

Working Papers Pracovní texty

Working Paper No. 1/2003

Rehabilitujeme fiskální makroekonomickou stabilizaci?

Stanislav Šaroch
Petr Pavelek
Michal Andrlé

INSTITUT PRO EKONOMICKOU A EKOLOGICKOU POLITIKU

A

KATEDRA HOSPODÁŘSKÉ POLITIKY

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE – FAKULTA NÁRODOHOSPODÁŘSKÁ

Institut pro ekonomickou a ekologickou politiku
Vysoká škola ekonomická v Praze – Fakulta národohospodářská
Katedra hospodářské politiky

Pracovní text číslo 1

Rehabilitujeme fiskální makroekonomickou stabilizaci?¹

Projekt: GAČR 402/02/1290A

Stanislav Šaroch

Petr Pavelek

Michal Andrlé

Stanislav ŠAROCH – University of Economics, 4, W. Churchill Sq., CZ – 130 67 Prague 3
(e-mail: saroch@vse.cz)

Petr PAVELEK – University of Economics, 4, W. Churchill Sq., CZ – 130 67 Prague 3
and Ministry of Finance, Letenská 15, CZ – 118 10 Prague 1 (e-mail: pavelek@vse.cz)

Michal ANDRLE – University of Economics, 4, W. Churchill Sq., CZ – 130 67 Prague 3
(e-mail: andrle@vse.cz)

¹ Tento příspěvek je rozšířenou verzí příspěvku prezentovaného na 2. výroční konferenci České společnosti ekonomické 21. 11. 2002, vznikl za podpory grantu GAČR 402/02/1290

Abstract

Fiscal Macroeconomic Stabilization: A New Era?

This article aims to argue with the wide-spread perception of discretionary fiscal policy as a poor macroeconomic stabilization tool, especially in comparison with the contemporary performance of monetary policy. European Monetary Union member states are hit by the asymmetric shocks or respond dissimilarly to a common shock. This is the strongest reasoning for the rehabilitation of active fiscal macroeconomic stabilization. Prudent fiscal and debt management policies are powerful to mitigate the economic impacts of various shocks at a national level and thus to replace the loss of autonomous monetary and exchange rate policy.

The resurrection of fiscal policy is contingent on the effective institutional framework for its implementation. The principle of proposed reforms in fiscal policy stems from political economics background and corresponds to recent reforms in monetary and public debt management institutions. The only way how to address the traditional incentive constraints of policy discretion is to set up an independent fiscal agency outside of ministry of finance.

JEL Classification: E61, H30, H63

Keywords: fiscal policy – public debt management – political economics – stabilization policies

Obsah

1. Úvod	4
2. Politická ekonomie a instituce	5
3. Fiskální diskréční stabilizace	7
4. Účinnost a analytický rámec hodnocení fiskální politiky	9
5. Ekonometrické modely při hodnocení účinků fiskální politiky	17
6 Autonomní dluhové agentury – cíle a fiskální stabilizace.....	20
6. 1 Praktický dluhový management	21
6. 2 Teoretický dluhový management a fiskální agentura.....	24
7. Závěr	26
Literatura	27

1. Úvod

Fiskální stabilizační politikou tradičně rozumíme aktivní využití státního rozpočtu k vyhlazování makroekonomických fluktuací prostřednictvím ovlivňování agregátní poptávky. Zatímco automatické stabilizátory, coby aktivistická fiskální pravidla, jsou permanentně implementovány v rozpočtovém systému za účelem anticyklického působení na agregátní poptávku, fiskální diskrece se v posledních třiceti letech vytratila z instrumentaria praktické hospodářské politiky.

Diskreční fiskální stabilizace se zdiskreditovala během keynesovské éry a od 70. let se jí nepodařilo získat zpět tuto ztracenou kredibilitu a stát se rovnocennou měnové politice, která naopak zaznamenala boom zejména v souvislosti s konstituováním politicky nezávislých centrálních bank a s konsensuálním důrazem politických autorit na cenovou stabilitu v ekonomice. Reálný vývoj ve vyspělých zemích OECD ovšem ukázal, že i bez tradičního keynesovského používání státního rozpočtu k vyhlazování cyklu došlo k permanentní akumulaci rozpočtových deficitů a veřejného dluhu. To dále výrazně omezilo případnou možnost opětovného nasazení diskreční fiskální stabilizace a na pořad dne se dostala spíše otázka dlouhodobé udržitelnosti dluhové akumulace a fiskální konsolidace.

Devadesátá léta přinesla určitý posun v uvažování, který se odrazil mimo jiné v revizi přístupu k tradičnímu sporu pravidla versus diskrece v hospodářské politice. To nejlépe dokumentuje přechod na měnovou strategii cílování inflace ve většině vyspělých i rozvíjejících se zemích. Akademický výzkum i rétorika centrálních bankéřů kladou důraz na tzv. flexibilní variantu této strategie. To ovšem jinými slovy znovuoživuje zájem, resp. víru v krátkodobou diskreční stabilizační roli měnové politiky zejména v souvislosti s ekonomickými šoky.

Vznik Evropské měnové unie a nadnárodní monetární autority v prostoru s asymetrickým působením šoků na jednotlivé členské národní ekonomiky je jedním z nejsilnějších argumentů pro rehabilitaci fiskální diskrece, která může nahradit ztrátu autonomní měnové a kursové politiky při zmírňování efektů vnějších šoků na úrovni členských států. Nutným

předpokladem pro úspěšnost této rehabilitace je ovšem vytvoření efektivního rámce pro její implementaci, jehož základem je především adekvátní institucionální reforma ve fiskální oblasti na stejné bázi jako v případě monetárních institucí.

Cílem příspěvku je upozornit na současnou diskusi institucionálního uspořádání národních fiskálních autorit. Argumentace je vedena ve stejné rovině jako v případě vzniku nezávislé centrální banky. V případě daňové a výdajové politiky se pohybujeme zatím pouze v akademické rovině. Zřetelným důkazem toho, že politicko-ekonomické důvody nevedly doposud pouze ke vzniku nezávislé měnové politiky, jsou organizační a institucionální reformy politiky dluhového managementu ve vyspělých zemích Evropské unie (EU) a OECD

v 90. letech, včetně některých kandidátských zemí na vstup do EU.

2. Politická ekonomie a instituce

Při hledání cesty k rehabilitaci krátkodobé fiskální stabilizace je korektní vycházet ze stejné argumentace, která stojí na pozadí zdůvodnění významu nezávislosti centrální banky (CBI), případně autonomního úřadu pro řízení státního dluhu (ADMO). Tato argumentace je totiž zcela relevantní pro každou oblast veřejné politiky, která může z hlediska dlouhodobé efektivnosti „trpět“ působením motivačních omezení tvůrců hospodářské politiky. Pozitivní analýza těchto omezení je doménou nové politické ekonomie, stejně jako normativní doporučení prostředků k jejich zmírňování či překonávání (viz Persson, Tabellini 2000).

Politická motivační omezení a časová nekonzistence vnášejí distorze do rozhodovacího procesu tvůrců politik a jsou tak argumentem proti přítomnosti přílišné míry diskrece. Tradiční pravidla díky neexistenci „Božské supervize“ jejich dodržování problém kredibility sama o sobě neřeší. Navíc při jejich implementaci tvůrci politik narážejí na trade-off kredibilita versus flexibilita. I kdyby bylo optimální stavově-podmíněné pravidlo kredibilní z hlediska vynutitelnosti, nebude kredibilní z důvodu nedostatečné transparentnosti pro veřejnost. Jednoduché fixní pravidlo zase není schopno zajistit optimální reakci na ekonomické šoky (příkladem je Friedmanovo pravidlo nebo pravidlo

vyrovnaného státního rozpočtu). Toto je známý bludný kruh tradičního sporu pravidla versus diskrece v hospodářské politice.

Pokud pravidla selhávají, je potřeba hledat jiné institucionální řešení. Tím je odclonění od krátkodobých motivací politiků a konstituování politicky autonomní instituce. Nejde o žádný útok na demokracii, pouze o *jasnější vymezení hranice mezi „politickým“ rozhodováním o cílech a „technokratickým“ rozhodováním o cestách k jejich efektivnímu dosažení*. Debata o demokratickém deficitu je známa především z centrálního bankovníctví a vyústila ve zdůrazňování zodpovědnosti takto odcloněných institucí. Přes různá akademická doporučení motivačních a penalizačních schémat pro jejich vrcholné představitele je v praxi realizována nepřímá forma zodpovědnosti, která spočívá ve zvyšování transparentnosti, v úsilí komunikovat s trhy a odbornou veřejností a v budování reputace v čase. Zkušenosti s nezávislou měnovou politikou nám zřetelně dokumentují, že i v systému s přetrvávající diskrecí jsou politicky nezávislé instituce schopné sledovat rozumné hospodářské politiky. Důkazem je úspěch centrálních bank při udržování cenové stability. Naopak fiskální politika, která byla ponechána v rukou politiků, generovala fiskální nerovnováhu a ztratila stabilizační vliv na ekonomiku.

Diskusí o centrálním bankovníctví na uvedené téma proběhlo mezi českou odbornou veřejností celá řada (viz např. ČSE 1999 nebo CEP 2000). Naším cílem v tomto příspěvku je vyvolat diskusi o možnostech konstituování nezávislých autorit i v jiných oblastech veřejných politik ve stejném duchu jako je separace měnové politiky. Tyto paralely lze nalézt u řady autorů – např. Blinder (1997, 1999) se zabývá daňovou agenturou, Wren-Lewis (2000) se zaměřuje na fiskální autoritu, Magnusson (1999) nebo Kalderen, Blommestein (2002) vymezují uspořádání a roli dluhové agentury. Argumentace je postavena na třech základních pilířích (Blinder 1997). Tyto můžeme při aplikaci na fiskální stabilizační politiku shrnout následovně:

- a) specialisté jsou schopni pravděpodobně lépe a jednodušeji sestavit systém veřejných financí než amatéři z politické sféry, případně špičky byrokratického aparátu,

- b) efekty fiskální politiky působí v různých časových obdobích v různém gardu, proto aby působila příznivě v dlouhém horizontu, je žádoucí odstínit je od krátkodobého časového horizontu politiků daného často termínem konání příštích voleb,
- c) omezení prosazování jasně nevyslovených partikulárních zájmů, které jsou ve fiskální politice zřetelnější než v případě politiky měnové.

Z hlediska tradiční literatury o časové nekonzistenci je zajímavý první argument, který vlastně znamená separaci agentury z důvodu sofistikovanějšího a zodpovědnějšího provádění diskrece, nikoliv replikace závazkové technologie svázáním rukou tvůrcům rozhodnutí, kteří jsou nyní ovšem politicky nezávislí (viz Romer, Romer 1996).

Klíčovým atributem tohoto institucionálního uspořádání je *cílová závislost* autonomie agentury na vládě a Parlamentu. Ideální pro kredibilitu systému je také existence *samostatného zákona* (typu zákona o centrální bance), který tyto cíle vymezuje, jakož i konkretizuje vztahy a komunikaci mezi agenturou, jejím supervizorem a dalšími subjekty, zejména těmi, se kterými koordinuje svá rozhodnutí.²

3. Fiskální diskreční stabilizace

Námítky proti možnosti používat diskreční fiskální stabilizaci jsou ve skutečnosti především kritikou institucionálního uspořádání, které může místo diskreční stabilizace docílit opačných efektů. *První* standardní námitkou je, že díky krátkozrakému chování politiků bude fiskální diskrece asymetrická, což má nepříjemné dopady v nárůstu státního zadlužení. Snižování daní v recesi je daleko populárnější, než jejich zvyšování v období přehřátí.³ *Druhou* standardní námitkou je časová nekonzistence v hospodářské politice a z ní plynoucí inflační výchylka. Častěji se sice používá ve spojitosti s měnovou politikou, ale při diskusi o fiskální politice se dá použít prakticky ekvivalentně.

² Posledně citovaná studie Romer, Romer (1996) v případě měnové politiky doporučuje cílovou i instrumentální nezávislost centrální banky. Většina literatury o cílování inflace doporučuje pouze instrumentální nezávislost.

³ Zajímavou otázkou je, do jaké míry může být toto standardní tvrzení konzistentní s chováním spotřebitele, který se blíží ricardiánské ekvivalenci.

Oba argumenty zvýrazňují rozdíl mezi diskreční fiskální politikou a automatickými fiskálními stabilizátory. Automatické stabilizátory nejsou „zatíženy“ rozhodovacím či implementačním zpožděním, a protože působí automaticky a symetricky, nevedou k inflačním výchýlkám či jednostranným pohybům úrovně státního dluhu směrem vzhůru. Fakt, že mnoho ekonomů zdůrazňuje důležitost automatických stabilizátorů bez toho, aby holdovali pro fiskální diskreci, jasně vypovídá, že její současný institucionální rámec považují pro její úspěšné provádění za velmi vážnou překážku (např. Cecchetti, 2002).

V současném institucionálním rámci se tyto argumenty pro automatické stabilizátory a proti fiskální diskreci zdají silné. Tento stav je ale třeba označit za velmi nešťastný, neboť existují situace, kdy je monetární politika neschopná hrát stabilizující roli, nebo její provádění má negativní dopady, které by mohly být eliminovány či zmírněny fiskální akcí. Evidentními příklady takovýchto situací jsou:

- a) stav, kdy ekonomika je součástí měnové unie a utrpí asymetrický šok, nebo asymetricky reaguje na společný šok,
- b) i když ekonomika má vlastní měnu, použití monetární stabilizace může vést k změnám ve struktuře ekonomiky. Je totiž známou věcí, že změny úrokových měr mají sektorově asymetrický dopad. Vyšší úrokové sazby například silněji dopadají na sektory výstavby a produkce investičních statků než na sektor služeb. Navíc směr úrokové diskrece se může posilovat efektem na měnový kurs, což má potenciální dopad pro konkurenceschopnost „traded goods“,
- c) stav, kdy se ekonomika dostane do likviditní či deflační pasti.

V těchto situacích může být fiskální diskrece dobrou náhradou či podporou monetární stabilizace. Navíc může být fiskální akce ve specifických situacích „ušita na míru“. Dobrým příkladem z poslední doby je snaha irské vlády tlumit zvýšenou progresí v „dani z převodu nemovitostí“ růst cen na trhu realit.

I přes varování nové politické ekonomie před fiskální diskrecí se ukazuje, že pokud vyspělé země nenarážejí na bariéry růstu veřejného dluhu, diskreční opatření ve fiskální politice mohou působit stabilizačně jak dokumentuje následující tabulka 1.

Tabulka 1**Proměnlivost ekonomické aktivity a veřejných financí za a bez použití diskreční fiskální politiky**

	fiskální postavení ve chvíli poklesu na poč. 90. let ^b	harmonický průměr odhadů produkční mezery v letech 1991-1999		čisté půjčky, procento z HDP v roce 1999		hrubý dluh, procento z HDP v roce 1999	
		aktuální	při neutrální diskreční fiskální politice	aktuální	při neutrální diskreční fiskální politice	Aktuální	při neutrální diskreční fiskální politice
USA	mírné	1,4	3,8	1,0	-5,0	62,4	76,2
Japonsko	mírné	2,3	4,6	-6,0	16,3	97,3	22,9
SRN	pevné	1,3	1,6	-1,6	-6,5	62,6	72,7
Řecko	pevné	1,8	4,4	-1,6	-13,4	108,8	152,0
Irsko	pevné	3,1	3,8	3,4	0,5	43,9	53,2
Evropa (průměr)	pevné	1,4	0,6	-1,6	-9,6	74,8	95,3

Poznámka: Tabulka v originálním prameni, ze které je čerpáno, uvádí shodný počet procyklických a anticyklických chování diskreční politiky v jednotlivých zemích. Ve Spojených státech a v Japonsku diskreční opatření kráčela ruku v ruce s působením vestavěných stabilizátorů. Budoucí Eurozóna stlačovala výši svého zadlužení a v diskreci se tak chovala spíše procyklicky.

Pramen: OECD Economic Outlook, 1999 č. 66, s. 143.

Je tedy na místě nikoliv apriori odmítat tento typ stabilizační politiky, ale hledat institucionální uspořádání, které by odfiltrovalo rozhodování o fiskální politice od zájmových skupin. Za plně relevantní lze označit argumenty Blindera (1997) uvedené výše. Možný rozsah „zefektivnění“ daňově-výdajové politiky ukazují ve své práci např. Tanzi, Schuknecht (2000).

4. Účinnost a analytický rámec hodnocení fiskální politiky

Pokud uznáme výše uvedené argumenty pro provádění fiskální diskrece a tato politika má být svěřena do rukou nezávislého orgánu *Fisc*, je třeba se zabývat jednak tím, jak současná

ekonomická teorie dokládá účinnost fiskální diskrece a jednak tím, v jakém analytickém prostředí by byla fiskální diskrece tvořena.⁴

Je tedy značně důležité, aby se ekonomická teorie i analytická praxe v takovéto instituci zabývaly podrobně účinky fiskální politiky a podávaly základní *kvalitativní* závěry, které mohou být potom konzistentně vtělovány do aplikovaných ekonomických (ekonometrických) modelů, používaných při *kvantitativním* hodnocení fiskální politiky a ostatních faktorů hospodářského vývoje.

Protože *Fisc* by měl současně se stabilizací hospodářského cyklu dbát také o udržení intertemporálně solventní a hospodářský růst nepodlamující fiskální politiky, je třeba, aby při svém rozhodování vycházel z úvah a modelů, které mají mikroekonomickou fundaci, zabudovávají do prostředí intertemporální chování agentů a nezanedbávají interakci stavových a tokových veličin.

Mikroekonomicky podložený přístup k makroekonomickým modelům je dnes již standardní součástí moderní makroekonomie. Při uvažování racionálních optimalizujících spotřebitelů však s ohledem na fiskální politiku může vyvstat námitka neúčinnosti fiskální politiky s ohledem na platnost *ricardovské ekvivalence* (RE). Opustíme-li však předpoklad existence spotřebitele s nekonečným životním horizontem, činíme základní – nikoliv však jediný – odklon od RE.

Wren-Lewis (2000) a Leith, Wren-Lewis (2000) analyzují stabilizační účinky fiskální politiky spolu s interakcemi s měnovou politikou v prostředí uzavřené ekonomiky a (i) intertemporálně maximalizujících subjektů, (ii) nominálních strnulostí a (iii) nedokonalé konkurence.⁵ Pracují se *standardním* Blanchard-Yaariho modelem (B-Y) překrývajících se generací, čímž se vymaňují ze světa RE (Blanchard 1985), (Blanchard, Fischer 1989).

⁴ Zkratku *Fisc* používanou v dalším textu pro orgán ekvivalentní americkému Fedu a provádějící nezávislou fiskální politiku přebíráme z Dornbusch, Fischer 1994, s. 416.

⁵ Jde o tři významné charakteristiky NOEM (*New Open Economy Macroeconomics*) literatury, navazující mimo jiné na Obstfeld, Rogoff (1996).

Základní verze B-Y modelu předpokládá spotřebitele, kteří čelí po celý život konstantní a shodné pravděpodobnosti smrti k , díky čemuž je model také nazýván modelem „věčného mládí“ (perpetual youth).⁶ V každém okamžiku se narodí nová kohorta se stejnou pravděpodobností smrti. Ačkoliv každý jednotlivec čelí nejistotě ohledně okamžiku smrti, velikost kohorty se mění deterministicky. Uvažování jedinci maximalizují svůj celoživotní užitek, aniž by se zajímali o užitek svých potomků či rodičů, což je také prvkem odchylky od RE. Aby nedocházelo k nezamýšlenému dědictví v okamžiku náhlé smrti, existuje pro tento případ pojištění. Každý subjekt kumulující bohatství, čelící nejistotě smrti aniž by si toto bohatství „užil“ se může pojistit tak, že pojišťovna vyplácí spotřebitelům za jejich života prémii ze stávajícího bohatství subjektu výměnou za přenechání celkového bohatství při nastání smrti.⁷ Kromě tohoto příjmu mají své finanční bohatství úročeno reálnou úrokovou mírou r .

Wren-Lewis (2000) spolu s Leith, Wren-Lewis (2000) uvažuje logaritmickou užitkovou funkci, kdy uživatelé z generace s v čase z získávají užitek ze spotřeby $c(s, z)$ a držení reálných peněžních zůstatků.⁸ Celkové bohatství je tvořeno v jeho modelu finančním bohatstvím $w(s, z)$ - vládní dluh a peněžní zůstatky, bez existence kapitálu, a lidským bohatstvím $h(s, z)$ - diskontovaná současná hodnota pracovních příjmů a zisků. Všichni spotřebitelé nabízejí neelasticky stejné množství práce a dostávají shodný podíl na ziscích firem (blíže viz Leith, Wren-Lewis 2000). Individuální spotřebitel maximalizuje svůj celoživotní užitek vzhledem ke svému rozpočtovému omezení:

$$\frac{dw(s, z)}{dz} = [r(z) + k]w(s, z) + y(s, z) - t(s, z) - c(s, z) - [r(z) + \pi(z)]m(s, z), \quad (1)$$

⁶ Náhodná proměnná „čas do smrti“ tak má exponenciální rozdělení a lze dokázat, že na k^{-1} lze nahlížet jako na efektivní horizont daného jedince, s $k \rightarrow 0$ přecházíme do nekonečného horizontu.

⁷ Jiné nejistoty než individuální nejistota smrti v modelu nejsou uvažovány. Vzhledem k deterministickému vývoji kohorty ovšem pojišťovny nečelí nejistotě žádné a s určitostí dosahují nulového zisku.

⁸ Konkrétní předpokádaný tvar momentální užitkové fce je $\{v \ln[c(s, z)] + (1 - v) \ln[m(s, z)]\}$ nicméně tento restriktivní předpoklad o relativní averzi k riziku lze poměrně snadno opustit, stejně jako změnit charakteristiky užitkové funkce.

kde π je míra inflace, $y(s, z)$ je pracovní příjem a příjem ze zisku a $t(s, z)$ daň z hlavy, a vzhledem k podmínce transversality.

Za uvedených předpokladů o populaci, distribuci pracovních příjmů a bohatství lze výsledky agregovat, a odvodit funkci agregátní soukromé poptávky (Leith a Wren-Lewis, 2000):

$$C(t) = v(k + \rho)[H(t) + W(t)], \quad (2)$$

jež je konkrétní podobou obecné agregátní funkce soukromé poptávky v B-Y modelu:

$$C(t) = MPC[H(t) + W(t)], \quad (3)$$

kde mezní a průměrný sklon ke spotřebě (MPC) je závislý na uvažované pravděpodobnosti smrti k , subjektivní míře časové preference ρ , předpokladech o rozdělování pracovního příjmu v čase (např. Blanchard 1985). Tento „obecný“ tvar poptávky celkového soukromého sektoru je důležitý jednak pro traktovatelnost teoretických modelů, ale také pro použití v komplexnějších ekonometrických modelech. Celkové vládní omezení ve Wren-Lewisově modelu lze zapsat jako

$$\frac{dW(t)}{dt} = r(t)W(t) + G(t) - T(t) - [r(t) + \pi(t)]M(t), \quad (4)$$

přičemž je vláda také omezena dodržením podmínky transversality.⁹ V tomto modelu tedy fiskální politika operuje pouze s agregátními vládními výdaji $G(t)$ a daněmi z hlavy $T(t)$. Uplatněn je obvyklý předpoklad, že vláda své výdaje alokuje shodně jako soukromé

⁹ Jelikož $Y = C + G$, lze získat z rovnice (4) rovněž agregátní rozpočtové omezení soukromého sektoru. Co se týká rozdílů mezi rozpočtovým omezením individuálního spotřebitele a agregátním rozpočtovým omezením je výrazná odchylka v úročení finančních aktiv. Jednotlivý spotřebitel má svá finanční aktiva úročena mírou $r(t)$ a rovněž dostává prémii $kw(t)$. Na agregátní úrovni je však nutno vzít v úvahu redistribuci „pozůstalosti“ od zemřelých k nově narozeným prostřednictvím pojišťovny.

subjekty, vládní výdaje v tomto teoretickém modelu neobsahují mzdy zaměstnanců. Reálné peněžní zůstatky, stejně jako vládní dluhopisy jsou pasívum vlády.

Wren-Lewis (2000) a Leith, Wren-Lewis (2000) zapracovávají do modelu nominální strnulosti na základě přístupu uvedeného v Calvo (1983). Tento přístup je v literatuře poměrně používaný způsob zapracování nominálních strnulostí, neboť je jednoduchý – neendogenizuje důvod strnulosti. Firmy nadány dokonalým předvídaním mohou měnit ceny své produkce pouze tehdy, pokud k této změně obdrží „signál“. V daném období tak může měnit ceny pouze část firem. Pro jednoduchost se předpokládá, že cenový signál je popsán geometrickým rozdělením, které je nezávislé na historii signálu. Očekávaná délka trvání cenové kotace tak je $1/\delta$, kde δ je exogenně nastavený, pozitivní parametr pravděpodobnostního rozdělení. Své ceny firmy stanovují v očekávání cen ustavených konkurencí a dle prognózy vývoje agregátní poptávky. Ceny nastavené daném období jsou tak rostoucí funkcí očekávaných cen a poptávkového převisu (vůči stálému stavu). V důsledku těchto předpokladů je potom cenová hladina (agregátní cenový index) $P(t)$ predeterminovanou proměnnou modelu neboť její velikost je dána historií cenových kotací. Na druhé straně ovšem cenová kotace firmy v současném období je určována budoucím vývojem, který je určen až po utvoření agregátní poptávky. Podle Calvo (1983) pak můžeme vyjádřit změnu míry inflace $\dot{\pi}(t)$ jako

$$\dot{\pi}(t) = -b(Y - \bar{Y}) \quad b > 0, \quad (5)$$

Politiky v popisovaném modelu nejsou výrazně kvalitativně ovlivněny dopředu. V základním případě je tak míra inflace klesající s očekávaným převisem poptávky. Jde ovšem o logický závěr o chování uvedených firem, neboť nečekaný skok v převisu poptávky vůči stálému stavu vede v důsledku dokonalé předvídavosti firem k okamžitému pozitivnímu skoku v míře inflace, jež bude následován obdobím, kdy se inflace bude navracet ke své dlouhodobé úrovni. Výraz (5) je pak možné zapsat pro změnu inflace vůči stálému stavu (Leith, Wren-Lewis 2000). Autoři zároveň demonstrují, že účinky fiskální politiky v popisovaném modelu nejsou kvalitativně ovlivněny dopředu- či dozadu hledící Phillipsovou křivkou.

Reakční funkce měnové politiky je uvažována jako:

$$r(t) = \bar{r} + \mu(\pi(t) - \pi^*), \quad (6)$$

kde \bar{r} je reálná úroková míra konsistentní se stálým stavem, π^* je cílovaná hodnota míry inflace. Wren-Lewis (2000) zkoumá na základě výše uvedeného modelu¹⁰ efekt fiskálních šoků (daňového a vládních výdajů) při existenci alternativních fiskálních pravidel:

$$G(t) = \bar{G} - \xi(B(t) - \bar{B}) + u(t) \quad (7a)$$

$$T(t) = \alpha Y(t) + \xi(B(t) - \bar{B}) + u(t), \quad (7b)$$

kde přizpůsobení je závislé na odchylce aktuálního dluhu od úrovně dluhu konsistentního se stálým stavem, kde ξ udává sílu zpětné vazby. Pravidlo ovšem umožňuje obvyklou možnost diskrece prostřednictvím složky $u(t)$.

Tento naznačený model je obecným často používaným rámcem pro modelování chování spotřebitele v modelech odchylovajících se od ricardovské ekvivalence. Právě konečný horizont subjektů je důvodem k jejímu opuštění, neboť vládní dluh v tomto modelu představuje pro spotřebitele čisté bohatství. Při dluhové expanzi fiskální politiky zde existuje podle k rostoucí pravděpodobnost, že v okamžiku odpovídajícího navýšení daňové zátěže u toho již daný spotřebitel nebude. V kalibrovaném modelu, jehož základní rysy jsme představil Wren-Lewis (2000), předvádí účinky vládních výdajů a daňové politiky – při šoku ve vládních výdajích nastává přizpůsobení popisované vztahem (7a), při daňovém šoku je uplatněna reakční funkce (7b).

Ukazuje se, že účinek dočasného daňového šoku má téměř zanedbatelný dopad na reálnou ekonomiku, na produkt. To i přesto, že jsme vystoupili ze světa ricardovské ekvivalence a spotřebitelé mají konečný horizont. Hlavním důvodem je fakt, že i přes toto nastavení

¹⁰ Jeho úplnou, log-linearizovanou verzi, uvádějí Leith, Wren-Lewis (2000) spolu s podmínkami stability.

modelu (rozumná velikost k) vyhlazují spotřebitelé průběh své spotřeby přes výrazný počet období. Zároveň daně nemají přímý dopad na produkt, čímž je také dopad na inflaci nižší než v případě politiky působící přes vládní výdaje, a tak je nižší dopad na reálnou úrokovou míru, a tedy také na změnu chování spotřebitelů. Dopad na inflaci je ovšem v prvním období závislý na celkovém očekávaném poptávkovém převisu. Při uvažování dozadu hledící Phillipsovy křivky, kdy prvotní dopad na inflaci není funkcí celkového očekávaného poptávkového převisu, je dopad na inflaci nižší, stejně jako nižší dopad na úrokovou míru, a tedy větší dopad na produkt. I přesto se zdá být efekt této politiky mírný.

Oproti tomu účinek vládních výdajů se zdá být mnohem výraznější. Ačkoliv přímý vliv na agregátní poptávku vede k silnějšímu vlivu na míru inflace (při dopředu i zpět hledící Phillipsově křivce), vyvolaná změna reálné úrokové míry nedokáže výrazněji vytěsnit dopad vynaložených výdajů. Je zřejmé, že pro účinek této politiky je klíčová velikost nominální inerce v ekonomice. S růstem nominální inerce je inflace méně volatilní a efekt výdajové fiskální politiky je větší. Aby byl efekt vládních výdajů tedy zcela vytěsněn, změna reálné úrokové míry by musela být o mnoho výraznější, což však může vést k nerealistickým hodnotám parametru μ (Wren-Lewis 2000).¹¹

Ačkoliv model v Leith, Wren-Lewis (2000) není příliš sofistikovaný a je svázán výraznými omezeními (uzavřená ekonomika, exogenní nabídka práce, logaritmická užitková funkce, absence řádně artikulované nabídkové strany, použití pouze daní z hlavy, atd.), uvedené výsledky jsou důležité pro přijetí úhlu pohledu na analýzu fiskální politiky. Navíc tento model uspokojivě reprezentuje „typ“ modelů vhodných pro analýzu fiskální politiky při opuštění ricardovské ekvivalence. Možnosti pokročilejší analýzy v rámci úprav B-Y modelu lze nalézt v Heijdra, Lighthart (2000), kteří analyzují daň z kapitálu, práce a spotřeby v prostředí endogenní nabídky práce. Na fiskální politiku v prostředí endogenní nabídky práce se také soustředí Ganelli (2002a). Jako ve zde uvedeném modelu, je důležité pracovat jak s opuštěním ricardovské ekvivalence, tak nominální inerce a nedokonalé konkurence *zároveň*. Ganelli (2002b) konstatuje, že pouze jedno či druhé odbočení od

neoklasického benchmarku není postačující pro odvození skutečnosti, aby vládní výdaje měly krátkodobě pozitivní efekt na výstup.¹²

Důvodem, proč prezentujeme právě model uvedený ve Wren-Lewis (2000), je jednak skutečnost, že zde autor porovnává účinek fiskální politiky prováděné skrze vládní výdaje a daň z hlavy v jednoduchém teoretickém, kalibrovaném modelu, ale zároveň v modelu ekonometrickém, komplexnějším, používaném pro praktickou HP. Naznačený model je totiž možno „zjemňovat“ ve dvou základních směrech, z nichž první je zrealističtění předpokladů v těchto teoretických modelech. Druhým směrem je zpracovávat tyto předpoklady do *teoreticky konzistentních* ekonometrických modelů.

Důležité je se také zamyslet nad teoretickým modelováním vládních výdajů, které jsme zde prezentovali jako relativně mocný nástroj. Učiněný předpoklad, že vládní výdaje jsou vynaloženy ve shodné struktuře jako soukromé statky, není zcela realistický.¹³ Vládní výdaje mohou být směřovány do infrastrukturních projektů, apod., což lze zachytit obtížně, ale při mikroekonomickém přístupu k vládním výdajům by mohly být učiněny dodatečné předpoklady o vlivu na produkční schopnost ekonomiky. V některých zemích je také možno vysledovat „domácí výchylku“ vládních výdajů, tj. zaměření na nákup domácích statků, čímž je opět porušen výše uvedený předpoklad, s důsledkem na vnější rovnováhu.

Dále jsme implicitně předpokládali, že nedochází k „přímému vytěsnění,“ neboť úroveň vládních výdajů byla vyloučena z užitkové funkce. Pakliže ji začleníme, otevírá se prostor pro úvahu, zda a v jaké míře jsou vládní a soukromé výdaje komplementy, substituty či jsou nezávislé. Významnou roli tedy může hrát předpoklad o separabilitě vládních výdajů v užitkové funkci. Ganelli (2002d) ukazuje velice závažné důsledky užitkové funkce spotřebitele při separovatelné a neseparovatelné specifikaci.¹⁴ Závažnost této otázky se datuje samozřejmě již od dob Keynesových a je obzvláště zajímavé je srovnávat s výstupy

¹² Ganelli (2002b) používá místo nominální strnulosti motivované Calvo (1983), ale explicitní časově závislé (*time-dependent*) cenové fixace.

¹³ Skutečnost, že značná část vládních výdajů, tj. známého G je tvořena mzdovými výdaji, nemusí být v těchto teoretických model kritická (vyjma kalibrace). Může mít však závažné důsledky v ekonometrických modelech.

¹⁴ Vstup „celkových výdajů“ (soukromých a vládních) do užitkové funkce může mít také zajímavé důsledky na poptávku po penězích.

modelu IS-LM-BP. Vládní aktivity také často absorbují zdroje, jež by jinak byly dostupné soukromému sektoru. Analýzu na tato témata rozvíjejí pro malou, otevřenou ekonomiku také např. Frenkel, Razin (1989), spolu s *intertemporální analýzou* vládních výdajů na platební bilanci, úrokové míry, atd.

Lze najít i další otázky, které je nutno zkoumat v souvislosti s přímým působením fiskální politiky, obzvláště vládních nákupů a dalších realističtějších daňových nástrojů. Vydejme se však druhou cestou zrealističtění analýzy účinků fiskální politiky – výstavbu ekonomických (ekonometrických) modelů.

5. Ekonometrické modely při hodnocení účinků fiskální politiky

Má-li efektivně provádět diskreční fiskální politiku nezávislá agentura *Fisc*, musí mít vybudovanu širokou paletu modelových a expertních nástrojů. Jak jsme již předeslali, Wren-Lewis (2000) analyzuje účinek fiskální politiky kromě uvedeného teoretického, kalibrovaného modelu, také komplexnějším ekonometrickým modelem COMPACT (Darby *et al.* 1999, viz také <http://www.strath.ac.uk/Departments/Economics/Compact/compact.html>.) Jedná se o model postavený se silnou teoretickou fundací s odkazem na intertemporálně optimalizující subjekty a spotřební funkcí odvozenou na základě B-Y modelu. COMPACT byl jedním z prvních modelů tohoto typu pro Velkou Británii vůbec. Takto teoreticky vymezených (s ohledem na spotřebitele) modelů je dnes již více, jmenujme např. QUEST-II nebo francouzský MARCOS. Agregátní soukromá spotřeba v modelu je prezentována na základě vztahu (3). Model obsahuje odhad podílu úvěrově omezených spotřebitelů pro Velkou Británii a tento podíl je v modelu řízen exogenní proměnnou určující míru liberalizace finančních trhů; výsledná specifikace spotřební rovnice je v souhrnu mnohem složitější než (3). Soukromá spotřeba se tedy mění v závislosti na očekávaných změnách lidského bohatství (diskontovaného celoživotního pracovního příjmu) a dle vlivu reálné úrokové míry na průběh spotřeby v čase – shodně jako v teoretickém modelu.

V rámci tohoto modelu Wren-Lewis (2000) potvrzuje *kvalitativní závěry* teoretického modelu, týkající se vládních výdajů a daňové (resp. transferové) politiky. Doplnuje ještě

simulací dočasného šoku v nepřímých daních, kdy ovšem měnové pravidlo „moudře“ na tuto změnu nereaguje.¹⁵ Přímý dopad na disponibilní důchod je výrazný, ale doprovázený snížením reálné úrokové míry (vzhledem k cenovému agregátu relevantního pro spotřebitele) a propad disponibilního důchodu je provázen relativně nižším propadem soukromé spotřeby. Díky začlenění úvěrově omezených spotřebitelů (mimo jiné) se tak zvyšuje v tomto modelu efekt výše uvedených daní (resp. transferů). Celkové výsledky jsou kvantitativně také ovlivněny realističtějším zabudováním nominální inerce, a to přes strnulé mzdové kontrakty a fakt, že skutečné ceny se k žádaným přizpůsobují pozvolna kvůli nákladům přizpůsobení. Také změny reálné úrokové míry ovlivňují výrazně tvorbu fixního kapitálu, stejně jako poptávkový převis se výrazně promítá do bloku trhu práce, atp. (viz Darby *et al.* 1999).

Model má velice pečlivě zpracované krátkodobé, střednědobé a dlouhodobé vlastnosti.¹⁶ Zde je důležité vystoupení z čistého „nástrojového instrumentaria“ IS-LM-BP, neboť takto založené modely tendují k velice *ad-hoc* dynamickým vlastnostem, což podkopává středně a dlouhodobé projekce, které ovšem při teoretickém konceptu, který jsme zde zaujali, jsou velice důležité vzhledem k intertemporální optimalizaci a vážnosti vztahů stavových a tokových veličin (nejen) s růstem uvažovaného období. I při zájmu o krátké období, tedy o převážně nerovnovážné stavy, je důležité mít náležitě specifikované dlouhodobé vlastnosti modelu (Laxton, Tetlow 1992).

Za klíčovou také považujeme snahu udržet model i při jeho komplexnosti konzistentní se zvoleným teoretickým konceptem, což může být opravdu nelehký úkol. Pokud ovšem nebude snaha jít touto cestou „konzistence“, může se stát, že se ekonometrické modely stanou ještě více ohroženým druhem a ještě více se rozevře past mezi aplikovanými ekonometrickými modely a ekonomickou teorií.¹⁷ Wren-Lewis *et al.* (1996) se explicitně

¹⁵ Obecně měnová autorita v COMPACTu reaguje na deflátor HDP, nikoliv na deflátor soukromé spotřeby.

¹⁶ Pozoruhodný je zejména odlišný vliv ročníkové (*vintage*) produkční struktury ve středním a dlouhém období

¹⁷ Toto tvrzení směřujeme především k modelům explicitně obsahujícím jednotlivé složky reálné ekonomiky, národohospodářské agregáty, postavené obvykle zdola-nahoru, kdy není výjimkou, že se jedná spíše o „skupinu rovnic a identit“ nežli o konzistentní model. A to i v případě významných nositelů hospodářské politiky. Neadresujeme modely obsahující pouze základní teoretické koncepty bez identifikace všech hlavních složek národního hospodářství (trh práce, blok investic,

tímto zabývají v souvislosti se zde již uvedeným teoretickým a ekonometrickým modelem COMPACT na příkladu účinků fiskální politiky. Teoretické modely zaměřující se na speciální témata mohou relativně snadno udržet některé faktory stranou, nicméně ekonometrické modely jsou stavěny na skutečných datech, se kterými by měly v „rozumné míře“ korespondovat. S množstvím prvků, které je potřeba pečlivě uchopit je tak samozřejmě nutná určitá míra eklektičnosti, neboť dnes je v podstatě nemožné motivovat všechny bloky modelu jednou, ucelenou „ekonomickou školou.“ Takto se může snadno stát, že dlouhodobé chování modelu (stálý stav) je určen především trajektorií vykreslenou krátkodobou dynamikou modelu, namísto základním teoretickým konceptem.

Wren-Lewis *et al.* (1996) představují metodu „teoretického rozkladu“ (*theoretical deconstruction*), jež se poněkud liší od standardních metod prověřování vlastností modelu. Tato metoda má dva kroky – rozložení modelu a jeho opětovné složení. Při rozložení se odstraňují důležité prvky modelu, snižování komplexity do té míry, aby model zrcadlil podkládající teoretický koncept. Rekonstrukce a pečlivé zaznamenání vlivu přidaných prvků pak umožní, aby výsledky komplexního ekonometrického modelu mohly být na celkové úrovni vztaženy k vybrané ekonomické teorii (teoriím). Dnes poměrně běžná a častá cesta řešení tohoto problému je konstrukce *steady-state* verze modelu, která může být řešena sama o sobě, a poté navázání krátkodobé dynamiky.¹⁸ Na toto řešení lze v podstatě nahlížet jako na zvláštní formu teoretického rozkladu, kdy jsou z modelu odstraněny základní dynamické prvky. I potom je však možno použít teoretického rozkladu na dynamickou část modelu, jejíž výsledky bývají žádoucím výstupem.

Můžeme tedy shrnout, že má-li být výkon diskreční fiskální politiky svěřen nezávislému technokratickému úřadu, musí být tento schopen nalézt odpovídající zázemí pro své kroky v ekonomické teorii a pokud možno s nimi uvést v soulad své analytické nástroje. Pakliže tato podmínka nebude náležitě splněna, stává se institucionální uspořádání navrhované v tomto textu nutnou, ale nikoliv postačující podmínkou pro existenci diskreční fiskální politiky.

národohospodářské agregáty).

¹⁸ Viz např. australský TRYM nebo kanadský QPM (Laxton, Tetlow 1992).

6 Autonomní dluhové agentury – cíle a fiskální stabilizace

V této části se zaměřujeme na oblast dluhového managementu státu. Zatímco úvahy o určité separaci rozhodování o fiskální stabilizaci náleží prozatím pouze do akademické roviny, posuny k autonomii dluhového manažera jsou významným trendem v praktickém výkonu dluhové politiky ve všech vyspělých zemích EU a OECD. Zde je důležité zdůraznit, že se přitom nejedná pouze o vydefinování autonomie vůči politickému procesu, ale také vůči implementaci měnové politiky. Tato problematika přináší velice silné výzvy právě ve vztahu ke zkoumaným možnostem delegování výkonu diskreční fiskální stabilizační politiky na nezávislý technokratický úřad. Konstituování autonomních dluhových manažerů v devadesátých letech vychází právě ze zmíněných blinderovských argumentů. Tím je ovšem založen precedent toho, že politici se vzdávají vlivu nejen na měnovou politiku, ale i na politiku dluhového managementu. Potom není důvodu, proč by nemohli rezignovat také na další součásti fiskální politiky, pokud mají zájem o obnovení její stabilizační role.

V této souvislosti je pro další diskusi nutné zdůraznit, že rozhodování o podílu dluhového financování rozpočtových výdajů a o optimalizaci parametrů strukturování dluhové kvantity náleží standardně v makroekonomii taktéž fiskální autoritě (např. Barro 1995). Vzhledem k tomu, že řízení dluhových závazků státu znamená fakticky řízení budoucích daňových plateb, které budou muset pokrýt budoucí náklady dluhové služby, je logické, že vrcholové rozhodování o státním vypůjčování přináleží stejné autoritě, která má právo uvalovat daně (Magnusson 1999). Touto autoritou je neoddiskutovatelně národní ministerstvo financí. Potom se ale musíme ptát jaké implikace pro případné konstituování nezávislé fiskální autority má současná reálná existence autonomních dluhových manažerů, coby „odpadlé“ součásti tradiční fiskální autority (ministerstva financí). Otázkou je zejména následná existence tří hospodářsko-politických center nezávislých nejen na vládě, ale i mezi sebou navzájem, což zvyšuje nároky na koordinaci jejich politik. Při řešení vztahu dluhového manažera a *Fiscu* je vhodné použít jako východisko současnou divergenci mezi akademickou teorií dluhového managementu a jeho praktickým výkonem. Tato divergence se projevuje zřetelně v odlišných cílech, které nalézáme v teorii a praxi.

Při vymezování cílů je třeba si uvědomit, že moderní dluhový management není pouhou pasivní administrativní obsluhou emisní činnosti ministerstva financí. Nejvýznamnějším důvodem je dominance tržního financování a refinancování výpůjčních potřeb vlády. To vystavuje centrální vlády závislosti na finančním trhu a jeho ochotě poskytovat volné zdroje k pokrytí rozpočtových deficitů a rolování maturujícího dluhu. Zde by se měl projevit určitý disciplinující efekt na akumulaci veřejného zadlužení. Spoléhat se na tento efekt není ovšem v žádném případě optimální, protože neochotu finančního trhu dále absorbovat emise státního dluhu můžeme jen těžko přesně odhadnout.¹⁹ Posláním dluhového manažera je proto koncipování takové dluhové strategie, která sama o sobě negeneruje potenciál buď přímo vyvolat finanční krizi nebo významně přispět k znásobení národohospodářských dopadů krize vyvolané jiným kanálem. To činí z politiky dluhového managementu významný subjekt při koordinaci makroekonomických politik. Zvolená dluhová strategie se tak může stát významným stabilizujícím nebo naopak destabilizujícím segmentem národohospodářského systému, zvláště pak v malé otevřené ekonomice. Tento význam roste samozřejmě s absolutní a relativní velikostí státního dluhu.

6. 1 Praktický dluhový management

Současný praktický dluhový management není primárně zaměřen na explicitní sledování makroekonomických cílů, ale zajišťování finančních potřeb centrální vlády je realizováno skrze optimalizaci trade-off mezi očekávanými náklady a riziky, což znázorňuje pravá část tabulky 2.²⁰ Právě důraz na *risk management* vyjadřuje vlastně implicitně snahu dluhového managementu přispět k celkové kredibilitě hospodářské politiky a makroekonomické stabilitě. Ty totiž zpětně determinují rizikovou a inflační premii ve výnosech státních dluhopisů a tedy i celkové náklady dluhové služby a jejich volatilitu.

Risk management se v praxi zaměřuje především na vyhlazování variability úrokových nákladů státního dluhu. To umožňuje oprostít dluhové manažery od sledování pouze úrovně těchto nákladů, které implikují také hrozbu koncipování optimální dluhové strategie na základě predikování vývoje úrokových sazeb. Můžeme shrnout 4 hlavní

¹⁹ Dočasná kombinace příznivých okolností v ekonomice a na finančním trhu může vést k relativní snadnosti získávání levného financování, což může vládu ukolébat a tak vést např. k dalšímu podceňování a odkládání reforem řízení veřejných financí a fiskální konsolidace (viz např. IMF 2002).

²⁰ Podpora domácího kapitálového trhu plyne z cíle minimalizovat dlouhodobé výpůjční náklady.

důvody, proč by dluhová manažeré nikdy neměli determinovat splatnosti emitovaných státních dluhopisů na základě predikcí vývoje úrokových sazeb (viz Cavanaugh 1996):

- a) vláda nemá ve skutečnosti nejmlhavější představu jakým směrem se budou úrokové sazby pohybovat a neměla by se ani tvářit, že ji má, protože výsledkem by bylo diskreční pomýlení investorů, což je kontraproduktivní vzhledem k cíli minimalizovat tržní dopady financování potřeb vlády,
- b) pokud by volba časové struktury dluhového portfolia byla založena na predikcích úrokových sazeb, potom by politicky nastal velice zřídka, či zda vůbec, vhodný okamžik na emisi dlouhodobých dluhopisů,²¹
- c) státní dluh má díky své velikosti obecně potenciál výrazně vychylovat finanční trhy z přirozeného vývoje, takže jediným rozumným způsobem minimalizace finančních nákladů je mít pravidelný a predikovatelný program nabídek splatností – jedině tak privátní tržní účastníci mohou očekávat záměry MF, což jim umožňuje koncipovat své vlastní výpůjční a investiční plány, což implikuje prevenci dluhové krize vlády a MF je schopno si vypůjčovat s nižšími náklady,²²
- d) MF by mělo udržovat jistou a nepřetržitou přítomnost v každém sektoru splatnosti na trhu, a tím zajistit širokou poptávku po svých cenných papírech a tak snižovat náklady vypůjčování, protože každá splatnost má své specifické zájemce, kteří poptávají danou splatnost, a to nikoliv pouze díky výnosnosti.

Tabulka 2
Cíle dluhového managementu v otevřené ekonomice

MAKROEKONOMICKÁ STABILITA	OPERAČNÍ CÍLE
Hedging rozpočtu proti makrošokům (teorie optimálního zdanění – <i>tax smoothing</i>) (podpora rozpočtové stability – <i>deficit smoothing</i>)	Financování a refinancování centrální vlády
Zvýšení kredibility měnové politiky (teorie časové nekonzistence)	Minimalizace národohospodářských nákladů

²¹ Je všeobecně politicky neakceptovatelné, aby vláda predikovala růst úrokových sazeb a přitom prodlužovala duraci dluhu, a tedy zvyšovala „vědomě“ budoucí náklady dluhové služby, resp. daňovou zátěž občanů.

²² Tato „nudnost“ emisní činnosti omezuje mimo jiné spekulace o nespravedlivém zvýhodňování vybraných skupin investorů či o únicích „insider“ informací o strategických plánech dluhové politiky a celkově snižuje tržní spekulace o nabídkových a poptávkových faktorech konstituování cen.

Konzistentnost s flexibilním cílováním inflace		
Zvýšení kredibility a účinnosti vyhlášeného stabilizačního programu (teorie signálního chování)	Minimalizace výpůjčních nákladů	RISK MANAGEMENT vyhlazování volatility nákladů dluhové služby
Prevence konfidenční krize ekonomiky (teorie sebenaplňujících se očekávání)	Podpora efektivity a likvidity domácího kapitálového trhu (implicitní cíl)	

Pramen: Pavelek (2003), vlastní konstrukce.

Risk management tedy vnáší do rozhodování o dluhové strategii jednoznačně dlouhodobý horizont uvažování, který může být v rozporu s krátkodobými motivacemi politických reprezentantů (zvláště v případě, že úrokové náklady státního dluhu tvoří významnou položku rozpočtových výdajů). Tento fakt je klíčovým argumentem k odclonění dluhového managementu od politiky, resp. k získání určité autonomie na ministerstvu financí. Význam, který přikládalo třicet vybraných dluhových manažerů v roce 2000 jednotlivým operačním cílům zachycuje tabulka 3.

Tabulka 3

Explicitní operační cíle dluhových manažerů z třiceti zemí v roce 2000

Cíl	Počet zemí
Zajištění výpůjčních potřeb vlády	22
Minimalizace nákladů	26
Řízení rizik	22
Podpora domácího kapitálového trhu	15

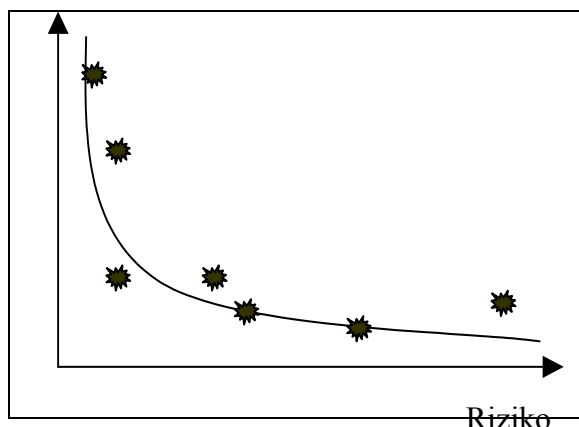
Poznámka: Jde o výsledky šetření konaného v létě 2000 (mezi 28 zeměmi OECD + Singapur a Hongkong) v rámci přípravy na pravidelné pracovní zasedání OECD o řízení vládního dluhu.

Pramen: Kreiner (2002), s. 52, vlastní úprava.

Pokud přistoupíme na oprávněnost separace autonomní dluhové agentury, je třeba vyřešit stejné institucionální parametry jak bylo naznačeno ve druhé části textu. Agentura by měla být především ukotvena zákonem o státním dluhu. Upozornili jsme také na význam *cílové závislosti*. Tu lze na základě zahraničních zkušeností operacionalizovat například tak, že Poslanecká sněmovna na návrh ministra financí zvolí preferovaný mix rizika a úrokových nákladů, které mají být spojeny s dluhovou strategií, což nám dokumentuje obrázek 1.

Obrázek 1: Politický cíl - mix rizika a očekávaných nákladů jako odraz celospolečenských preferencí

Očekávané náklady



Poznámka: Nejpoužívanější mírou rizika bývá délka dluhového portfolia, která je zde ovšem mírou rizika z pohledu dluhového manažera, takže její růst znamená nižší úrokové riziko a vyšší očekávané rozpočtové náklady v případě pozitivně skloněné výnosové křivky, ceteris paribus.

6. 2 Teoretický dluhový management a fiskální agentura

Teoretický výzkum má vazbu především na makroekonomickou stabilitu. Tyto souvislosti dluhového managementu s makrostabilizací vidíme v levé části tabulky 2. Každý ze čtyř segmentů je námětem na samostatnou studii (k bližšímu shrnutí viz např. Pavelek 2003). V rámci teoretického výzkumu se musíme ptát co by se mělo skrývat za rizikem na obrázku 1 má-li toto skutečně odrážet celospolečenské preference. Uvedli jsme, že v praxi je toto riziko ztotožňováno zejména s variabilitou nominálních úrokových nákladů. Tato variabilita byla snižována emisí dlouhodobých fixně úročených neindexovaných státních dluhopisů (tzv. konvenční dluh), která vedla v devadesátých letech ke značnému prodloužení délky dluhových portfolií vyspělých zemí.²³ Teoreticky není ovšem všeobecný konsensus, že dluhový manažeři by se měli zaměřovat pouze na stabilizaci nominálních úrokových výdajů a nikoliv primárně na širší makroekonomické cíle, zcela korektní (např. Piga 2001). Daňový poplatník je v první řadě zainteresován na minimalizaci a stabilitě svého reálného daňového zatížení, nikoliv na nominálních veličinách. Tím se dostáváme k teorii vyhlazování daňových sazeb a dluhovému managementu, jehož optimalita v takovém případě spočívá právě ve zmírňování variability distorzního zdanění (např. Barro 1995 nebo Missale 1997). Ačkoliv v současnosti převažující emitování nominálního státního dluhu může v některých případech vést

²³ V současnosti se dluhový manažeři v EU zaměřují spíše na redukci délky skrze swapové transakce, tedy snaží se redukovat průměrné úrokové náklady za cenu zvýšené nominální úrokové variability. České ministerstvo financí naopak využívá od konce roku 2002 úrokové swapy k urychlení dosažení cílových hodnot délky dluhového portfolia v pásmu 3-4 roky.

k zajištění proti nabídkovým šokům z hlediska daňového vyhlazování, jedná se pouze o „vedlejší produkt“ jinak motivovaných dluhových strategií.

Existence EMU a Paktu stability a růstu (SGP) přinesla další teoretickou výzvu pro národní dluhové managementy spočívající v otázce, zda by se jejich primárním cílem nemělo stát spíše vyhlazování podílu rozpočtového deficitu na hrubém domácím produktu tak, aby nepřesáhl cílová 3 %.²⁴ Cílem risk managementu potom není vyhlazování nominálních úrokových nákladů, ale rozpočtová stabilizace (Piga 2001). Toto pojetí má samozřejmě výrazné konsekvence pro koncipování dluhových strategií. Konvenční emise nominálního dluhu nepřináší dostatečné zajištění stabilních rozpočtových deficitů na HDP a může tak být v rozporu s SGP.²⁵ Přijetí stabilizace deficitů jako hlavního cíle dluhového managementu analyzuje Missale (2001). Dluhové instrumentarium je nastavováno v závislosti na stochastických vztazích mezi výstupem, inflací a úrokovou mírou, které jsou determinovány nadnárodní měnovou politikou. Tyto korelace mimo jiné závisí také na váze, kterou přisuzuje ECB stabilizaci výstupu relativně ke stabilizaci inflace (flexibilní cílování inflace). Na základě empirické evidence Missale (2001) konstatuje, že emise dlouhodobého nominálního fixně úročeného státního dluhu v zemích Eurozóny představuje dostatečné zajištění proti makroekonomickým šokům a přispívá tak ke stabilizaci rozpočtových deficitů na HDP v souladu s požadavky SGP.

Přes uvedený závěr je idea reformulace cílů dluhových manažerů směrem k rozpočtové stabilizaci relevantní zvláště v souvislosti s možným konstituováním nezávislé fiskální autority. V systémech s autonomními dluhovými managementy je tato reformulace v rámci současné praxe značně nereálná. Pokud by vznikla fiskální autorita, lze si představit, že by

²⁴ Další výzva se odráží v současné akademické diskusi o možnostech konstituování nadnárodního dluhového manažera, který by v prostoru Eurozóny měl výhradní právo na emisí eurodluhopisů, z jejichž výnosů by byly financovány výpůjční potřeby národních fiskálních autorit. Tato diskuse je námětem na samostatnou studii.

²⁵ K tomu může docházet například v případě čistého monetárního šoku, který vede k růstu inflace při nezměněném reálném produktu. Pokud inflace povede k proporcionální změně primárního deficitu a nominálního produktu, podíl primárního deficitu na nominálním HDP se nemění. Úrokové výdaje ovšem rostou méně než odpovídá inflaci (díky podílu nominálního dluhu emitovaného dříve), což vede k poklesu celkového rozpočtového deficitu na nominálním HDP. Při deflaci je vývoj opačný. Vidíme, že ke stabilizaci by v tomto případě přispěla spíše emise inflačně indexovaných dluhopisů, která ovšem není konzistentní se současnými cíli minimalizace variability úrokových nákladů.

do její organizační struktury mohl být zařazen i dluhový management, čímž by opětovně došlo ke koncentraci fiskální politiky do jednoho ekonomického centra, které by se stalo silnou protiváhou nezávislé měnové politiky. V takovém případě by se dalo očekávat, že dojde k určitému odklonu od čistě portfoliového přístupu k optimalitě v dluhovém řízení k explicitnějšímu sledování širších makroekonomických cílů. Jinak řečeno, fiskální autorita by mohla začít alespoň do určité míry nastavovat dluhovou strategii tak, aby přispívala k větší flexibilitě fiskální politiky a rozšiřovala operační prostor pro fiskální stabilizaci v podobě jak automatických stabilizátorů, tak diskrečních anticyklických opatření (Missale 2001).

7. Závěr

Námítky proti možnosti používat diskreční fiskální stabilizaci jsou ve skutečnosti kritikou institucionálního uspořádání, které může místo diskreční stabilizace docílit opačných efektů. Důležitým mezníkem je vznik EMU s nadnárodní centrální bankou. Ten zintenzivňuje diskusi o vydefinování úlohy národních fiskálních autorit a autonomních dluhových manažerů ve stabilizační politice v rámci jednotného měnového prostoru, charakteristického asymetrickým působením šoků na jednotlivé ekonomiky, což nastoluje závažné otázky ohledně dopadů vzájemné konkurence a nadnárodní koordinace politik těchto institucí. S budoucím vstupem do EMU čeká kandidátské země okleštění možností národních centrálních bank stabilizovat ekonomiku. O to větší zodpovědnost bude přejímat fiskální politika. Instrumentálně nezávislá instituce pro její provádění je jednou z šancí, o kterých je třeba přinejmenším diskutovat.

Centrální banky dnes již nejsou ojedinělým příkladem toho, jak může nezávislý tvůrce politiky relativně úspěšně fungovat. Z područí vlády se již dnes obdobným způsobem vydělila či vyděluje i oblast řízení státního dluhu. Nejedná se zdaleka o pouhé akademické doporučení, ale moderní vývojové trendy v praxi hospodářské politiky vyspělých zemích OECD a EU. Autonomní fiskální agentura by mohla být dalším krokem. Na úrovni jednotlivých členských států EMU pro ustavení takovýchto orgánů existují pádné důvody.

Literatura

- Acocella, N.:** The Foundations of Economic Policy. Cambridge, Cambridge University Press 1998.
- Alesina, A., Perotti, R.:** Budget Deficits and Budget Institutions. IMF Working Paper WP 96/52, 1996.
- Auerbach, A. J.:** Is There a Role for Discretionary Fiscal Policy? In: Symposium Rethinking Stabilization Policy. Federal Reserve Bank of Kansas City 2002.
- Barro, R. J.:** Optimal Debt Management. Cambridge (MA), NBER 1995 (WP 5327).
- Blanchard, O. J.:** Debt, Deficits and Finite Horizons. Journal of Political Economy, 1985, 93(2) s. 223-247
- Blanchard, O. J., Fischer, S.:** Lectures on Macroeconomics. Cambridge (MA), The MIT Press 1989.
- Blinder, A. S.:** Is Government Too Political? Foreign Affairs, 1997, č. 6, s. 115-126.
- Blinder, A. S.:** Central Banking in Theory and Practice. Cambridge (MA), The MIT Press 1999.
- Calvo, G. A.:** Staggered Prices in a Utility-Maximizing Framework. Journal of Monetary Economics, 1983, č. 12, s. 383-398.
- Cavanaugh, F. X.: **The Truth about the National Debt: Five Myths and One Reality. Boston, Harvard Business School Press 1996.**
- Cecchetti, S. G.:** The Problem with Fiscal Policy. Occasional Essays on Current Policy Issues, č. 18, 22. 1. 2002.
- CEP:** Právní postavení centrální banky v demokratickém státě. Praha, Centrum pro ekonomiku a politiku 2000 (Sborník textů č. 3).
- Čihák, M., Holub, T.:** Teorie růstové politiky. Praha, FNH VŠE 2000.
- ČNB:** Česká republika a euro – návrh strategie přistoupení. Praha, Česká národní banka 2002.
- ČSE:** Postavení centrální banky – panelová diskuse. Praha, Česká společnost ekonomická 1999 (14. seminář). www.cse.cz/bulletin/sem14.html
- Darby, J., Ireland, J., Campbell, L., Wren-Lewis, S.:** COMPACT: a rational expectations, intertemporal model of the United Kingdom economy, Economic Modelling, 1999, č. 16, s. 1-52.
- Dodge, D.:** The Interaction Between Monetary and Fiscal Policies. Kingston, 26. 4. 2002.
- Dornbusch, R., Fischer, S.:** Makroekonomie. Praha, SPN a Nadace Economics 1994.
- Frenkel, J. A., Razin, A.:** Fiscal Policies and the World Economy, MA, MIT Press 1989.
- Grilli, V., Masciandaro, D., Tabellini, G.:** Political and Monetary Institutions and Public Finance Policies in the Industrialised Countries. Economic Policy, 1991, č. 18, s. 342-392.
- Ganelli, G.:** Fiscal Policy Rules in an Overlapping Generations Model with Endogenous Labour Supply, 2002a, Trinity College, mimeo.
- Ganelli, G.:** Finite Horizons, Temporary Nominal Rigidities and Fiscal Policy. Trinity College 2002b, mimeo.
- Ganelli, G.:** The New Open Economy Macroeconomics of Government Debt, 2002c, Trinity College, mimeo.
- Ganelli, G.:** Useful Government Spending, Direct Crowding-Out and Fiscal Policy Interdependence, Trinity College, mimeo.
- Heijdra, B. J., Lighthart, J. E.:** The Dynamic Macroeconomic Effects of Tax Policy in an Overlapping Generations Model. Oxford Economic Papers, 2000, č. 52, s. 677-701.
- Holub, T.:** Nová keynesovská ekonomie. In: (Ne)účinnost stabilizační politiky, první seminář ČSE, Praha, 23. 4. 1998.

- IMF:** Czech Republic – November 2002 Staff Visit Concluding Statement (Preliminary). Praha, IMF 2002.
- Jonáš, J.:** Pravidla pro fiskální politiku? Hospodářské noviny, 6. 4. 2001. <http://czechweb.net/JJonas/1/121.htm>
- Kalderen, L., Blommestein, H. J.:** The Role and Structure of Debt Management Offices. In: Debt Management and Government Securities Markets in the 21st Century. Paris, OECD 2002, s. 101-133.
- Kreiner, S.:** Overview of Policy Objectives and Characteristics of Public Debt and Debt Holdings. In: Debt Management and Government Securities Markets in the 21st Century. Paris, OECD 2002, s. 51-60.
- Kydland, F. E., Prescott, E. C.:** Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. Journal of Political Economy, 1977, č. 3, s. 473-491.
- Laxton, D., Tetlow, R.:** Government Debt in an Open Economy. Ottawa, Bank of Canada 1992 (Technical Report 58).
- Leith, C., Wren-Lewis, S.:** Interactions Between Monetary and Fiscal Policy. The Economic Journal, 110, 93-108.
- Leith, C., Wren-Lewis, S.:** Compatibility Between Monetary and Fiscal Policy Under EMU. 2002, mimeo.
- Magnusson, T.:** Legal Arrangements for a Debt Office. Washington, World Bank 1999 (červen).
- Missale, A.:** Managing the Public Debt: The Optimal Taxation Approach. Journal of Economic Surveys, 1997, č. 3, s. 235-265.
- Missale, A.:** Public Debt Management and the SGP. In: A. Brunnila, M. Buti, D. Franco, (eds.), The Stability and Growth Pact. London, Palgrave 2001, s. 344-368.
- Mitchell, P. R., Sault, J. E., Wallis, K. F.:** Fiscal Policy Rules in Macroeconomic Models: Principles and Practice. Economic Modelling, 1999, č. 17, s. 171-193.
- MFSR:** Pre-Accession Economic Programme. Bratislava, Ministerstvo financií Slovenskej republiky 2002 (září).
- Nitschová, L.:** InSTITUTE a rozpočtová disciplína. In: Sborník z mezinárodní vědecké konference Teoretické a praktické aspekty veřejných financí, Praha, VŠE 2000, s. 191-196.
- OECD:** Public Debt Management at the Cross-Roads. OECD Economic Outlook, 1999, č. 66, s. 161-177.
- Obstfeld, M.:** The Logic of Currency Crisis. Cambridge (MA), NBER 1994 (WP 43).
- Obstfeld, M., Rogoff, K.:** Exchange Rates Dynamics Redux. Journal of Political Economy, 1995, roč. 103 (June), s. 624-660.
- Obstfeld, M., Rogoff, K.:** Foundations of International Macroeconomics. Cambridge (MA), The MIT Press 1996.
- Pavelek, P.:** Časová nekonzistence v hospodářské politice – akademické cvičení nebo reálný problém. Praha, KHP VŠE 2002 (Diskusní seminář č. 1/2002).
- Pavelek, P.:** Dluhová politika – kredibilita a inSTITUTE. Finance a úvěr, 2003 (v tisku).
- Pavelek, P.:** Řízení státního dluhu České republiky. In: A. Kadeřábková a kol., (eds.), Růst, stabilita a konkurenceschopnost (Aktuální problémy české ekonomiky na cestě k EU). Praha, LINDE 2003a, s. 186-212 (v tisku).
- Persson, T., Tabellini, G.:** Political Economics: Explaining Economic Policy. Cambridge (MA), The MIT Press 2000.

- Piga, G.:** Public Debt Management in the European Monetary Union. In: Report to the DG2 of the European Commission, Monetary Policy in Stage III: Implications of Different Debt Structures across Member States, 2001.
- Romer, C. D., Romer, D. H.:** Institutions for Monetary Stability. Cambridge (MA), NBER 1996 (WP 5557).
- Romer, C. D., Romer, D. H.:** The Evolution of Economic Understanding and Postwar Stabilization Policy. In: Symposium Rethinking Stabilization Policy. Federal Reserve Bank of Kansas City 2002.
- Schneider, O.:** Euro: Jde do tuhého. Respekt 29.10. 2001 s.8
- Šaroch, S., Pavelek, P.:** Rehabilitujeme fiskální makroekonomickou stabilizaci?, příspěvek pro 2. výroční konferenci České společnosti ekonomické 21. 11. 2002.
- Sundararajan, V., Dattels, P., Blommestein, H. J.:** (eds.), Coordinating Public Debt and Monetary Management: Institutional and Operational Arrangements. Washington, IMF 1997.
- Tanzi, V. Schuknecht, L.:** Public Spending in the 20th Century, Cambridge University Press 2000
- Van Den Nord, P.:** The Size and Role of Automatic Fiscal Stabilizers in the 1990s and Beyond, OECD Economics Department Working Paper 2000.
- Van Hagen, J.:** A Note on the Empirical Effectiveness of Formal Fiscal Restraints. Journal of Public Economics, 44, 1991.
- Wren-Lewis, S.:** The Limits to Discretionary Fiscal Stabilization Policy. Oxford Review of Economic Policy, 2000, č. 4, s. 92-105.
- Wren-Lewis, S., Darby, J., Ireland, J., Ricchi, O.:** The Macroeconomic Effects of Fiscal Policy: Linking an Econometric Model with Theory. The Economic Journal, 1996, 106, s. 543-559.