Fiscal Devaluation and Fiscal Consolidation: The VAT in Troubled Times. International Monetary Fund, 2012, no. 12/85, p. 1 – 48.
- [18] OECD. Economic Policy Reforms: Going for Growth. OECD Country Notes, 2013.
- [19] WYPLOZS, C. Fiscal Policy: Institutions versus Rules. National Institute Economic Review, 2005, no. 191, p. 70 – 84.

Ing. Zdeněk Píkhart, Ministerstvo financí ČR, odbor finanční politiky