

Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta financí a účetnictví

katedra měnové teorie a politiky

studijní obor: Bankovníctví a pojišťovnictví

**Limity a problémy hospodářské politiky
v době nízkých úrokových sazeb**

Autor diplomové práce: Bc. Štěpán Konečný

Vedoucí diplomové práce: Ing. Ondřej Šíma

Rok obhajoby: 2018

Prohlášení:

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma „Limity a problémy hospodářské politiky v době nízkých úrokových sazeb“ vypracoval samostatně a veškerou použitou literaturu a další prameny jsem řádně označil a uvedl v přiloženém seznamu.

V Praze dne 31. 5. 2018

.....
Štěpán Konečný

Poděkování

Rád bych velice poděkoval svému vedoucímu Ing. Ondřeji Šímovi za skvělou pomoc a podporu, kterou mi při vypracování této práce poskytl. Dále bych chtěl poděkovat Mgr. Jakubu Horálkovi a Ing. Lukáši Vlčkovi za pomoc a rady, které mi ochotně poskytli. Také bych chtěl velice poděkovat svým rodičům za to, že mi umožnili absolvovat toto studium a že mě v něm po celou dobu jeho trvání podporovali. A v neposlední řadě děkuji také paní Valerii Horákové za její celoživotní ochotu a morální podporu, kterou mi poskytla, a Petře Zajícové za nekonečnou motivaci a podporu.

Abstrakt

Diplomová práce si klade za cíl poukázat na neúčinnost měnové politiky v období nízkých úrokových sazeb a pasti likvidity a na neschopnost fiskální politiky na to reagovat, zejména z důvodu působení politického cyklu. Práce představuje zhodnocení překážek a omezení měnové a především fiskální politiky, které zabraňují jejich optimálnímu působení na fiskální stabilitu země a na podporu dlouhodobého udržitelného reálného růstu. Hlavním přínosem této práce je syntéza analyzovaných poznatků a zhodnocení možných řešení této problematiky, spolu s pohledem na možný budoucí vývoj.

Klíčová slova

fiskální pravidla, fiskální rady, fiskální stabilita, past likvidity, politický cyklus

JEL klasifikace: E40, E58, E62, E63

Abstract

The thesis aims to highlight the ineffectiveness of monetary policy at low interest rates and a liquidity trap and the inability of fiscal policy to react to it, mainly due to the influence of the political cycle. The thesis presents the assessment of obstacles and constraints on monetary and especially fiscal policies, which prevent them from their optimal effect on the fiscal stability of the country and to promote long-term sustainable real growth. The main contribution of this thesis is a synthesis of analyzed knowledge and evaluation of possible solutions to this issue, together with a look at possible future development.

Keywords

fiscal councils, fiscal rules, fiscal stability, liquidity trap, political cycle

JEL classification: E40, E58, E62, E63

Obsah

Úvod	4
1 Měnová politika v období nulových úrokových sazeb	5
1.1 Úroková míra jako nástroj měnové politiky	5
1.2 Nestandardní měnová politika	7
1.2.1 Past likvidity	7
1.2.2 Nekonvenční měnové nástroje	9
2 Fiskální politika v období nulových úrokových sazeb	17
2.1 Příjmová strana	17
2.1.1 Snížení daní z příjmu	18
2.1.2 Snížení daní z prodeje a daně z přidané hodnoty	21
2.2 Výdajová strana	21
2.2.1 Expanzivní vládní výdaje	22
2.3 Shrnutí	24
3 Fiskální politika a dlouhodobý reálný růst	26
3.1 Opatření fiskální politiky s dopadem na střednědobý a dlouhodobý reálný růst	26
3.1.1 Makroekonomická stabilita	26
3.1.2 Jak mohou fiskální strukturální reformy podpořit růst?	28
3.2 Překážky a omezení fiskální politiky	34
3.2.1 Stárnutí populace a sekulární stagnace	34
3.2.2 Fiskální udržitelnost	39
3.2.3 Politický cyklus	42
4 Opatření umožňující stabilní fiskální politiku a reálný růst	45
4.1 Fiskální pravidla	46
4.2 Fiskální rady	49
Závěr	55
Seznam literatury	57
Seznam obrázků a tabulek	65
Příloha A: Oddíly CZ – COFOG	66

Úvod

V posledních deseti letech se událo několik významných událostí, které měly neobvyklý nebo dokonce až bezprecedentní dopad na vývoj hospodářské politiky ať už v Evropě nebo na celém světě. Nejdříve svět v roce 2008 zasáhla Světová finanční krize, která přinesla největší recesi od Velké hospodářské krize ve 30. letech. Hned vzápětí na ni navázala Evropská dluhová krize, ve které skoro „zbankrotovalo“ Řecko a další země jižního křídla. V důsledku těchto velkých negativních šoků došlo ke snížení úrokových sazeb na faktickou nulu (v některých případech dokonce sazby klesly do minusu) a mnoho zemí zachvátila past likvidity. Dopady této konstelace šoků byly a nadále jsou dalekosáhlé. Zatímco ekonomiky většiny zemí tyto dopady již překonaly, tak dopady, které tato situace měla na měnovou, respektive fiskální politiku s námi budou ještě dlouhou dobu.

Měnová politika musela zapojit nestandardní měnové nástroje, které dlouhou dobu byly považované jen za teoretické řešení velmi málo pravděpodobných situací. Toto snažení mělo rozporuplné výsledky, které bude třeba dále analyzovat. Fiskální politika, která měla být „záchranným kruhem“ v případě, kdy měnová politika přestane být schopna odvádět svou práci při stabilizaci ekonomiky, také do značné míry selhala. Do budoucna ekonomiky čekají další výzvy, zejména ty spojené se stárnutím populace, a je otázkou, zda je na to měnová, ale hlavně fiskální politika připravena.

Také proto vznikla tato práce. Jejím cílem je upozornit na to, že když nastane situace, kdy se ekonomika dostane do pasti likvidity a měnová politika pozbyde účinnosti, nelze se zcela spolehnout na fiskální politiku jakožto „motor“ pohánějící krátkodobé oživení ekonomiky, natož dlouhodobý udržitelný růst a fiskální stabilitu. Přestože se měnová politika může pokusit krátkodobě odvrátit negativní vlivy takovéto krizové situace pomocí nekonvenčních měnových nástrojů, aby dala příležitost fiskální politice k provedení strukturálních reforem, ukazuje se, že ani tento dodatečný čas není dostatečný k aplikaci časově konzistentní a kredibilní fiskální politiky a započetí dlouhodobého udržitelného ekonomického růstu.

Tato práce je členěna do čtyř kapitol. V první kapitole je provedeno zhodnocení účinnosti měnové politiky v situaci nízkých úrokových sazeb a pasti likvidity a účinnosti nekonvenčních měnových nástrojů, které v takovém období byly použity. Ve druhé kapitole je rozebrané fungování fiskální politiky v období pasti likvidity a nízkých úrokových sazeb a její možnosti nápravy této situace. Ve třetí kapitole jsou pak rozebrány možnosti, jakými fiskální politika může podporovat dlouhodobý reálný a hlavně udržitelný růst. V druhé části jsou pak debatovány překážky a omezení, které fiskální politiku omezují v jejích záměrech. Ve čtvrté kapitole jsou pak ukázány možnosti nápravy těchto překážek a omezení, které by do budoucna měly zajistit účinnější, transparentnější a udržitelnější fiskální politiku. Práce je zakončena závěrem, kde je prezentována syntéza celkové problematiky a zhodnocení budoucího výhledu.

1 Měnová politika v období nulových úrokových sazeb

Centrální banky se v posledních letech dostaly do značně nestandardní situace. V důsledku souběhu určitých makroekonomických vlivů (tyto vlivy detailněji rozvádí Rachel a Smith (2015)) došlo v mnoha světových ekonomikách k poklesu nominálních úrokových měr téměř nebo úplně na nulu. Přestože na teoretické úrovni se o tomto stavu diskutuje již od 30. let 20. století a již J. M. Keynes ve svém díle teoretizoval dopady nulových úrokových měr na ekonomiku, reálně mu musí centrální bankéři a s nimi i měnová politika čelit až v posledních dvou dekáдах.

1.1 Úroková míra jako nástroj měnové politiky

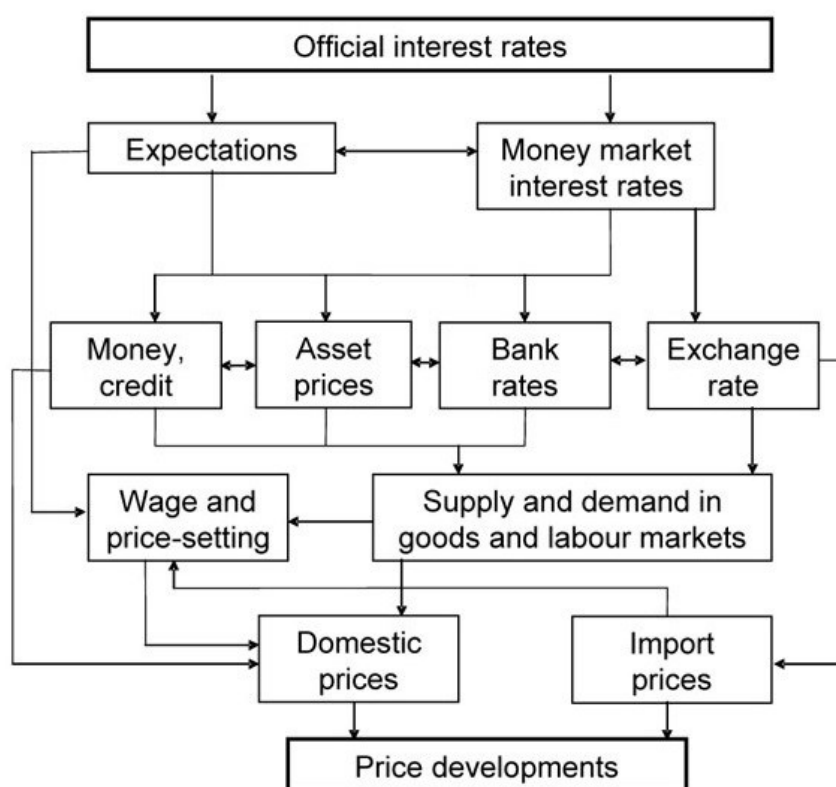
Změna základních úrokových sazeb centrální banky patří mezi její hlavní nástroje, kterými se snaží dosahovat svých cílů. Pomocí transmisního mechanismu (viz Obrázek 1) centrální banka ovlivňuje primárně dvě oblasti. Tou první je mezibankovní finanční trh. Díky změnám úrokové míry například u své depozitní, respektive zápůjční facility může centrální banka efektivně ovlivňovat poptávku a nabídku po finančních zdrojích na mezibankovním trhu, čímž efektivně ovlivňuje krátkodobou úrokovou míru na tomto trhu. Druhou oblastí jsou očekávání. Očekávání tržních subjektů (zaměstnavatelů, výrobců, dovozců, ale i bank, ...) toho, jakým způsobem se budou vyvíjet úrokové míry ve střednědobém a dlouhodobém období, jak se bude vyvíjet inflace. Na základě těchto očekávání tržní subjekty upravují své budoucí chování (European Central Bank, 2018).

Změny úrokových sazeb mají dopad na mnoho aspektů finančního trhu. V důsledku vývoje tržních očekávání způsobených monetární politikou centrální banky mohou vést ke změnám cen aktiv (akcie, dluhopisy, ...) a měnového kurzu. Změny měnového kurzu mohou přímo ovlivnit inflaci přes importní ceny zboží sloužícího k přímé spotřebě. Dále změny úrokových měr mohou ovlivňovat ochotu subjektů spořit nebo investovat. Pakliže nastane růst úrokových měr, může to vést k neochotě subjektů brát si půjčky na investice nebo na přímou spotřebu. Spotřeba a investice jsou také ovlivněny vývojem cen různých aktiv přes tzv. efekt bohatství. Jestliže subjekt vlastní akcie, jejichž cena roste, stává se tak reálně bohatším a může se rozhodnout, že bude více investovat nebo spotřebovávat. Agregátní poptávka může být také podpořena růstem hodnoty kolaterálu, díky němuž si subjekty mohou snáze půjčit. Na druhou stranu vyšší úrokové sazby mohou omezit půjčky i z druhé strany. Schopnost některých subjektů splácet vyšší úroky může být narušena, a proto banky budou obezřetnější v tom, komu půjčují. Což v konečném důsledku může také vést k poklesu spotřeby a investic (European Central Bank, 2018).

Změny úspor a investic vedou ke změně domácí agregátní poptávky po zboží a službách. Pokud poptávka vzroste nad nabídku, dostaví se inflační tlaky. Dále také změny v agregátní poptávce mohou mít vliv na trh práce a vývoj mezd. Změny v politice úrokových sazeb mají zásadní vliv na schopnost bank získávat dodatečný kapitál, protože efektivně ovlivňují mezní náklady kapitálu. Tento efekt je značně důležitý především v dobách krize, kdy je pro banky složitější získávat volné finanční zdroje (European Central Bank, 2018).

Kromě tradičního přístupu, kdy přes úpravu úrokových sazeb se centrální banka snaží podpořit banky, aby více půjčovaly (zaměřený na kvantitu půjček), je zde i druhý přístup. Tento druhý přístup operuje přes ovlivňování ochoty bank nést riziko a využívá převážně dva mechanismy. První, nízké úrokové sazby vedou k růstu hodnoty aktiv a kolaterálu. Tento fakt spolu s vírou v udržitelnost tohoto růstu hodnoty vede jak banky, tak další tržní subjekty k toleranci vyššího rizika. Druhý mechanismus, nízké úrokové sazby ztraktivňují rizikovější aktiva a investice, protože investoři hledají vyšší výnosy. V případě bank tak tyto dva efekty vedou ke snižování požadavků na vypůjčitele, což může vést k nadměrnému růstu půjček (European Central Bank, 2018).

Všechny tyto efekty centrální banka v konečném důsledku využívá k tomu, aby dosáhla svých záměrů – cenové stability a inflačního cíle.



Obrázek 1: Transmisní mechanismus měnové politiky (European Central Bank, 2018)

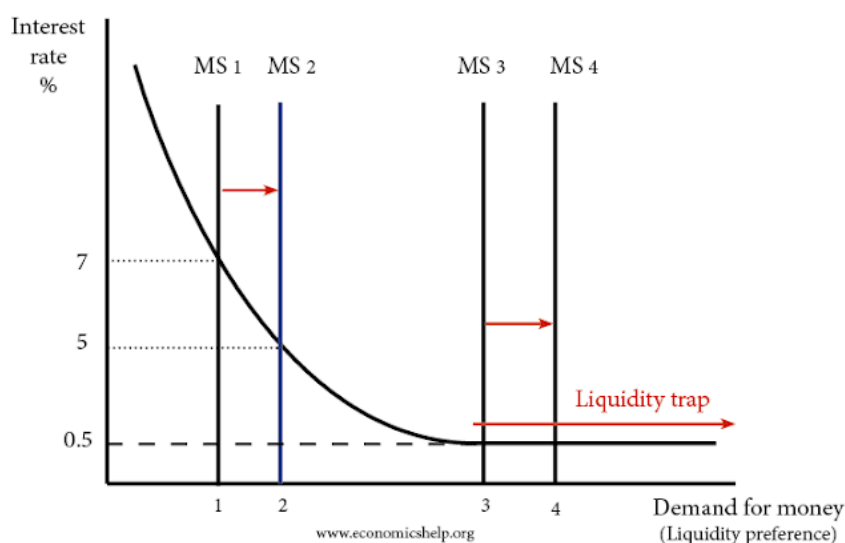
1.2 Nestandardní měnová politika

Jak již bylo popsáno výše, centrální banky využívají úrokovou míru jako jeden z hlavních nástrojů k dosahování svých cílů. Jestliže ekonomice hrozí nízká inflace (obvykle definovaná jako hodnota pod inflačním cílem) nebo dokonce deflace, popřípadě má země vysokou nezaměstnanost, sáhne centrální banka po snížení úrokové míry, aby podpořila spotřebu a další části agregátní poptávky. Úrokové míry však není možné snižovat donekonečna. Obecně platný konsensus říká, že úrokové míry nemohou klesnout pod nulu. Tento fakt sice v posledních několika letech narušilo několik výjimek (Evropská centrální banka nebo Švédská centrální banka), jednalo se však spíše o výjimečné a ojedinělé kroky, které nenašly širší podporu ostatních centrálních bank.

Jestliže se úrokové míry dostanou na nulu, nastávají obvykle dvě situace. Centrální banka pozbyde jeden ze svých nejdůležitějších nástrojů a ekonomika se dostane do tzv. pasti likvidity. (Bernanke, 2017)

1.2.1 Past likvidity

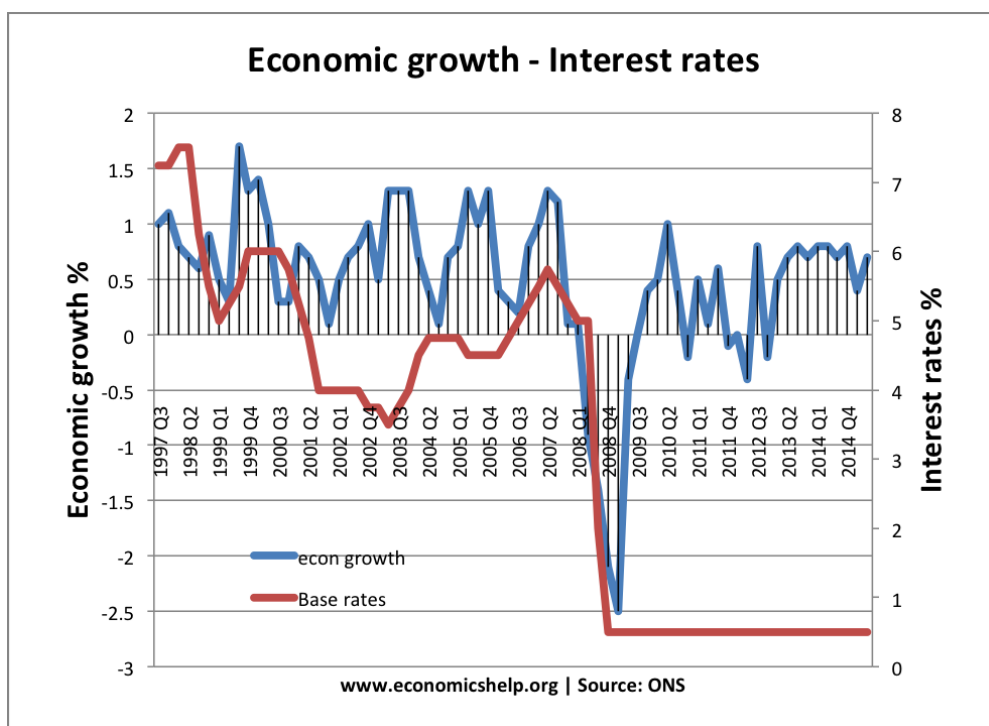
Pettinger (2017) nahlíží na past likvidity jako na stav, který nastane, když nízké (nulové) úrokové míry selžou při stimulování agregátní poptávky a monetární politika se stane neefektivní. Jak ukazuje Graf 1, v takovéto situaci se zvýšení peněžní zásoby nepromítne do rostoucí spotřeby a investic, protože úrokové míry již nemohou dále klesat. Past likvidity v podstatě znamená, že potřeba tržních subjektů držet likvidní aktiva (hotovost) roste rychleji, než je tempo přírůstku peněz v oběhu. Jakýkoli pokus ze strany centrální banky přimět subjekty držet nelikvidní aktiva (ve formě spotřeby) pomocí navyšování peněžní zásoby bude neefektivní.



Graf 1: Vliv zvyšování peněžní nabídky v režimu nízkých úrokových sazeb na poptávku po likviditě (Pettinger, 2017)

Od konce druhé světové války až do roku 2008 (s výjimkou Japonska) past likvidity nenastala. Ale příchod finanční krize doprovázený zamrznutím mezibankovního trhu způsobil značné narušení finančního trhu, pokles peněžní nabídky a vážnou ekonomickou recesi. Úrokové míry v Evropě, Velké Británii a USA klesly na 0,5 %, tento pokles ale nebyl dostatečným stimulem k tomu, aby se ekonomická aktivita vrátila do normálu (Pettinger, 2017).

Na Grafu 2 lze vidět, že ve Velké Británii sice klesla úroková míra z 5 % v roce 2008 na 0,5 % v březnu 2009, ekonomika nicméně zůstala po delší dobu v recesi a kýžený silný ekonomický růst nenastal. To je dobrý příklad likviditní pasti (Pettinger, 2017). Bank of England později přistoupila ke kvantitativnímu uvolňování, které již na ekonomický růst efekt mělo (jak je patrné z grafu).



Graf 2: : Ekonomický růst – Úrokové míry (Pettinger, 2017)

Pasti likvidity se objevují v obdobích recese a špatných ekonomických výhledů. Spotřebitelé, firmy a banky jsou pesimističtí ohledně budoucnosti, a proto začnou preferovat preventivní spoření před spotřebou nebo investicemi. Banky ve svém pesimismu zastaví nebo razantně omezí poskytování úvěrů jak klientských, tak mezibankovních. Často tak snížení úrokových měr centrální bankou nepronikne přes transmisní mechanismus až ke klientům. Dalším velkým důvodem pro past likvidity je očekávání deflace. Jestliže úrokové míry jsou na nule nebo blízko nuly a spotřebitelé očekávají deflaci, tak budou pravděpodobně radši držet své peněžní zůstatky tzv. v matraci, kde se jim budou zhodnocovat, než aby je vložili do spotřeby nebo investic. Firmy v návaznosti na sníženou spotřebu spotřebitelů a špatný výhled ekonomiky budou mít neelastickou poptávku po investicích. Přestože úrokové míry klesají, a je tedy relativně „levnější“ získat úvěr a i mezní míra výnosnosti investic roste, firmy přesto

nechtějí jít do rizika a neinvestují. V neposlední řadě při nulových úrokových měrách klesá ochota investorů držet dluhopisy. Jestliže totiž investoři očekávají, že někdy v budoucnu úrokové míry zase vzrostou, což zároveň povede k poklesu cen dluhopisů, tak budou raději držet své peníze v hotovosti, než aby je investovali (Pettinger, 2017).

Jestliže tedy centrální banky ztratí schopnost ovlivňovat ekonomiku změnami úrokových měr a ekonomika zažívá past likvidity, respektive past investic, jaké má možnosti nápravy? Mnoho současných ekonomů se domnívá, že jediným východiskem jsou nekonvenční měnové nástroje.

1.2.2 Nekonvenční měnové nástroje

Užití nekonvenčních měnových nástrojů je relativně novodobou záležitostí. Před krizí z roku 2008 bylo jejich využití pozorováno jen na případu Japonska a jeho tzv. ztracené dekády¹. Obecně můžeme nekonvenční nástroje definovat jako ty, které se snaží cílit na cenu a dostupnost financování bank, domácností a firem. Přičemž toto financování může být ve formě likvidity od centrální banky, půjček, cenných papírů s fixním úročením nebo kapitálových investic. Cena takového financování je odvozena od základní krátkodobé mezibankovní míry, ke které je připočítána „provize“ (nebo také riziková prémie). Konvenční měnové nástroje se snaží cílit právě na krátkodobou mezibankovní úrokovou míru, kdežto nekonvenční měnové nástroje cílí spíše na zmenšení spreadu mezi krátkodobou mezibankovní úrokovou mírou a cenou (úroková míra + provize) různých zdrojů externího financování, čímž ovlivňují ceny aktiv a tok finančních prostředků do ekonomiky (Smaghi, 2009).

Nekonvenční měnová politika má dva významné kanály, pomocí nichž působí na ekonomiku: signalizační kanál a kanál balancování portfolia.

Signalizační kanál

Tento kanál funguje na principu komunikace centrální banky s veřejností. Centrální banka skrz něj sděluje účastníkům trhu její záměry týkající se budoucího vývoje krátkodobé úrokové míry, odkupu finančních aktiv nebo zavádění opatření sloužících ke korekci tržních nerovnováh, čímž se snaží ovlivnit jejich očekávání². Účinnost tohoto kanálu spočívá na důvěryhodnosti centrální banky a na schopnosti očekávání tržních subjektů ovlivňovat makroekonomické podmínky na trhu. Ne všechna komunikace centrální banky může být považována za nekonvenční. Přímá a otevřená komunikace se totiž stala jedním z nástrojů centrálních bank již v 90. letech, když se ukázalo, že řízení očekávání je klíčové pro měnovou politiku. Proto abychom mohli hovořit o nekonvenční komunikaci, musí centrální banka

¹ Období ekonomické stagnace v letech 1991–2000. Dnes již spíše popisováno jako ztracených 20 let, kdy se zahrnují i roky od 2000–2010.

² Anglicky se tato metoda nazývá forward policy guidance.

sdělovat plány na použití některého dalšího nekonvenčního nástroje (kupříkladu kvantitativní uvolňování) nebo nějaké nekonvenční strategie. (Cecioni et al. 2011).

Krugman (1998) tvrdí, že právě pomocí tohoto kanálu může centrální banka dostat ekonomiku z pasti likvidity. Argumentuje, že krátkodobá monetární expanze je skutečně neefektivní, ale jestliže by tato expanze byla vnímána jako trvalá, došlo by k růstu očekávaných budoucích cen. Tedy podle Krugmana problém neefektivity monetární politiky se v konečném důsledku zakládá na nedůvěře účastníků trhu vůči prohlášením centrální banky. Očekávání veřejnosti totiž předpokládají, že centrální banka se zase vrátí k udržování stability cenové hladiny a nenechá inflaci dostatečně působit. Když se však centrální bance věrohodně podaří přesvědčit trh, že nechá ceny růst, může to ekonomiku vytáhnout z pasti likvidity.

Je možné rozlišit tři možné formy forward guidance, tak jak je popisují Filardo a Hofmann (2014): (1) Kvalitativní, u které centrální banka nedává jasně kvantifikované informace o směřování nebo časovém horizontu své politiky (např. „deklarovaná politika týkající se úrokové sazby bude udržována po delší období“). Takováto sdělení jsou dosti vágní a nejasná, na druhou stranu nejsou tak svazující a dávají centrální bance prostor pro případné změny, bez většího nebezpečí ztráty důvěryhodnosti. (2) Časově omezená, kde je politika koncipována na určité specifikované období (např. „politika týkající se úrokové sazby bude udržována po dobu x let“). Tato sdělení jsou více konkrétní než u kvalitativní formy. Tržní subjekty si tak mohou lépe tvořit svá očekávání, ale na druhou stranu centrální bance svazují ruce a zvyšují riziko ztráty důvěry v případě budoucích změn stanoveného horizontu. (3) Ohraničená, kde je politika ohraničena určitou kvantifikovanou hranicí (např. „politika týkající se úrokové sazby bude udržována, dokud nezaměstnanost neklesne pod x %“). Takováto sdělení jsou méně ovlivněna časovou nekonzistentností, protože jsou zde dány konkrétní hranice indikátorů. Na druhou stranu, zde roste komplexnost sdělení. Jestliže centrální banka vytyčí příliš mnoho podmíněných indikátorů, může dojít k zneprůhlednění jejich sdělení a účastníci trhu mohou začít tvořit nesprávná očekávání nebo ztratit důvěru v centrální banku.

Filardo a Hofmann (2014) také ukazují, jaké přístupy k forward guidance zvolily velké centrální banky (Federální rezervní systém, Japonská centrální banka, Evropská centrální banka a Bank of England).

Federální rezervní systém (FED) poté, co v roce 2008 snížil úrokové sazby na efektivní nulu, nejdříve zavedl kvalitativní forward guidance. V roce 2011 přešel na časově omezený forward guidance oznámením, že politika nulových sazeb bude při dané ekonomické situaci potřeba další dva roky. Poslední změna přišla v roce 2012, kdy FED změnil svůj přístup na ohraničený forward guidance. Zároveň byly stanoveny jasné parametry, dokdy hodlá držet tehdejší úroveň hlavní úrokové míry (Federal Funds Rate). Ke změně politiky FEDu nemělo dojít dříve, než nezaměstnanost poklesne pod 6,5 %, inflace nevzroste nad 2,5 % a dokud se neobjeví pevně zakotvená dlouhodobá inflační očekávání.

Japonská centrální banka (JCB) přijala ohraničený forward guidance v roce 2010, kdy oznámila, že nulovou úrokovou sazbu bude držet do té doby, než se naplní její cíl cenové stability. V roce 2013 JCB spustila program QQE (Quantitative and Qualitative Easing), ve kterém vyměnila nezajištěnou overnight úrokovou sazbu za měnovou bázi, jako svoje operativní kritérium při operacích na peněžním trhu. Cílem tohoto programu bylo dosáhnout 2% cenové stability do dvou let pomocí rozsáhlých nákupů aktiv. Zde tak JCB spojila ohraničený forward guidance s časově omezeným.

Bank of England (BoE) v roce 2013 přijala ohraničený forward guidance. Spojila udržování své politiky nízké úrokové míry s podmínkou, že hranice nezaměstnanosti bude větší než 7 %, a následně přidala další tři kritéria. Hranice inflačních projekcí na 18–24 měsíců dopředu bude menší než 2,5 %, střednědobá inflační očekávání budou ověřitelně dobře ukotvená a nebude hrozit riziko finanční nestability.

Evropská centrální banka (ECB) jako jediná ze zmiňovaných centrálních bank přijala přístup kvalitativního forward guidance s tím, že svoji politiku nízké úrokové míry hodlá udržovat po „blíže neurčené delší období“. U ECB toto navíc znamenalo porušení pravidla nekomentovat plány na vývoj sazby na delší období než do další schůze bankovní rady.

Filardo a Hofmann (2014) dále uvádějí tři hlavní empiricky ověřené způsoby, jakými může forward guidance ovlivnit ekonomiku a finanční trhy. První, guidance ukazuje, že budoucí postoje k politice úrokových měr budou mírnější, než jaká očekávají účastníci trhu, a tím by se měla ovlivnit budoucí očekávaná krátkodobá úroková míra i výnos dlouhodobých dluhopisů. Druhý, díky tomu, že centrální banka zvýší transparentnost svých budoucích plánů, sníží budoucí očekávanou volatilitu úrokových měr a s trochou štěstí i prémii za riziko. Třetí, podmíněný charakter forward guidance vyzdvihuje určité ukazatele. To by mělo vést trhy k větší citlivosti na zveřejněná data k těmto ukazatelům a menší citlivosti na jiné ukazatele.

Otázkou zůstává, jestli tyto možnosti působení forward guidance skutečně fungují. Filardo a Hofmann (2014) v závěru svého článku uvádí, že podle jejich zkoumání forward guidance při nulové úrokové sazbě prokázal určitý vliv na utváření tržních očekávání. Podle nich zavedení forward guidance u výše zmíněných centrálních bank vedlo ke snížení volatility krátkodobých očekávání vývoje úrokových měr. Avšak v delším horizontu než krátkodobém byly výsledky smíšené až neprůkazné, což znemožnilo vyvození konkrétnějších závěrů.

Charbonneau a Rennison (2015) ve své práci uskutečnili podobný výzkum jako Filardo a Hofmann (2014). I oni stejným způsobem rozlišili tři formy forward guidance. Hlavním rozdílem mezi těmito dvěma studiemi je, že Charbonneau a Rennison (2015) rozšířili počet centrálních bank, které analyzovali na šest (přidali Švédskou Riksbank a Kanadskou centrální banku). Ve svých závěrech dochází k několika zjištěním, které se principiálně shodují s již výše uvedenými. Forward guidance může být efektivní nástroj měnové politiky za předpokladu, že je komunikován a vnímán věrohodně. Toto demonstrují na příkladu Kanady a Švédska, kde centrální banky komunikovaly podobnou strategii s opačnými výsledky. Dále

tvrdí, že forward guidance vede ke snížení očekávání budoucího vývoje úrokové sazby, zlepšuje predikovatelnost krátkodobých výnosů a mění citlivost finančních proměnných na ekonomické zprávy. Domnívají se, že právě skrz svůj vliv na finanční proměnné dokáže forward guidance ovlivňovat reálné proměnné. K tomu však dodávají, že literatura v tomto směru chybí nebo je neprůkazná. Za hlavní důvod považují fakt, že Forward guidance je téměř vždy využíván i s dalšími nekonvenčními nástroji, a také to, že každý jednotlivý finanční trh je specifický. V závěru uvádí, že přínos forward guidance by měl být poměřován k jeho nákladům. V tomto případě náklady představují ztrátu důvěryhodnosti centrální banky a zvýšení rizika finanční nestability. Charbonneau a Rennison (2015) stejně jako Filardo a Hofmann (2014) se domnívají, že je třeba dalšího výzkumu v této oblasti, zvláště s předpokladem, že nízké či záporné úrokové sazby mohou přetrvávat i v budoucnu.

Kanál balancování portfolia

Tento kanál funguje na principu dopadu operací centrální banky na portfolia tržních subjektů. Pokud aktiva (nebo pasiva) nejsou perfektními substituty, pak operace centrální banky dokáží ovlivňovat jejich relativní množství v ekonomice a tím pádem i skladbu portfolií a chování tržních subjektů (Borio a Disyatat, 2010).

Centrální banka má v případě nulových úrokových měr v rámci tohoto kanálu dva způsoby, jak povzbudit pomocí nekonvenčních nástrojů „skomírající“ ekonomiku. Může využít nástroje, které fungují na principu přímého půjčování likvidity tržním subjektům (zde lze hovořit například o speciálních facilitách), nebo nástroje, pomocí nichž ovlivní dlouhodobou reálnou úrokovou míru. Jak může monetární politika ovlivnit dlouhodobou reálnou úrokovou míru, lze vysvětlit na rozkladu reálného výnosu z n -letého dluhopisu:

Rovnice 1: Rozklad reálného výnosu z n -letého dluhopisu

$$y_{t,t+n} = \bar{y}_{t,t+n} + TP_{t,n} - E_t\pi_n$$

$y_{t,t+n}$ je očekávaný reálný výnos v čase t z n -letého dluhopisu, $\bar{y}_{t,t+n}$ je průměrná očekávaná overnight sazba v dalších n letech v čase t , $TP_{t,n}$ je riziková premie z n -letého dluhopisu v čase t a $E_t\pi_n$ je očekávaná průměrná míra inflace v dalších n letech v čase t . Dlouhodobý reálný výnos se sníží, když: (1) očekávaná inflace vzroste, (2) očekávaný vývoj overnight sazby poklesne nebo (3) riziková premie poklesne. Jaké nástroje měnové politiky mohou dosáhnout těchto změn? Jsou to celkem tři nástroje. Prvním je forward guidance popsany v předešlé podkapitole a dalšími dvěma jsou přímé odkupy aktiv a půjčování bankám³ (souhrnně je lze nazvat kvantitativním uvolňováním) (Fawley a Neely, 2013).

³ Anglicky bank lending.

Historii kvantitativního uvolňování lze vystopovat až do roku 1961, kdy FED poprvé představil svou operaci Twist. Cílem této operace bylo „obrátit“ tvar (resp. sklon) výnosové křivky, tedy způsobit růst krátkodobých úrokových měr a pokles dlouhodobých úrokových měr, což mělo podpořit spotřebu a investice. Způsob, jakým toho chtěl FED dosáhnout, byly rozsáhlé nákupy dlouhodobých státních dluhopisů, což by díky inverznímu vztahu mezi cenou a výnosem vedlo ke snížení dlouhodobých úrokových měr. Účinnost této operace byla diskutabilní. Někteří ekonomové, jako Bernanke a Reinhart (2004), se domnívají, že důsledkem byla nedostatečná doba trvání operace. Samotný název kvantitativní uvolňování však pochází až z období přelomu nového tisíciletí a váže se k měnové politice implementované Japonskou centrální bankou (Shiratsuka, 2010).

Kvantitativní uvolňování ve své původní podstatě označuje měnovou politiku centrální banky, kdy centrální banka nakupuje státní cenné papíry za účelem zvýšení rezerv komerčních bank (jinými slovy měnové báze) a následného zvýšení úvěrové činnosti díky poklesu „ceny“ peněz. To vše s cílem podpořit spotřebu a investice a nastartovat ekonomiku k růstu (jedná se tedy o stimulaci agregátní poptávky). V současnosti však pojem kvantitativní uvolňování zahrnuje různé varianty měnové politiky, která v základu využívá rozsáhlých nákupů aktiv zvláště v období nízkých úrokových sazeb. Jako příklad ostatních typů měnové politiky dnes řazených pod název kvantitativní uvolňování můžeme uvést tzv. kreditní uvolňování. Tento termín použil bývalý předseda FEDu Ben Bernanke (2009) pro označení měnové politiky, která si klade za cíl napravit určitý segment trhu nebo určitou úrokovou míru. Využívá proto ovšem i nákupu soukromých cenných papírů, nikoli jen státních. Podle Bernankeho (2009) je tato politika primárně zaměřena na rozšiřování rozvahy centrální banky na straně aktiv (nákup cenných papírů), kdežto původní kvantitativní uvolňování bylo zaměřeno na rozšiřování rozvahy na straně pasiv (zvyšování rezerv obchodních bank, držенých u centrální banky).⁴

Cílem této práce není detailní rozbor vývoje kvantitativního uvolňování, uvedeme si proto jen zásadní milníky ve vývoji této měnové politiky. Dobrý stručný přehled historického vývoje ve své práci uvádí například Gros et al. (2015). Jak již bylo zmíněno výše, první bankou, která implementovala politiku kvantitativního uvolňování, byla Japonská centrální banka. V roce 2001 se rozhodla pomocí rozsáhlých nákupů vládních dluhopisů srazit úrokovou míru na nulu a bojovat tak proti deflaci. V první fázi šlo o závazek ve výši 5 bilionů jenů, což odpovídalo zhruba jednomu procentu HDP. Tento cíl byl poté postupně navyšován až na částku 30 bilionů jenů v roce 2003. Program byl také rozšířen o nákupy dalších druhů aktiv jako asset backed securities (ABS) nebo komerčních cenných papírů a nakonec trval do roku 2006. V současné době tento první pokus o kvantitativní uvolňování je považován za neúspěch. I samotná Japonská centrální banka uznala, že tato politika nebyla nikdy skutečně účinná.

Jako druhý v pořadí, kdo zavedl kvantitativní uvolňování, byl FED. V roce 2008 zavedl první kolo označované jako QE1. Nákupy zahrnovaly dluh vládou sponzorovaných společností,

⁴ V textu chceme upozornit pouze na to, kde leží těžiště hlavních změn v rozvaze centrální banky. Jsme si vědomi toho, že z účetního pohledu se aktiva vždy rovnají pasivům.

mortgage backed securities (MBS) a dlouhodobé státní dluhopisy o celkové výši 1,75 bilionu dolarů. Druhé kolo (QE2) bylo ohlášeno v roce 2010 a skončeno v roce 2011. FED při něm nakoupil aktiva za 600 miliard dolarů. Několik měsíců po QE2 FED podruhé v historii spustil Operaci Twist (popisovanou již výše), při níž nakoupil aktiva za 400 miliard dolarů. Třetí kolo kvantitativního uvolňování (QE3) začalo v září 2012 s cílem měsíčních nákupů ve výši 85 miliard dolarů. Ve složení 40 miliard dolarů ve formě MBS a 45 miliard dolarů ve formě dlouhodobých státních dluhopisů. Celkově se rozvaha FEDu navýšila o 3,5 bilionu dolarů, což odpovídá zhruba 20 % HDP.

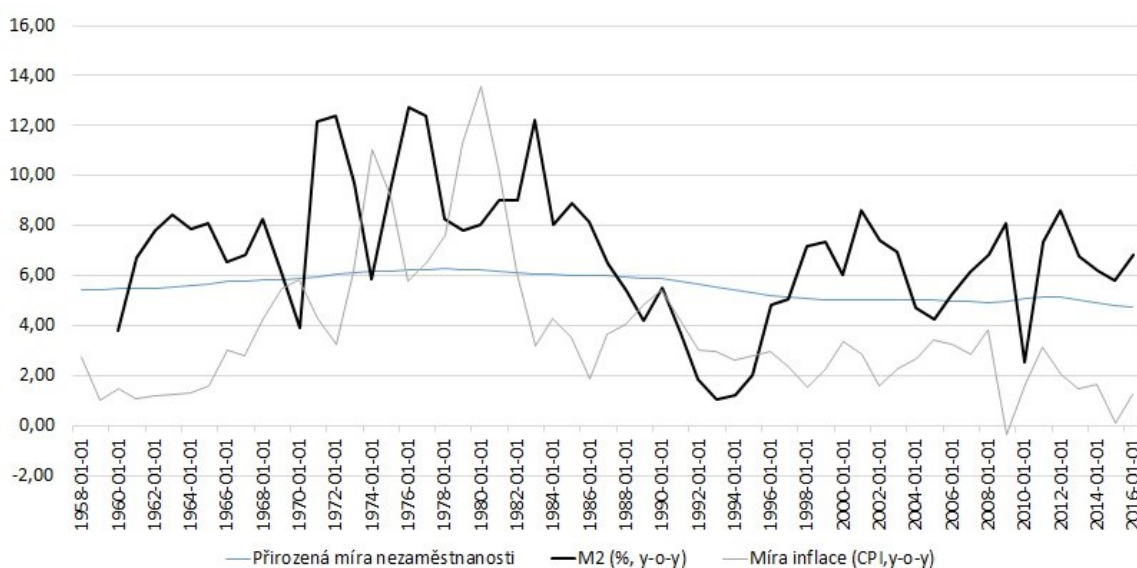
V březnu 2009 následovala FED Bank of England (BoE) a také započala kvantitativní uvolňování. Nákupy se zaměřila téměř výhradně na vládní dluhopisy. Prvotní objem nákupů byl stanoven na 50 miliard liber, ale posléze byl navýšen až na 375 miliard liber (tedy opět zhruba 20% HDP). Zde je třeba se vrátit k Japonské centrální bance, která se v roce 2008 znovu vrátila ke kvantitativnímu uvolňování, přestože to poslední považovala za neúčinné. Při této nové vlně se zaměřila na masivní přímé nákupy různých druhů aktiv. Do konce roku 2012 celková suma, o kterou se zvětšila měnová báze Japonské centrální banky, byla 101 bilionů jenů (opět přibližně 20% HDP). V roce 2013 po nástupu premiéra Shinzo Abeho Japonská centrální banka spustila možná nejodvážnější kvantitativní uvolňování v historii. Cílem bylo zdvojnásobit měnovou bázi během příštích dvou let pomocí masivních nákupů vládních dluhopisů, burzovně obchodovaných fondů (ETF) a dokonce nemovitostních fondů.

V březnu 2015 se Evropská centrální banka (ECB) stala poslední bankou, která spustila kvantitativní uvolňování. Zahájila program Nákup dluhopisů národních vlád a nadnárodních institucí (Public Sector Purchase Programme). Již dříve ECB nabídla bankám sérii dlouhodobějších refinančních operací (Gros et al., 2015) – tři kola Covered bond purchase programme (CBPP): První v roce 2009, druhé v roce 2011 a třetí v roce 2014. A v roce 2010 také spustila program Dodávání likvidity a nákupy soukromých aktiv (Securities Market Programme - SMP). V roce 2012 připravila Outright Monetary Transactions (OMT) program, který však nebyl využit. V roce 2014 pak ECB přidala ještě ABS Purchase Programme (ABSPP). ABS Purchase Programme, třetí kolo Covered bond purchase programme a Public Sector Purchase Programme jsou dohromady označovány jako Expanded Asset Purchase Programme (APP). V rámci APP Evropská centrální banka nakupovala aktiva o měsíčním objemu 60 miliard eur. Celkový objem nákupů v rámci APP do roku 2016 činil asi 12 % HDP eurozóny (Singer, 2015).

Účinnost kvantitativního uvolňování je velmi diskutovaným tématem. Mnoho ekonomů se pokusilo najít odpověď na tuto otázku. Z jejich závěrů se dá vyčíst několik poznatků. Velká většina autorů se shoduje na tom, že kvantitativní uvolňování mělo pozitivní efekt na ceny aktiv, dlouhodobé úrokové míry a sklon výnosové křivky (například Penalver et al. (2017) nebo Joyce et al. (2010)). Tento efekt však nebyl přesvědčivě přisouzen kvantitativnímu uvolňování. Někteří autoři vidí v kvantitativním uvolňování jen jakýsi podpůrný prostředek pro Signalizační kanál, kdy závazek centrální banky odkupovat aktiva v předem daných objemech a v relativně ohraničeném období je signálem pro tržní očekávání a změny veličin

jsou ovlivněny právě těmito očekáváními. Čili efekt kvantitativního uvolňování je nepřímý (Bhattarai et al., 2015). Zatímco pozitivní efekt na tyto veličiny je celkem obecně přijatým faktem, efekt kvantitativního uvolňování na širší ekonomiku je mnohem více nejasný. Zvláště proto, že nikdo neví, jak by se ekonomika vyvíjela bez aplikace těchto nekonvenčních nástrojů (Fawley a Neely, 2013). Z některých prací, které využívají multimodelové analýzy, vyplynulo, že určit rozsah efektivity kvantitativního uvolňování nebude tak jednoduché, jelikož se výsledky odhadů z různých modelů od sebe značně liší. To vytváří značnou nejistotu týkající se jejich validity (Kapetanios et al., 2012). Proto stejně jako u forward guidance i zde se mnoho autorů uchyluje ke konstatování, že je třeba provést další výzkum na toto téma s využitím delších časových řad nebo s větším množstvím parametrů (Thorton, 2012).

Na kvantitativní uvolňování se lze podívat i z jiného úhlu. Jelikož základním projevem této měnové politiky je prudký nárůst peněžní zásoby a následná analýza dopadů na reálnou ekonomiku, můžeme se uchýlit ke kvantitativní teorii peněz. Ta říká, že zatímco v krátkém období může mít změna peněžní zásoby vliv jak na cenovou hladinu, tak na reálný produkt (resp. reálnou veličinu), v dlouhém období již ovlivňuje pouze cenovou hladinu. Tento fakt je empiricky prokázán. Prokázalo se to i v případě Spojených států amerických. Jak lze vidět na Grafu 1, zvýšení peněžní zásoby doprovázející kvantitativní uvolňování ovlivnilo jen inflaci⁵, nikoli přirozenou míru nezaměstnanosti.



Graf 3: Vývoj nezaměstnanosti, peněžní zásoby a inflace v USA 1958 – 2016 (Šíma, 2017)

⁵ Tato práce neřeší otázku správného zachycení změny cenové hladiny (tj. necháváme stranou našeho zájmu, zda často užívaný CPI je vhodný či nikoliv nebo zda by měl být nahrazen nebo doplněn o jiné položky).

Pokud je tedy cílem centrální banky boj s deflací, jeví se kvantitativní uvolňování jako účinný nástroj. Pakliže má ale centrální banka za cíl podpořit dlouhodobý reálný růst ekonomiky, úspěšná příliš nebude.

2 Fiskální politika v období nulových úrokových sazeb

Jestliže se ekonomika nalézá ve stavu, kdy je úroková míra blízko nuly, bojuje s likviditní pastí a případnou deflací, měnové politice „dochází dech“ a možnosti jak takovouto situaci napravit, nezbývá, než aby zasáhla fiskální politika. Jak bylo popsáno výše, monetární politika není úplně bez východisek. Implementace nekonvenčních měnových nástrojů může některé neduhy ekonomiky zmírnit (likviditní past) nebo aktivně vyřešit (hrozbu deflace), na jiné však spíše nestačí (reálný růst). Fiskální politika by měla mít v této situaci alespoň ve směru stimulace reálné ekonomiky daleko lepší pozici. Jenže stejně jako měnovou politiku omezují nízké úrokové sazby, tak i fiskální politika se potýká s různými omezeními, které jí brání v nastartování a udržování dlouhodobého ekonomického růstu.

Fiskální politika může na ekonomiku působit ze dvou stran. Z příjmové strany, kde má jako svůj nástroj k dispozici daňový mix, nebo z výdajové strany, kde převážně hovoříme o vládních investicích a výdajích na konečnou spotřebu (tj. část investic „I“ a „G“ z agregátní poptávky).

2.1 Příjmová strana

Příjmová strana státního rozpočtu, tak jak ji definuje ESA 2010 (2013), se skládá z několika zdrojů:

- **Daně a sociální příspěvky**

Celkové daňové příjmy zahrnují příjmy z daní z výroby a dovozu, daní z příjmu a bohatství a daní z kapitálu. Celkové sociální příspěvky se skládají z běžných sociálních příspěvků a imputovaných sociálních příspěvků.

- **Prodej zboží a služeb**

Zde se jedná o výnosy z prodeje zboží a služeb vyprodukovaných státními podniky, toto lze považovat za tržní produkci. Patří sem ale i netržní produkce, do které můžeme zařadit například vstupné z muzeí, platby nemocnicím nebo školám, pokud jsou netržního charakteru.

- **Ostatní běžné příjmy**

Pod ostatní běžné příjmy řadíme důchod plynoucí z vlastnictví majetku (nájem, licenční poplatky), dotací na výrobu a ostatních běžných transferů (jedná se hlavně o vnitřní transfery mezi státními institucemi). K důchodu plynoucího z majetku také

řadíme úroky a dividendy, reinvestovaný zisk z přímých zahraničních investic vládních institucí, ostatní důchody z investic a rentu.

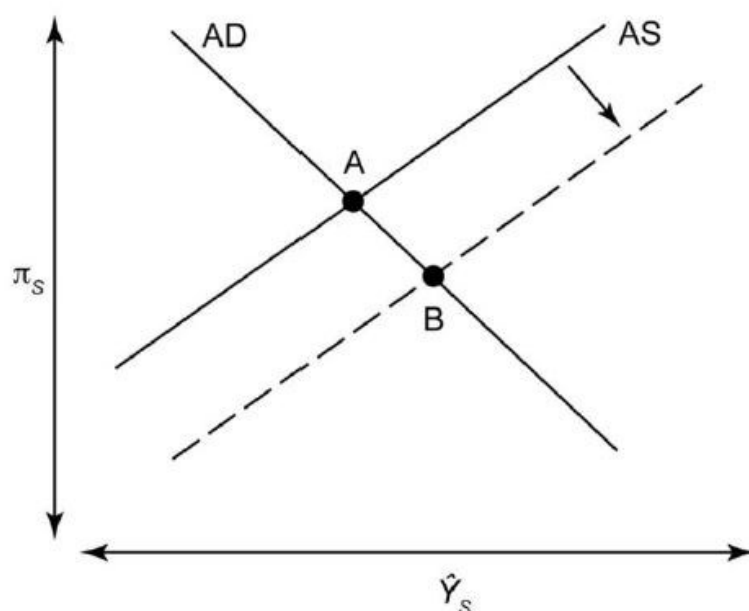
- **Kapitálové příjmy**

Zde nalezneme investiční dotace a ostatní kapitálové transfery získané od jiné státní jednotky a orgánů EU.

Daně a sociální příspěvky představují největší zdroj příjmu státního rozpočtu. Dle dat OECD (2018a, 2018b) v roce 2016 například celkové příjmy státního rozpočtu České republiky činily 40,2 % HDP (což je přibližně 1,88 bilionu korun). Z celkových příjmů tvořily daňové příjmy 84,65 % (přibližně 1,59 bilionu korun). Zároveň se jedná o jediný zdroj příjmu, pomocí něhož může fiskální politika ovlivnit agregátní poptávku (respektive nabídku).

2.1.1 Snížení daní z příjmu

V období, kdy ekonomika zažívá recesi s hrozbou deflace, bude fiskální politika chtít snižovat daně, aby podpořila agregátní poptávku a skrz ni i růst cen. Za normálních okolností, tedy v období, kdy ekonomika nezažívá šok, se předpokládá, že snížení daní (obzvláště pak daní z příjmu) má expanzivní charakter (Eggertsson, 2011).

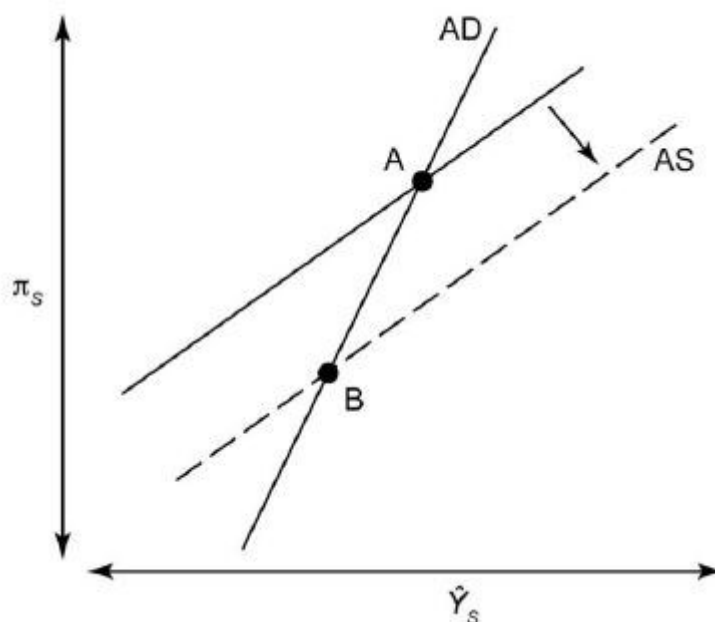


Graf 4: Efekt snížení daní z příjmu v období kladných úrokových sazeb (Eggertsson, 2011)

Jak je vidět na Grafu 4, snížení daní posune přímku AS směrem dolů. Důvodem je, že lidé chtějí pracovat více, protože za svou práci dostanou vyšší mzdu. To zapříčiní pokles reálné mzdy, díky čemuž firmy mohou dodat více zboží za nižší ceny, což produkuje deflační tlaky.

Za normálních okolností by na to reagovala centrální banka snižováním úrokových sazeb, čímž by se snažila neutralizovat tyto deflační tendence. Pokud bychom využili klasického DSGE⁶ modelu a jeho parametrů tak, jako Eggertsson (2011), zjistíme, že fiskální multiplikátor⁷ snížení daní je 0,16. To znamená, že pokud vláda sníží daně o 1 %, zvýší se výstup o 0,16 %.

Nyní se podíváme na stejnou situaci, ale v případě, kdy ekonomika zažívá šok a panují nulové úrokové sazby. V takovém případě totiž Eggertsson (2011) tvrdí, že dopad snížení daní z příjmu bude mít opačný (tedy restriktivní) charakter.

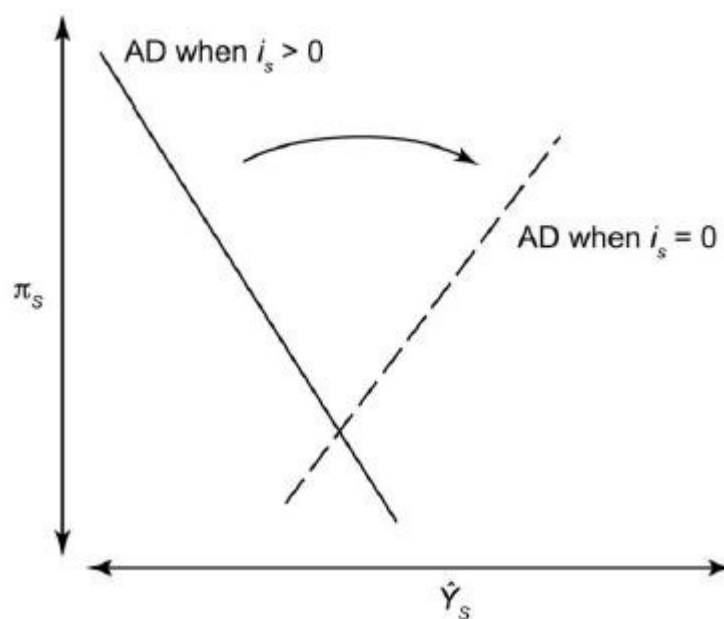


Graf 5: Efekt snížení daní z příjmu v období nulových úrokových sazeb (Eggertsson, 2011)

Jak vidíme na Grafu 5, přímka AS se chová stejně jako v předchozím případě (tedy firmy nabízejí více zboží za nižší ceny). Velkým rozdílem je zde přímka AD, která kvůli šoku a nulovým úrokovým sazbám změnila sklon a je nyní rostoucí. Nové equilibrium se nachází v bodě B, který se nalézá při nižších cenách i výstupu. Je tedy patrné, že v tomto případě snížení daní z příjmu vedlo k restrikci výstupu. Princip tohoto výsledku stojí na tom, že očekávání nižších daní v recesi vytváří deflační očekávání ve všech zemích, kde panuje negativní šok. A tato očekávání poté zapříčiní vyšší reálné úrokové míry, které poté vedou ke snížení spotřeby (z pohledu agregátní poptávky).

6 Novokeynesiánský dynamicko-stochastický model obecné rovnováhy.

7 Fiskální multiplikátory měří krátkodobý dopad diskreční fiskální politiky na výstup. Obvykle jsou definovány jako poměr mezi změnou výstupu a exogenní změnou fiskálního schodku vzhledem k jejich příslušným základním hodnotám (Batini et al., 2014).



Graf 6: Jak se agregátní poptávka mění, když krátkodobá úroková sazba dosáhne nuly (Eggertsson, 2011)

Pomocí Grafu 6 se pokusíme vysvětlit změnu v chování agregátní poptávky (dále AD). Jak bylo řečeno výše, v situaci, kdy panují nenulové a pozitivní úrokové sazby, je přímka AD klesající s inflací. Důvodem je chování centrální banky, která při poklesu inflace snižuje nominální úrokové sazby více než jedna ku jedné s inflací. Analogicky, když inflace poroste, bude centrální banka nominální úrokové sazby zvyšovat více než jedna ku jedné. Tak zapříčiní pokles výstupu s vyšší inflací. Důsledkem tohoto chování poklesnou reálné úrokové míry s deflačními tlaky a zvyšujícím se výstupem, protože každé snížení inflace bude provázeno více než proporční změnou nominální úrokové sazby.

Tento princip však neplatí v případě, kdy panují nulové úrokové sazby, protože centrální banka je již nemůže dále snižovat. To znamená, že centrální banka již nebude schopna vyvažovat deflační tlaky a přímka AD se proto stane stoupající, jak ukazuje Graf 6. Důvodem je, že nižší inflace bude nyní znamenat vyšší reálné úrokové míry, protože pokles inflace již nemůže být kompenzován snižováním nominální úrokové sazby. Implicitně růst inflace nebude vyvažován růstem nominální úrokové míry a dosáhne tak expanzivního charakteru. Vyšší inflace povede k nižším reálným úrokovým mírám a tak k vyšší poptávce. Když Eggertsson (2011) vypočetl fiskální multiplikátor snížení daní pro nulové úrokové míry, výsledek byl -1,02. To znamená, že za každé snížení daní z příjmu o 1 % agregovaný výstup poklesne o 1,02 %.

2.1.2 Snížení daní z prodeje a daně z přidané hodnoty

Podle Eggertsona (2011) ne všechna daňové snížení vedou k poklesu výstupu. Jedním možná z nejexpanzivnějších může být snížení daní z prodeje. Zde je třeba uvést, že daně z prodeje zde chápe jako daně, které platí ve Spojených státech amerických, a nikoli jako daně z přidané hodnoty, které se aplikují v Evropě. Proč tedy snížení daní z prodeje zvyšuje poptávku? Protože dočasné snížení vede k okamžitému zlevnění zboží oproti budoucím cenám. Spotřebitel předpokládá, že ceny opět vzrostou ve chvíli, kdy recese skončí, a proto zvyšují svou momentální spotřebu. Toto snížení také druhotně vede ke zvýšení nabídky práce, jelikož lidé si za vydělané peníze pořídí více a chtějí tedy maximalizovat své příjmy. Eggertsson (2011) uvádí, že daně z prodeje ve Spojených státech amerických nemají přímý vliv na cenotvorbu firem. Tedy, že firma vytvoří cenu produktu nezávisle na výši daně, a ta je pak jen navýšena při prodeji o patřičnou daňovou sazbu (je nutno dodat, že daně z prodeje jsou v USA značně diferencované a v každém jednotlivém státě se liší). Uvažujeme tedy, že 1% snížení daně z prodeje je okamžitě přeneseno jako 1% snížení ceny, za kterou spotřebitel daný produkt nakupuje, bez toho aniž by firmy upravily své ceny.

Toto uvažování již nelze aplikovat na daně z přidané hodnoty, které se využívají v Evropě. Tento typ daní je totiž v naprosté většině případů obsažen přímo v ceně (často ze zákona), tedy firmy vytváří cenu s přihlédnutím k daňové sazbě. V takovémto případě 1% snížení daně z přidané hodnoty pocítí spotřebitelé s časovým odstupem a to jen u výrobků firem, jež přehodnotily svou cenovou politiku. Toto může vést spotřebitele k odložení spotřeby do doby, než dojde k promítnutí změn daňové sazby do cen produktů. Nejedná se tedy o přímou transmissi jako u daní z prodeje. V modelu, jenž Eggertsson (2011) využívá, se snižování daně z přidané hodnoty promítne stejným způsobem jako daně z příjmu popisované v předešlé podkapitole. Toto snížení tedy nemá expanzivní dopad na výstup, ale spíše restriktivní.

Ostatním položkám příjmové strany zde nebudeme věnovat pozornost, protože jejich dopady jsou buďto zanedbatelné nebo dostatečně zřejmé.

2.2 Výdajová strana

Výdajová strana státního rozpočtu podle klasifikace COFOG (2011), respektive podle CZ-COFOG je rozdělena podle funkce na 10 oddílů (stručný obsah těchto oddílů je uveden v Příloze A):

- **Všeobecné veřejné služby**
- **Obrana**
- **Veřejný pořádek a bezpečnost**
- **Ekonomické záležitosti**

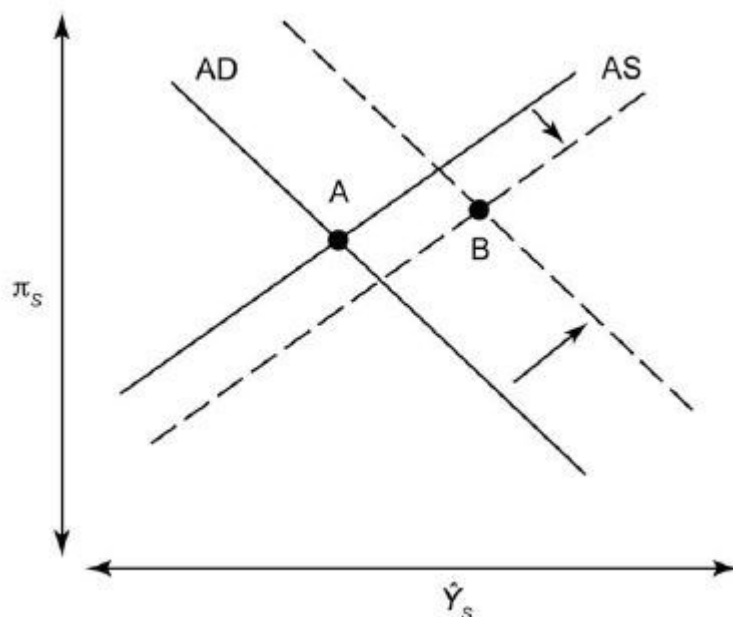
-
- **Ochrana životního prostředí**
 - **Bydlení a společenská infrastruktura**
 - **Zdraví**
 - **Rekreace, kultura a náboženství**
 - **Vzdělávání**
 - **Sociální věci**

Vládní výdaje můžeme ekonomicky rozdělit na dva různé druhy. Na běžné výdaje (ekonomicky značíme G) a na investice (ekonomicky značíme I). Oba tyto druhy postihují všech 10 výše uvedených oddílů. V rámci fiskální politiky jsou vládní výdaje nejsilnějším nástrojem, který může ovlivňovat agregátní poptávku a nabídku. Dle dat OECD (2018c) byly například souhrnné výdaje Českého státního rozpočtu v roce 2016 ve výši 39,4 % HDP (tedy přibližně 1,857 bilionu korun).

2.2.1 Expanzivní vládní výdaje

Znovu využijme práci Eggertssona (2011) a podíváme se na to, jak v období nízkých úrokových sazeb může fiskální politika uspět se zvyšováním vládních výdajů. Nejdříve je třeba stanovit, že jestliže jsou vládní výdaje perfektním substitutem soukromých výdajů, nebude jejich zvyšování mít žádný efekt na výstup či inflaci. Důvodem je, že soukromý sektor by snížil své výdaje přesně o stejnou částku, jakou je veřejný sektor zvýšil. My proto budeme operovat s předpokladem, že perfektními substituty nejsou.

Nejdříve stejně jako v předchozí podkapitole se podíváme na to, jak zvýšení vládních výdajů vypadá v situaci bez deflačního šoku, s nominálními úrokovými sazbami většími než nula.

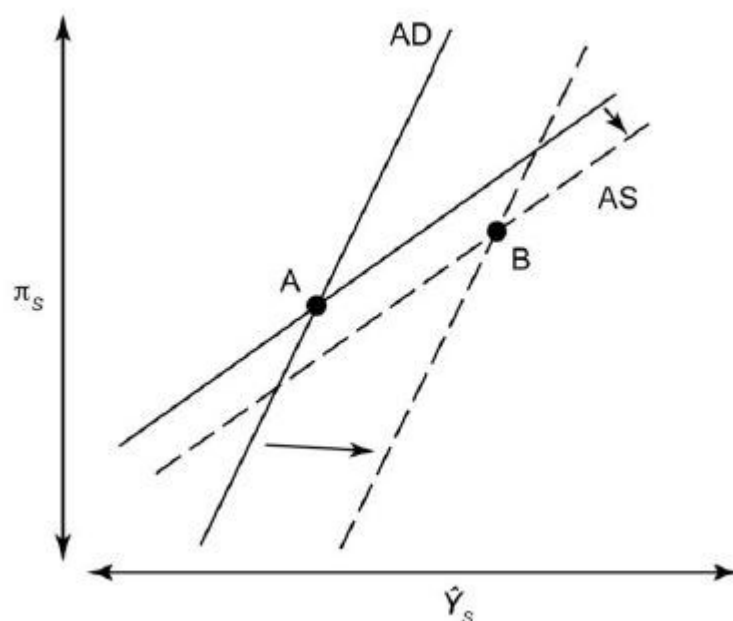


Graf 7 Zvyšování vládních výdajů v období kladných úrokových sazeb (Eggertsson, 2011)

Na Grafu 7 vidíme, že zvýšené vládní výdaje podstatně posunuly přímku agregátní poptávky doprava. Jedná se o klasický projev růstu autonomních výdajů⁸. Zvýšení vládních výdajů také posune agregátní nabídku. Vládní výdaje odeberou zdroje ze soukromé spotřeby, a lidé tak chtějí pracovat více, aby nahradili ztracenou spotřebu. Tím se zvýší nabídka práce a sníží reálné mzdy, což se projeví právě ve formě posunu agregátní nabídky doprava. Nové equilibrium se ustanoví v bodě B. Když vypočítáme fiskální multiplikátor, získáme hodnotu 0,46 (dle modelu Eggertssona, 2011). Zvýšení vládních výdajů o 1 % povede k zvýšení výstupu o 0,46 %. Což je přibližně třikrát více než u snížení daní z příjmu při kladných úrokových sazbách.

Nyní se podíváme na efekt vládních výdajů při nulové úrokové sazbě. V porovnání se snižováním daní, zvýšení vládních výdajů v situaci, kdy v ekonomice vládnou nulové úrokové sazby, je velmi efektivní. Eggertsson (2011) v tomto případě uvažuje pouze dočasné zvýšení vládních výdajů jako reakci na deflační šok. Jakmile tento šok pomine, vládní výdaje se vrátí do původního stavu.

⁸ Klasická ekonomická teorie uvádí, že nárůst autonomních výdajů vytvoří přinejmenším rovnocenný nárůst agregátní produkce jako je HDP, ne-li větší nárůst.



Graf 8: Efekt zvýšení vládních výdajů při nulových úrokových sazbách (Eggertsson, 2011)

Na Grafu 7 vidíme, že došlo k výraznému posunu přímky AD doprava. Došlo tedy ke značné stimulaci výstupu a růstu cen. Zároveň došlo k posunu přímky AS. Tento posun je stejně jako výše zapříčiněn růstem nabídky práce ze strany pracovníků a poklesem reálných mezd. Jedná se o deflační efekt, který je však příliš malý, aby překonal stimulační efekt vládních výdajů. Posun AD je vždy výrazně vyšší než posun AS. Fiskální multiplikátor pro tento případ vychází ve výši 2,3. Tedy každé 1% navýšení vládních výdajů přinese zvýšení výstupu o 2,3 %. Výše tohoto multiplikátoru je vskutku vysoká, je to dáno vlivem změny očekávání soukromých subjektů. Hlavním důvodem poklesu výstupu a cen je budoucí očekávání poklesu a deflace. Jestliže subjekty uvěří, že dojde k navýšení vládních výdajů a zároveň věří, že toto navýšení vydrží až do překonání recese, jejich očekávání se změní a výrazně to ovlivní spotřebu v daném období. Platí zde, že již samotné oznámení změny výše vládních výdajů vede ke změnám v očekávání subjektů, přestože k faktické implementaci dojde se zpožděním.

2.3 Shrnutí

Fiskální politika v situaci nízkých úrokových sazeb musí být obezřetná k pokusům stimulovat spotřebu a ekonomický růst za pomoci snižování daní. Jelikož tato nestandardní situace má mnohdy opačný vliv na efekt změn daňového zatížení. Je také nutno podotknout, že je třeba brát ohledy na fakt, že daně jsou majoritním zdrojem příjmu státního rozpočtu, a vláda by proto měla být opatrná ve stanovování rozsahu, v němž budou daně snižovány. Jestliže je totiž vláda omezena pravidlem vyrovnaného rozpočtu, tak by se mohlo stát, že v důsledku snížení

daní dojde k tak razantnímu poklesu příjmu státu, že nebude schopen financovat vládní investice a výdaje (Lim a McNelis, 2015).

Zvyšování vládních výdajů se ukázalo ještě více účinné než úprava daňového mixu. Z výše uvedených multiplikátorů vyplývá, že právě zvyšování vládních výdajů by měla být věnována zvláštní pozornost. Je nutné podotknout, že všechna tato opatření v modelu, který představil Eggertsson (2011), byla zamýšlena jako krátkodobá. Hlavním předpokladem zde bylo, že ať už snižování daní nebo zvyšování vládních výdajů jsou pouze dočasnou záležitostí. Jedná se jen o podpůrná opatření, která budou platit jen do doby, dokud nevymizí deflační šok. Podobné závěry prezentují i další autoři. Například Auerbach a Gorodnichenko (2013) nebo Correia et al. (2012).

3 Fiskální politika a dlouhodobý reálný růst

V předchozí kapitole jsme ukázali, jakým způsobem může fiskální politika ovlivnit ekonomiku, která se potýká s deflačním šokem způsobenou recesí. Celkem přesvědčivě bylo ukázáno, že fiskální politika může mít více než pozitivní dopad na reálný růst a celkovou revitalizaci ekonomiky. Jednalo se však o situaci, která by ze své podstaty měla být spíše ojedinělá a z časového hlediska krátkodobá. Nyní se podíváme na to, jakým způsobem může fiskální politika ovlivňovat reálný růst z dlouhodobého hlediska.

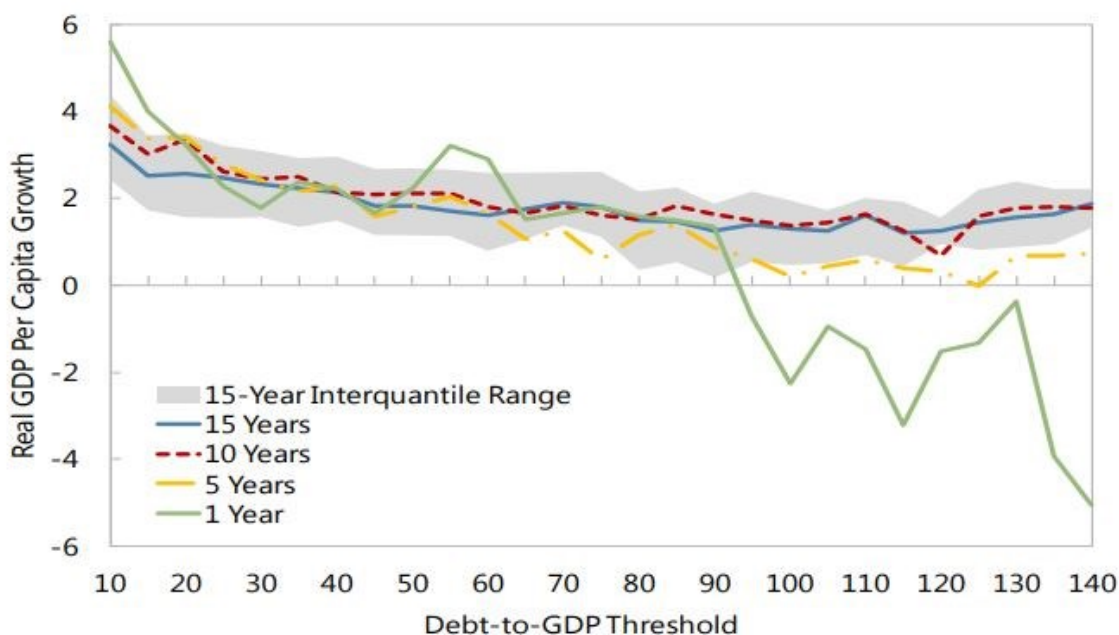
3.1 Opatření fiskální politiky s dopadem na střednědobý a dlouhodobý reálný růst

Stabilita nebo zvyšování dlouhodobého reálného růstu jsou cílem většiny vyspělých i rozvíjejících se ekonomik. Zvláště poté, co po finanční krizi z roku 2008 došlo k značnému poklesu růstu ve většině zemí světa. Fiskální politika je efektivním nástrojem k podpoře dlouhodobého růstu. I když je značně obtížné přesně definovat kauzality a rozlišit dopad fiskálních reforem od jiných faktorů, analýzy naznačují, že by mohly zvýšit středně až dlouhodobý růst po implementaci fiskálních reforem ve vyspělých ekonomikách až o $\frac{3}{4}$ procentního bodu per capita a v rozvíjejících se ekonomikách ještě více. Fiskální politika se snaží dosáhnout růstu pomocí makroekonomické stability a daňových a výdajových fiskálních politik. Důležitou součástí je také schopnost doplnit fiskální reformy o strukturální reformy, aby se logicky podporovaly. V neposlední řadě je důležité, aby byl veden společenský dialog, aby bylo možné získat veřejnou podporu pro dané reformy a politiky a také konstruktivní kritiku, aby se dosáhlo maximálního možného růstu (IMF, 2015a).

3.1.1 Makroekonomická stabilita

Makroekonomická stabilita je základním kamenem pro dosažení dlouhodobého růstu. Velké fiskální deficity snižují agregátní míru úspor, což může vést k inflaci, vysokým úrokovým mírám a tlaku na platební bilanci. Toto všechno má negativní vliv na reálný růst. Ovšem vztah mezi reálným růstem a makroekonomickou stabilitou funguje i v opačném směru. Nízký růst totiž může ohrozit fiskální udržitelnost oslabením fiskální pozice země. Nejistota fiskální politiky vytvořená makroekonomickou nestabilitou ovlivňuje růst skrz volatilitu návratnosti investic a špatnou alokaci zdrojů z důvodu nejasných cenových signálů (Fischer, 1993).

Vysoký veřejný dluh má negativní dopad na reálný růst. Tím že zvyšuje nejistotu budoucí daňové zátěže, vytěsňuje soukromé investice a oslabuje odolnost země proti šokům (Krugman, 1988).



Graf 9: Dluh a růst – krátkodobý a dlouhodobý horizont (Pescatori, Sandri and Simon, 2014)

Graf 9 ukazuje vztah mezi veřejným dluhem a růstem. Z krátkodobého horizontu mají vysoké hodnoty veřejného dluhu značně negativní dopad na reálný růst. S postupujícím časovým horizontem ale můžeme vidět, že vztah je mnohem méně výrazný. Přesto je zde stále patrný negativní vliv vysokých hodnot zadlužení. Je poněkud obtížné určit výši veřejného dluhu, který je ještě udržitelný, a také to, kam až může růst, aniž by ohrozil makroekonomickou stabilitu země. Empirické výzkumy naznačují, že výše poměru veřejného dluhu k HDP, při které začíná být dopad na reálný růst již negativní, se bude v jednotlivých zemích lišit na základě ekonomické vyspělosti, případně dalších faktorů, jako jsou složení věřitelské základny aj. Například pro země OECD se ukazuje, že touto hranicí je dluh ve výši přibližně 85 % HDP. Když bychom ještě tento poměr zvýšili o 10 procentních bodů, vedlo by to ke snížení průměrného ročního růstu HDP o více jak 0,1 % (Cecchetti et al., 2011 a IMF, 2015a).

Obzvláště v předkrizové literatuře se zdůrazňují možnosti expanzivních fiskálních úprav a to nejen u vyspělých ekonomik, ale i u rozvíjejících se ekonomik. Nicméně v období recese, kdy panuje negativní mezera výstupu a monetární politika je v důsledku nulových úrokových sazeb neefektivní, fiskální konsolidace bude mít za následek spíše krátkodobé omezení reálného růstu. V takovém systému může fiskální konsolidace zapříčinit v důsledku efektu hystereze⁹ i dlouhodobé snížení reálného růstu (DeLong and Summers, 2012). Navíc investice budou v dlouhotrvající recesi po delší období nízké a dále budou snižovat potenciální výstup. Všehovšude tyto argumenty podtrhují potřebu opatrného přístupu k časování jakýchkoli fiskálních úprav v období recese (IMF, 2015a).

⁹ Hystereze je označení pro takové chování dynamického systému, kdy výstupní veličina nezávisí jen na nezávisle proměnné vstupní veličině, ale i na předchozím stavu systému (tzv. paměťový efekt systému).

Důležité je také složení těchto fiskálních úprav. Správný mix příjmových a výdajových opatření je pro každou ekonomiku jiný, v závislosti na jejích specifických podmínkách. Tvůrci těchto úprav musí uvážit trvanlivost takovýchto opatření a jejich dopad na reálný růst. Pro vyspělé ekonomiky má výdajově založená fiskální konsolidace větší trvanlivost a je spojována s růstem soukromých investic (Alesina a Ardagna, 2012 a Alesina et al., 2002). V porovnání s tím, u rozvíjejících se ekonomik vede k lepší trvanlivosti spíše příjmově založená konsolidace (Gupta et al., 2004).

Makroekonomickou stabilitu a udržitelnost fiskální politiky v neposlední řadě také upevňují silné a transparentní instituce. Stejně jako veřejný dluh a fiskální deficit mají negativní dopad na dlouhodobý růst, tak instituce mohou mít pro změnu pozitivní dopad. Země se silnými a transparentními institucemi tíhnou k tvorbě více prorůstových fiskálních úprav (IMF, 2014a).

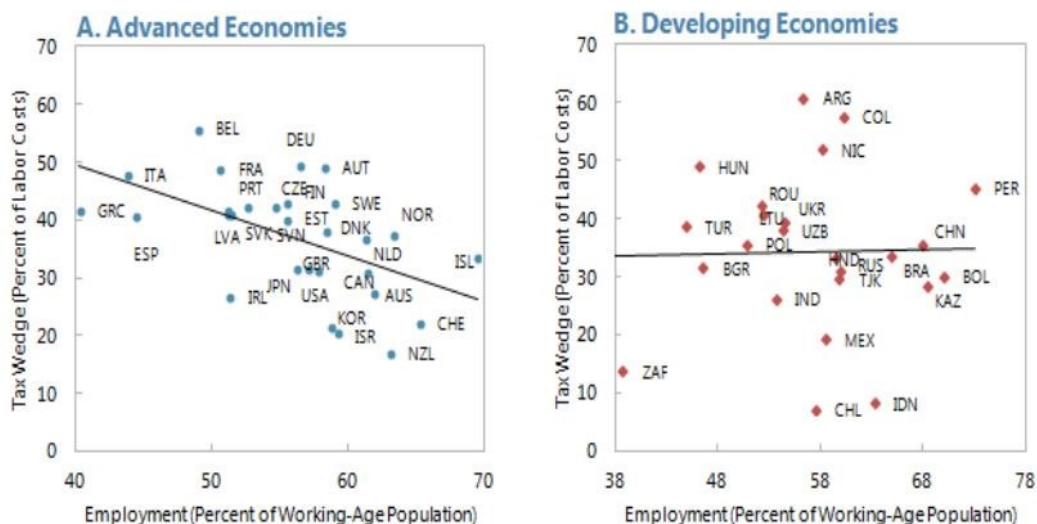
3.1.2 Jak mohou fiskální strukturální reformy podpořit růst?

Studie zemí¹⁰ a statistická analýza, kterou provedl Mezinárodní měnový fond (IMF, 2015a), přináší některé důkazy ukazující, že vyšší reálný růst nastává po implementaci prorůstových fiskálních reforem s drobnými rozdíly v důležitosti kanálů a oblastmi fiskální politiky napříč skupinami zemí. Teorie praví, že fiskální politika může ovlivnit reálný růst skrze čtyři transmisní kanály: nabídka práce, investice do fyzického a lidského kapitálu a celková produktivita faktorů.

Kanál nabídky práce

Daňový systém a systém sociálního zabezpečení ovlivňuje rozhodování o tom, zda se účastnit trhu práce (extenzivní reakce) a kolik toho odpracovat (intenzivní reakce). Empirické důkazy naznačují, že tento transmisní kanál je důležitý hlavně pro nízkopříjmové skupiny, ženy a starší pracovníky (IMF, 2014b). Reformy daní z příjmu nebo pracovních benefitů byly provedeny v pěti z devíti studovaných zemí (Austrálie, Chile, Irsko, Německo a Nizozemsko). Turnovsky (1998) využívá endogenní růstové modely k tomu, aby ukázal, jak může fiskální politika skrz snížení daní z příjmu zvýšit dlouhodobý reálný růst tím, že pozitivně povzbudí nabídku práce.

¹⁰ Země zahrnuté ve studiích jsou: Austrálie, Chile, Irsko, Malajsie, Německo, Nizozemsko, Polsko, Tanzanie a Uganda.



Graf 10: Vztah mezi daňovým klínem a mírou zaměstnanosti (IMF, 2014b)

Graf 10 zobrazuje vztah mezi tzv. daňovým klínem¹¹, včetně příspěvků na sociální zabezpečení (osa Y) a mírou zaměstnanosti (osa X). V levé části vidíme graf zobrazující situaci ve vyspělých zemích a napravo je graf zobrazující situaci v rozvíjejících se zemích. Lze zde vyčíst, že ve vyspělých ekonomikách je daňový klín korelován negativně s mírou zaměstnanosti, zatímco v rozvíjejících se ekonomikách neexistuje žádný jasně definovatelný vztah. Nejspíše kvůli horším systémům sociálního zabezpečení a užším základům daně z příjmů fyzických osob (IMF, 2014b). Výnosově neutrální fiskální stimuly využívající endogenní model růstu ukazují, že snížení daní z příjmu o 5% bodů vede k vyššímu dlouhodobému růstu v rozsahu 0,2 – 0,3 %, protože díky zvýšení čisté mzdy zvýší i nabídku práce. Pro příklad můžeme využít případ Irska, kdy v roce 1987 došlo ke snížení daní z příjmu, což mělo za následek silný růst nabídky práce a znatelně vyšší příspěvek práce k celkovému reálnému růstu (OECD, 2015a).

Pokud nejsou dobře navrženy sociální dávky v nezaměstnanosti, může docházet k odrazování potencionálních pracovníků od zapojení do pracovního procesu. Toto se týká hlavně nízko příjmových skupin obyvatel a rodin s dětmi. Jestliže při nástupu do zaměstnání dojde k odejmutí sociálních dávek, může to působit jako určitá daň z příjmu, což může některé jedince odrazovat od zaměstnání (OECD, 2015a). Jinými slovy, pokud bude mít jedinec možnost čerpat podporu v nezaměstnanosti za jednodušších podmínek a ve srovnatelné nebo vyšší výši než představuje mzda z jemu dostupného zaměstnání, bude větší pravděpodobnost, že zůstane tzv. na podpoře. Čímž roste dobrovolná nezaměstnanost, která k dlouhodobému růstu nijak nepřispívá, dokonce ho spíše snižuje. Je proto důležité nastavit politiku podpory v nezaměstnanosti co nejoptimálněji, aby chránila před absolutní chudobou, ale zároveň aby

¹¹ Daňový klín (anglicky Tax Wedge) je rozdíl mezi hrubou a čistou mzdou.

podporovala ochotu lidí hledat si zaměstnání. Existuje několik způsobů, jak nastavit podporu v nezaměstnanosti, aby stimulovala nabídku práce:

- **Podmíněná podpora** – ve většině vyspělých států je nárok na sociální dávky podmíněn účastí ve vládních projektech Aktivní politiky trhu práce (v ČR se nazývá Aktivní politika zaměstnanosti). Toto zahrnuje veřejně prospěšné práce, rekvalifikační kurzy, registrace a aktivní hledání zaměstnání na úřadu práce. V letech 2003–2005 Německo provedlo rozsáhlé reformy pracovního trhu spolu s podmínkami pro udělení podpory v nezaměstnanosti. To vše s cílem zlepšit efektivitu hledání zaměstnání, zvýšit pracovní pobídky a poptávku po práci (OECD, 2015a).
- **Podpora při zaměstnání** – Systém, ve kterém dochází k postupnému snižování sociálních dávek se zvyšujícím se příjmem ze zaměstnání nebo odpracovanou dobou. Tento přístup byl zaveden zeměmi, které se snaží podporovat aktivní účast na trhu práce (např. Německo, Nizozemsko, Švédsko, ...). Toto opatření snižuje čistou daň z příjmu zaměstnance, což má podstatný vliv na zaměstnanost a snižování chudoby (OECD, 2015a).
- **Individuální spoření v nezaměstnanosti** – Systém, kdy si každý zaměstnanec spoří část své mzdy na speciální spořicí účet, z něhož v případě nezaměstnanosti čerpá sociální dávky. Tento systém snižuje zatížení státního rozpočtu a zároveň by měl posilovat odhodlání jedince najít si co nejdříve zaměstnání. Tento systém je využíván v mnoha rozvíjejících se ekonomikách včetně Brazílie a Chile (OECD, 2015a).

Zaměření daňových a výdajových opatření na specifické skupiny může pomoci dosáhnout ještě větší nabídky práce a ještě většího reálného růstu. V mnoha ekonomikách existují skupiny lidí, které nejsou dostatečně zapojené do pracovního procesu. Jedná se převážně o nekvalifikované nebo starší pracovníky a také ženy. Dobře zvolená opatření mohou zvýšit nabídku práce od těchto skupin. Například kdyby v Japonsku vzrostla účast žen na trhu práce na průměr zemí G7, zvýšilo by to roční míru potencionálního růstu o 0,25 % (Elborgh-Woytek et al., 2013 a OECD, 2015a).

- **Ženy** – Ženy jsou jako skupina velmi ovlivnitelné daňovými incentivy. A proto ke zvýšení podílu žen na trhu práce některé země zavedly vyšší daňové úlevy pro ženy (Indie) a většina vyspělých ekonomik vyměnila zdanění rodin za zdanění individuální, aby se snížilo daňové zatížení druhého výdělečného manžela. Na straně výdajových reforem najdeme například zlepšování vzdělání u dívek (například v Turecku nebo Indii); dobře navržený systém rodičovských dávek, včetně placené otcovské dovolené (například ve Spojených státech amerických); flexibilnější pracovní podmínky, převážně ve formě částečných úvazků (například v Indii nebo Japonsku); a v neposlední řadě také větší dostupnost zařízení starajících se o děti (školy, školky, družiny, ..., například ve Spojených státech amerických nebo Německu). Politiky, které měly v minulosti skutečný dopad na zvýšení participace žen na trhu práce, zahrnují zvýšení pružnosti trhu práce

a reformy rodičovských dávek (Německo a Nizozemsko); vzdělání (Irsko); a posun od rodinného zdanění k individuálnímu zdanění (Irsko) (OECD, 2015a).

- **Starší pracovníci** – Pracovníci staršího věku jsou také značně ovlivněni finančními incentivy (IMF, 2014b). Nižší daňové sazby, případně odpuštění daňové povinnosti mohou motivovat jedince i v pokročilém věku. Na výdajové straně jsou možnosti jako zvýšení věkové hranice odchodu do důchodu a upravení starobních dávek takovým způsobem, aby nenabourávaly rozhodnutí o setrvání na trhu práce (zde je nutno říci, že se jedná spíše o bohaté ekonomiky, ve kterých odchod do důchodu může znamenat i zlepšení životní úrovně); zároveň cílená opatření by měla zabránit vzniku starobní chudoby rozšířením sociálního systému penzí pro nízkopříjmové pracovníky. Mnoho vyspělých zemí prosadilo legislativu zvyšující věk odchodu do důchodu (Austrálie, Německo, Francie, Polsko, ...) (OECD, 2015a)
- **Nekvalifikovaní pracovníci** – Empirické výzkumy ukazují, že cílené daňové slevy vedou k pozitivnímu růstu zaměstnanosti, protože nekvalifikovaní pracovníci vykazují větší elasticitu nabídky práce než kvalifikovaní pracovníci (OECD, 2011). Většina vyspělých ekonomik zavedla náborové dotace, slevy na dani plynoucí ze zaměstnávání nekvalifikovaných zaměstnanců nebo snížení příspěvků na sociální zabezpečení. Všechna tato opatření mohou podpořit poptávku po nekvalifikované pracovní síle. Další metodou je například zavedení progresivního zdanění, které je výnosově neutrální pro státní rozpočet, ale zmenšuje daňový klín u nekvalifikovaných pracovníků. Na výdajové straně také může vláda na podporu zaměstnávání nekvalifikované pracovní síly zavést bezplatné rekvalifikační programy (OECD, 2015a).

Na závěr je nutné říci, že všechny tyto reformy a fiskální politiky by měly být doprovázeny doplňkovými reformami, které by měly zajistit zaměstnatelnost i dalších skupin, jako jsou dlouhodobě nezaměstnaní nebo postižení. Nejen, že jsou tyto reformy potřeba pro zabránění šíření chudoby a nerovnosti, ale jedná se o další potenciální zdroj pracovníků, který může dále podpořit reálný růst (OECD, 2015b).

Kanál investic do fyzického kapitálu

Zdanění kapitálových příjmů ovlivňuje soukromé úspory a investiční rozhodování. Zatímco na individuální úrovni kapitálové daně snižují míru úspor, na korporátní úrovni snižují návratnost investice u investičních projektů. Rozdílné daňové podmínky financování (například možnost odečtu úrokových plateb z daní) vytváří tendence preferování dluhového financování. Tyto tendence vedou k neefektivně vysokému poměru dluhu ke kapitálu a diskriminaci inovativních firem (De Mooij, 2011). Na výdajové straně mohou efektivní veřejné investice podpořit výnosnost soukromých investic a tím zvýšit dlouhodobý reálný růst (IMF, 2015a).

Jak je zmiňováno výše, zdanění kapitálových příjmů ovlivňuje soukromé úspory a investiční rozhodování. Zvýšením nákladů na kapitál mohou korporátní daně mít negativní vliv na domácí investice a na přímé zahraniční investice. Tento vliv je různý u různých typů firem (Johansson et al., 2008). Na straně jednotlivců zdanění kapitálových příjmů může odrazovat od tvorby úspor. Simulace politika výnosově neutrálního charakteru využívající endogenní růstový model naznačují, že snížení daně z kapitálových příjmů o 5% bodů (za současného zvýšení spotřebních daní, aby se fiskální příjmy nezměnily) přidá kolem 0,2 % k dlouhodobému reálnému růstu. Například Malajsie zjednodušila a snížila své korporátní daně z příjmu na úroveň srovnatelnou s ostatními jihovýchodními asijskými zeměmi, což vedlo k prudkému nárůstu investic. Podobné odezvy na snížení korporátních daní z příjmu byly pozorovány v Německu, Irsku i Nizozemsku (OECD, 2015a).

Zajímavou variantou, jak reformovat korporátní daň z příjmu, je její přeměna na tzv. daň z přebytečných výnosů. Tato daň funguje tak, že firma, která dosáhne „normální“ výše výnosů je osvobozena od daně skrz možnost odpočtu imputované návratnosti vlastního kapitálu. Tato přeměna by měla působit proti tendencím preferovat dluhové financování investic, které jsou vyvolány možností odečitatelnosti úrokových nákladů. (De Mooij, 2011). Další možností, jak tyto tendence zmírnit, je omezit nebo zrušit odečitatelnost úrokových nákladů z daní. Několik vyspělých a rozvíjejících se ekonomik (například Rakousko, Belgie, Brazílie nebo Itálie) vyzkoušelo tuto transformaci s různou mírou úspěšnosti dopadu na soukromé investice (OECD, 2015a).

Daňové pobídky jsou zajímavým nástrojem k podpoře investic, ale hrozí u nich nebezpečí eroze příjmové základny bez dosažení kompenzujících přínosů ze zvýšení objemu investic, pokud nejsou správně navrženy a omezeny. Daňové pobídky nabývají několika podob. Jedná se zejména o daňové prázdny, preferenční daňové zacházení ve speciálních zónách (například snížení daňové sazby pro firmy, které postaví svou továrnu v určité oblasti) nebo cílené daňové úlevy na některé investice. Volba typu pobídky a návrh její aplikace jsou velmi podstatné k dosažení její efektivity (Johansson et al., 2008). Například dobře zaměřené pobídky, které snižují cenu kapitálu, jako možnost zrychlených odpisů, investiční slevy na dani nebo velké odpočty, byly s různou mírou úspěchu využity v mnoha vyspělých zemích. V porovnání s tím, otevřené a na zisku založené daňové prázdny jsou méně efektivní, erodují daňovou základnu a mohou se řádně prodražit. Příznivé daňové pobídky v jedné zemi mohou vést k přesunu přímých zahraničních investic z okolních států, což může způsobit oslabení jejich růstu. K tomu, aby se předešlo nepříznivé daňové soutěži, je třeba mezinárodní spolupráce při zavádění daňových pobídek. Hodnocení daňových pobídek, které proběhly v Malajsi v roce 1986, došla k závěru, že zatímco domácí investice byly pozitivně ovlivněny, přímé zahraniční investice, respektive investoři ovlivňují spíše jiné faktory, jako makroekonomická stabilita a kvalita infrastruktury (IMF, 2015a).

Veřejné investice do infrastruktury mohou zvýšit produktivní kapacity a růstový potenciál ekonomiky. V literatuře zabývající se endogenním růstem je veřejný kapitál brán jako zdroj přímých i nepřímých růstových přínosů, které se získají prodloužením životnosti soukromého

kapitálu. Rozvíjející se ekonomiky s nedostatečnou infrastrukturou mají šanci získat velké výnosy ze zvýšení veřejných investic (OECD, 2015a). Pokud budeme uvažovat vyspělou ekonomiku s podstatným objemem nevyužitého kapitálu¹² a expanzivní monetární politikou, IMF (2014c) odhaduje, že zvýšený objem veřejných investic do infrastruktury může zvýšit výstup až o 3 %. Analýzy potvrzují, že veřejné investice do dopravy a komunikací vykazují vysokou pravděpodobnost následného urychlení reálného růstu.

Kanál investic do lidského kapitálu

Lidský kapitál je jedním z hlavních motorů dlouhodobého reálného růstu (Lucas, 1988). V endogenních modelech růstu přispívá lidský kapitál k růstu přímo jako vstup ve výrobě a nepřímo podněcováním technologického pokroku s pozitivními externalitami. Daňová i výdajová politika mohou přispět k navýšení lidského kapitálu.

Fiskální politika hraje velkou roli v rozvoji lidského kapitálu. Veřejné výdaje na vzdělání mohou přímo ovlivnit vzdělávací výsledky a zvyšovat lidský kapitál. Dále slevy na dani nebo odečitatelnost nákladů na vzdělání mohou napravit nepříznivý dopad progresivního zdanění na kumulaci lidského kapitálu. Empirické studie potvrzují pozitivní dopad investic do zdravotnictví a vzdělávání na reálný růst (OECD, 2015a). Jamison et al. (2013) odhadují, že ekonomická hodnota zvýšeného věku dožití v nízko a středně příjmových zemích mezi roky 2000 a 2011 byla ekvivalentní 1,8% ročnímu růstu HDP. IMF (2015) ve své studii zjistil, že udržitelný růst výdajů na zdravotnictví a vzdělávání je následován akcelerací reálného růstu.

Vzdělávací reformy prováděné jak ve vyspělých, tak rozvíjejících se ekonomikách by se měly zaměřovat na zlepšování přístupu ke vzdělání pro znevýhodněné skupiny obyvatel. V rozvíjejících se ekonomikách jde hlavně o nízkopříjmové skupiny a dívky, které mají horší přístup ke vzdělání, hlavně na vyšší úrovni. Ve vyspělých ekonomikách přetrvávají významné nerovnosti ve výsledcích vzdělávání. Tyto nerovnosti přetrvávají po generace a snižují potenciál ekonomiky na dlouhodobý růst (OECD, 2015c). Prioritami při tvorbě reforem by měly být investice do nižšího vzdělávání, zlepšení efektivity investic do školství, zvyšování návratnosti nákladů v terciárním vzdělávání při současné ochraně chudých prostřednictvím dotací nebo podmíněných půjček a přidělování přímé finanční pomoci znevýhodněným skupinám, aby se mohly účastnit vzdělávání. Zvláště přidělování přímé finanční pomoci se častěji využívá jak ve vyspělých, tak rozvíjejících se ekonomikách. Největší přímou finanční pomoc svého druhu poskytují v Brazílii. Dostává ji na 14 milionů rodin nebo přibližně 50 milionů lidí (IMF, 2014d).

Další prioritou by mělo být zlepšování a udržení přístupu chudých obyvatel ke zdravotní péči. Ve vyspělých ekonomikách činily veřejné výdaje na zdravotní péči v roce 2013 přibližně 6,5 % HDP. Toto číslo by se mělo mezi lety 2015 a 2030 zvýšit v průměru o 3 % HDP (IMF, 2015b). V mnoha zemích budou zapotřebí reformy zdravotnického systému, aby se zamezilo

¹² Anglicky „slack“.

přehnanému růstu výdajů za zdravotní péči. Nejpravděpodobnější varianta takového reformu je sdílení nákladů se soukromým sektorem. Nicméně přístup nejchudších obyvatel ke zdravotní péči by měl být zachován. V rozvíjejících se ekonomikách přístup k všeobecné základní zdravotní péči má potenciál přinést vysoký růst (OECD, 2015a).

Kanál celkové produktivity faktorů

Jedním ze způsobů, jak zvýšit produktivitu, je technologický vývoj. Pozitivní externality jsou silný důvod pro to, aby vláda podporovala výzkum a vývoj. Vláda může výzkum a vývoj podporovat přímými investicemi nebo nepřímo přes daňové úlevy podporovat soukromé investice do výzkumu a vývoje. Jak již bylo zmiňováno výše, veřejná infrastruktura a služby mohou mít přímý vliv na produktivitu soukromého sektoru a podporovat technologický pokrok. Veřejné výdaje na vzdělávání zase mohou zlepšit schopnost asimilace nových technologií do praxe, nehledě na fakt, že vzdělanější obyvatelstvo má lepší příležitost k tvorbě inovací (IMF, 2015a).

Daňová politika může ovlivnit celkovou produktivitu faktorů poskytnutím incentív na investice do výzkumu a vývoje. Daňové incentivy pro výzkum a vývoj mají obvykle dvě podoby. První podoba jsou slevy na dani, které snižují náklady na výzkum a vývoj. Druhá podoba jsou speciální pravidla pro duševní vlastnictví, která snižují daňovou zátěž na zisky získané z patentů a ochranných známek. Ve vyspělých ekonomikách daňové předpisy zaměřené na výzkum a vývoj mají vliv na celkovou produktivitu faktorů. Tento vliv je však spíše malý. (OECD, 2010 a OECD, 2015a).

3.2 Překážky a omezení fiskální politiky

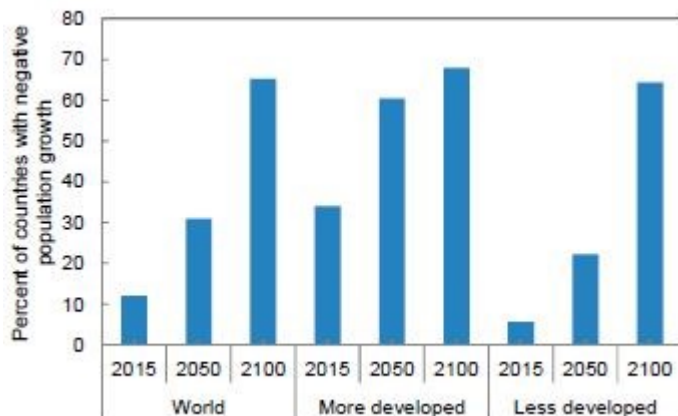
V předchozí podkapitole jsme si ukázali, jakým způsobem může fiskální politika ovlivnit dlouhodobý reálný růst. Podobně ale jako monetární politika i fiskální politika má své překážky a omezení, které jí brání nebo ji omezují v úspěšné podpoře dlouhodobého růstu. Přestože těchto omezení existuje celá řada, my si zde uvedeme pouze tři prominentní zástupce. Tato omezení představují největší překážky pro fiskální politiku, respektive dlouhodobý reálný růst. V první řadě se jedná o nepříznivý demografický vývoj populace. Dále je tu problém fiskální udržitelnosti, spojený převážně s rozpočtovým omezením vlád. V neposlední řadě pak možná nejpálčivější problém fiskální politiky, politický cyklus.

3.2.1 Stárnutí populace a sekulární stagnace

Stárnutí populace se v posledních letech dostalo na vrchol žebříčku zásadních problémů vyspělých ekonomik. Jeho možné důsledky v budoucnu mohou mít zásadní vliv na fungování

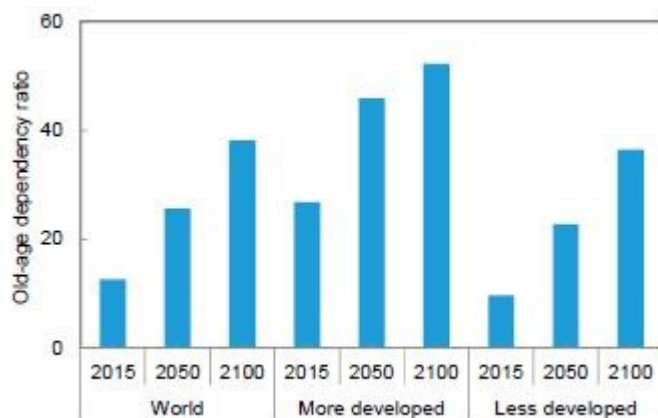
ekonomiky. Demografický vývoj je často skloňován jako největší nepřítel udržitelného růstu. Je to ovšem pravda? A jaká se nabízejí řešení? To se pokusíme analyzovat v této podkapitole.

Podle OSN (2015) by měla světová populace dosáhnout svého vrcholu někdy kolem roku 2100 a poté se začít zmenšovat. Populace se již nyní v některých zemích snižuje a do roku 2100 tento stav nastane zhruba v 70 % vyspělých¹³ a 65 % rozvíjejících se ekonomikách. Tuto skutečnost lze vidět na Grafu 11.



Graf 11: Země se snižující se populací, 2015-2100 (Clements et al., 2015)

Nejen že se začne populace snižovat, ale tento fakt povede také ke zvyšování poměru starých k mladým. Podle stejných dat OSN (2015) globální poměr závislosti stáří¹⁴ (tedy poměr obyvatel starších 65 let k obyvatelům mezi 15 a 64 lety) se v příštích 85 letech ztrojnásobí, jak ukazuje Graf 12. Důvodem bude rychlé stárnutí populace v rozvíjejících se zemích, které tvoří 83% podíl dnešní celkové populace planety. Ve vyspělých ekonomikách se tento poměr zdvojnásobí za stejnou dobu (Clements et al., 2015).

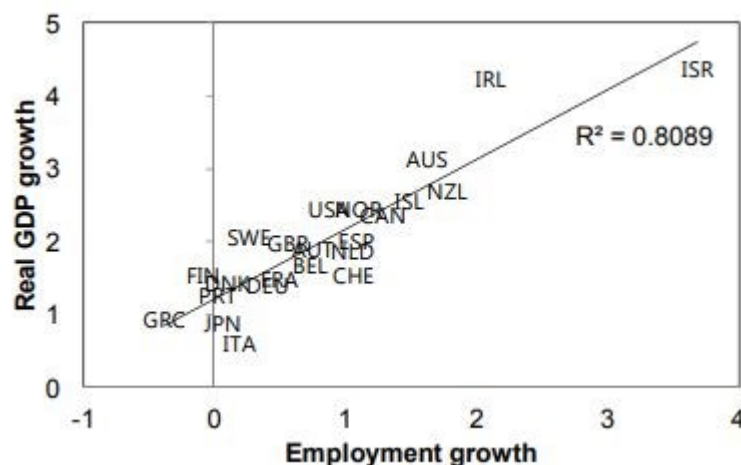


Graf 12: Poměr závislosti stáří, 2015 – 2100 (Clements et al., 2015)

¹³ Podle dělení OSN (2015) se vyspělými ekonomikami myslí Austrálie, Kanada, Evropské země, Japonsko, Nový Zéland a Spojené státy americké. Rozvíjejícími ekonomikami se pak rozumí zbytek světa.

¹⁴ Anglicky „global old-age dependency ratio“.

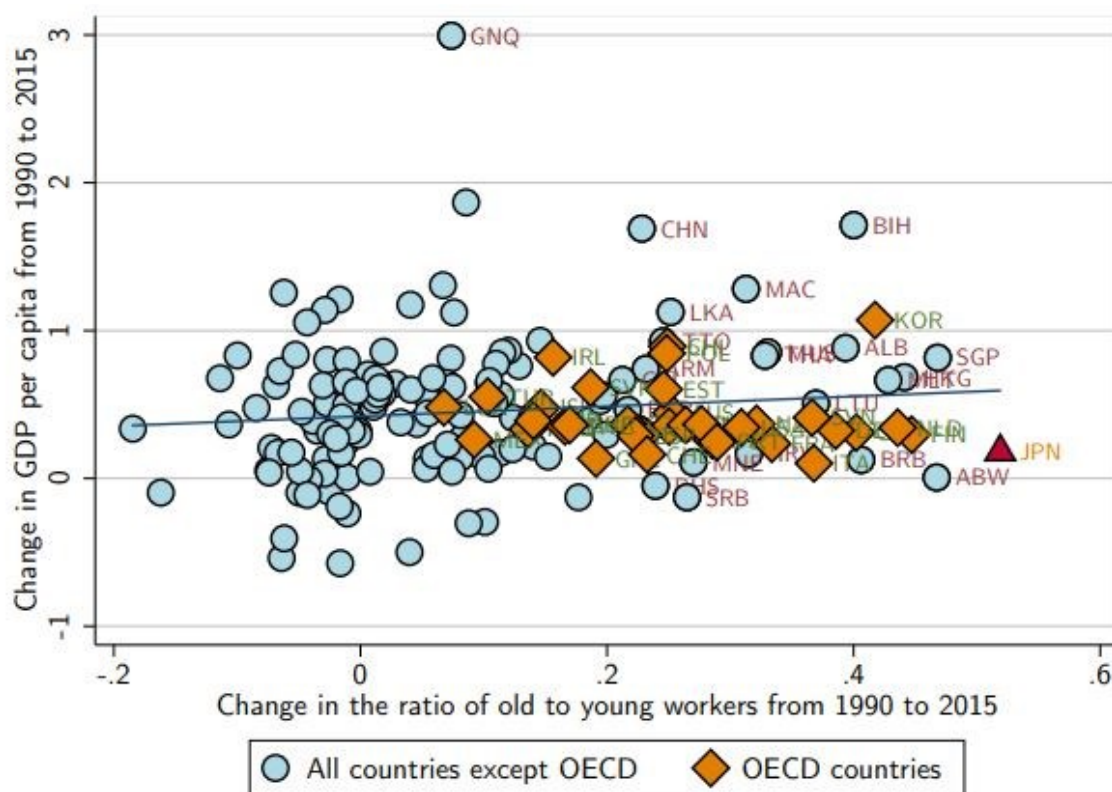
Tento předvídaný pokles populace se nejspíše odrazí i v poklesu dlouhodobého reálného růstu. Například Feyrer (2007) konstatuje, že změna věkové struktury pracujících obyvatel země je silně korelována s produktivitou a výstupem dané ekonomiky. Například podle Solowova základního růstového modelu je vývoj reálného růstu přímo ovlivněn velikostí práce. A jelikož práce je závislá na velikosti pracující populace, je zde přímé spojení stárnutí populace a reálného růstu výstupu. Tento vztah zobrazuje Graf 13, kde na ose x vidíme objem práce a na ose y reálný růst výstupu (Clements et al., 2015).



Graf 13: Růst výstupu v závislosti na růstu zaměstnanosti, 1990-2015 (Clements et al., 2015)

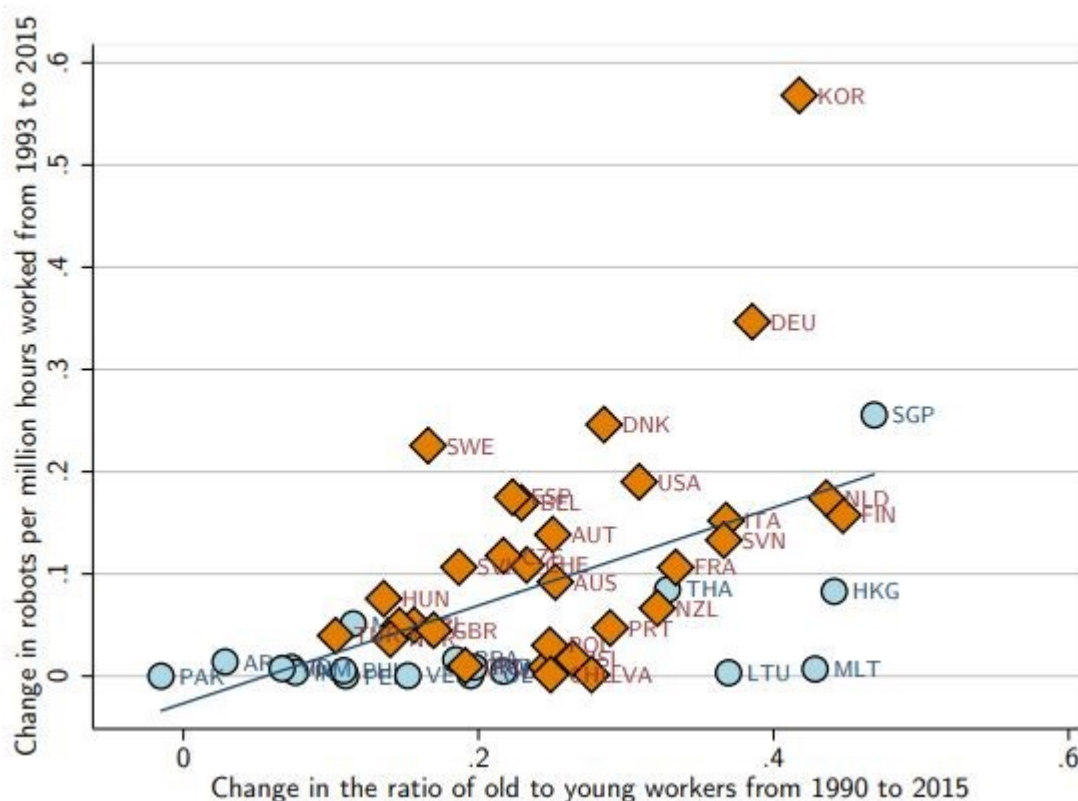
Často skloňovaným problémem, který souvisí se snižováním reálného růstu, je tzv. sekulární stagnace. Tento termín poprvé použil Alvin Hansen ve 30. letech minulého století. Jedná se o stav ekonomiky, při němž dochází k zanedbatelnému nebo žádnému růstu. To je zapříčiněno situací, kdy procentuální úroveň úspor přesáhne úroveň dlouhodobých investic, například do infrastruktury nebo vzdělávání, které jsou nezbytné k udržení dlouhodobého růstu. Absence investic bude mít za následek snížení příjmů na hlavu, což zapříčiní snížení úspor. Jakmile se vyrovná úroveň úspor a investic, ekonomický růst se zastaví a začne stagnovat (Pandit, 2018). Kromě stagnujícího růstu většinou panují podmínky nízkých úrokových měr a úroveň inflace je dlouhodobě pod cílem (Eggertsson et al., 2016). Důvodem pro tvorbu nadbytečných úspor může být právě stárnutí populace. Jelikož stárnoucí lidé spíše tíhnou k úsporám než ke spotřebě.

Ne všichni autoři ale souhlasí s tím, že stárnutí obyvatelstva má negativní dopad na reálný růst. Acemoglu a Restrepo (2017) provedli vlastní analýzu vlivu stárnutí populace na reálný růst HDP. Využili k tomu data z období 1990–2015. Přičemž se dívali na vztah podílu mladých a starých pracovníků (tento podíl počítají jako objem populace nad 50 let k objemu populace mezi 20 a 49 lety) a HDP měřeného na hlavu. A zjistili, že je zde sice kladný vztah, ale je spíše zanedbatelný, jak ukazuje Graf 14.



Graf 14: Korelace mezi stárnutím a růstem HDP na hlavu, 1990–2015 (Acemoglu a Restrepo, 2017)

Jak je možné, že tento vztah není významnější? Acemoglu a Restrepo (2017) to vysvětlují tím, že počátkem 90. let se začaly do výroby zavádět technologie nahrazující lidskou práci. Jedná se především o robotizaci výroby. A právě tento technologický pokrok má mít za následek zmírnění dopadu stárnutí populace na reálný růst. Svá tvrzení podkládají analýzou, která prokazuje korelaci mezi změnou podílu mladých a starých pracovníků mezi lety 1990–2015 a změnou počtu robotů na milion odpracovaných hodin za období 1993–2015. Výsledky této analýzy ukazuje Graf 15.



Graf 15: Korelace mezi podílem starých a mladých pracovníků v období 1990–2015 a změnou počtu robotů na milion odpracovaných hodin za období 1993–2014 (Acemoglu a Restrepo, 2017)

Z těchto závěrů můžeme vyvozovat, že stárnutí populace a její vliv na reálný růst je možné zmírnit, nebo možná dokonce zcela negovat pomocí technologických inovací a robotizace. Co už ale inovace nevyřeší, jsou rostoucí náklady veřejných rozpočtů spojené se stárnutím populace.

Zvýšení počtu starších obyvatel zvyšuje veřejné náklady na penze a zdravotní péči. Pakliže by nedošlo k reformám, výdaje způsobené stářím ve vyspělých ekonomikách vzrostou téměř o 8,5 % HDP v horizontu 2015–2100. Toto zvýšení by bylo způsobeno zejména výdaji na zdravotní péči, výdaje na penze by zůstaly více či méně konstantní, za což lze vděčit pensijním reformám přijatým v minulosti. Po roce 2050 se očekává, že tlaky na růst výdajů budou přetrvávat a to zejména díky dále pokračujícímu stárnutí populace především v rozvíjejících se ekonomikách. Tento trend má dalekosáhlé následky. Například, jak ukazuje Tabulka 1, výdaje na zdravotní péči ve vyspělých ekonomikách mohou katapultovat veřejný dluh v příštích 85 letech do závažných výšin. Čistá současná hodnota zvýšení výdajů na zdravotní péči v období 2015–2050 je rovna 57 % dnešního HDP a čistá současná hodnota těchto zvýšení mezi lety 2050–2100 by byla neuvěřitelných 163 % HDP (Clements et al., 2012 a Clements et al., 2015).

				Změna výdajů		Čistá současná hodnota změny výdajů	
	2015	2050	2100	2015–2050	2050–2100	2015–2050	2050–2100
Vyspělé ekonomiky							
Výdaje na penze	9,6	10,7	11,5	1,1	0,8	18	40
Výdaje na zdravotní péči	6,8	10,6	13,2	3,8	2,6	57	163
Výdaje na penze + zdravotní péči	16,4	21,3	24,7	4,9	3,4	75	203
Rozvíjející se ekonomiky							
Výdaje na penze	2,6	4,7	7,6	2,2	2,9	33	130
Výdaje na zdravotní péči	2,9	5,2	8,4	2,3	3,2	37	145
Výdaje na penze + zdravotní péči	5,5	9,9	16	4,5	6,1	70	275

Tabulka 1: Globální veřejné výdaje na stářím ovlivněné politiky, základní scénář 2015–2100 (v procentech HDP)¹⁵ (Clements et al., 2012 a Clements et al., 2015), přeloženo

Jestliže se výše uvedené predikce vyplní, a vlády většiny ekonomik světa je nebudou aktivně a s patřičnou rychlostí nějak řešit, čeká je v příštích dekadách zásadní problém fiskální udržitelnosti.

3.2.2 Fiskální udržitelnost

Pakliže chceme hovořit o fiskální udržitelnosti, musíme nejdříve definovat rozpočtové omezení vlády.

Rovnice 2: Základní rovnice rozpočtového omezení vlády

$$\frac{dB}{ds} = G + H - T + iB$$

Kde G jsou nominální vládní výdaje na zboží a služby, H jsou transfery, T jsou daně a iB je součin nominální úrokové míry (i) z dluhu a nominálního dluhu (B). $G+H-T$ se také označuje jako primární deficit a značíme ho jako D . Pravá strana rovnice je to, co obecně nazýváme deficit. Toto je základní vzorec rozpočtového omezení. V praxi se však spíše tento vzorec zapisuje jako poměr k hrubému národnímu produktu (HNP) (Blanchard et al., 1990).

Rovnice 3: Rovnice rozpočtového omezení vlády vyjádřená v poměru k HNP

$$\frac{dB}{ds} = g + h - t + (r - \theta)b = d + (r - \theta)b$$

Kde g , h , t jsou poměry reálných nominálních vládních výdajů, reálných transferů a reálných daní k reálnému HNP, b je poměr reálného dluhu k reálnému HNP, d je poměr reálného

¹⁵ Hodnoty odpovídají neváženým průměrům pro definované skupiny zemí. Předpovědi pokrývají 37 vyspělých ekonomik a 64 rozvíjejících se ekonomik (Clements et al., 2015)

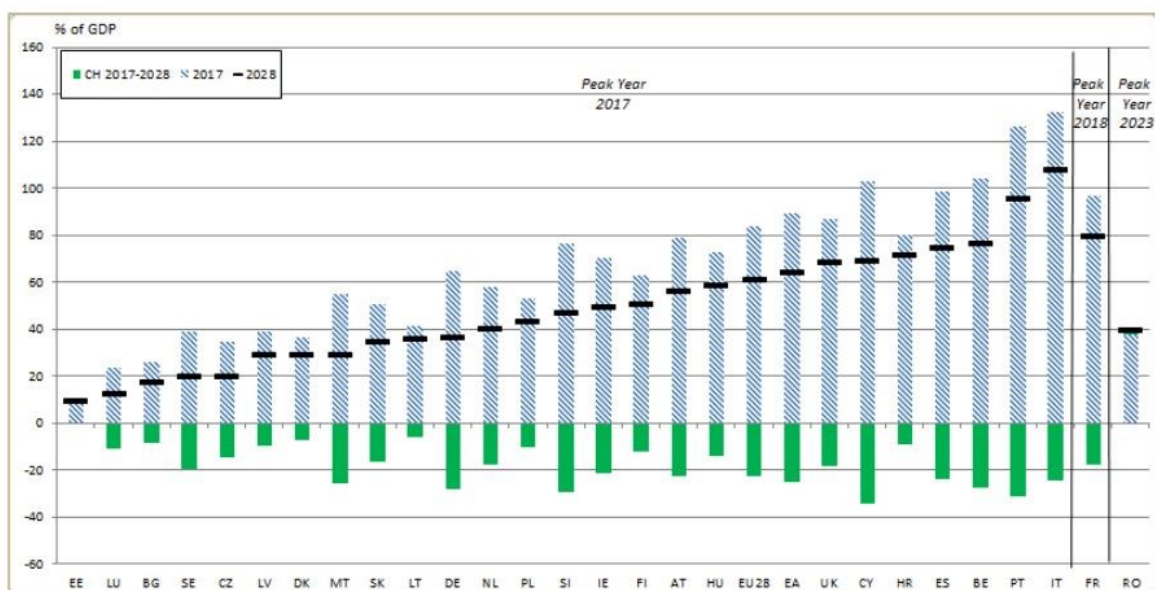
primárního deficitu a reálného HNP, θ je reálná míra růstu HNP a r je ex-post reálná úroková míra ($i - \pi$, kde π je míra inflace). (Blanchard et al., 1990).

Rovnice 3 je středobodem každé diskuze o fiskální stabilitě. Říká nám, že vývoj poměru dluhu k HNP závisí na dvou sadách faktorů. První, který reflektuje současná, výdajová, transferová a daňová pravidla, představuje primární deficit. Druhý, který reflektuje závazky z minulosti. Poměr nashromážděného dluhu k HNP krát rozdíl mezi reálnou úrokovou mírou a mírou růstu. Jestliže je tento rozdíl pozitivní, musí nastat primární přebytek, aby bylo možné udržet konstantní poměr dluhu k HNP (Blanchard et al., 1990).

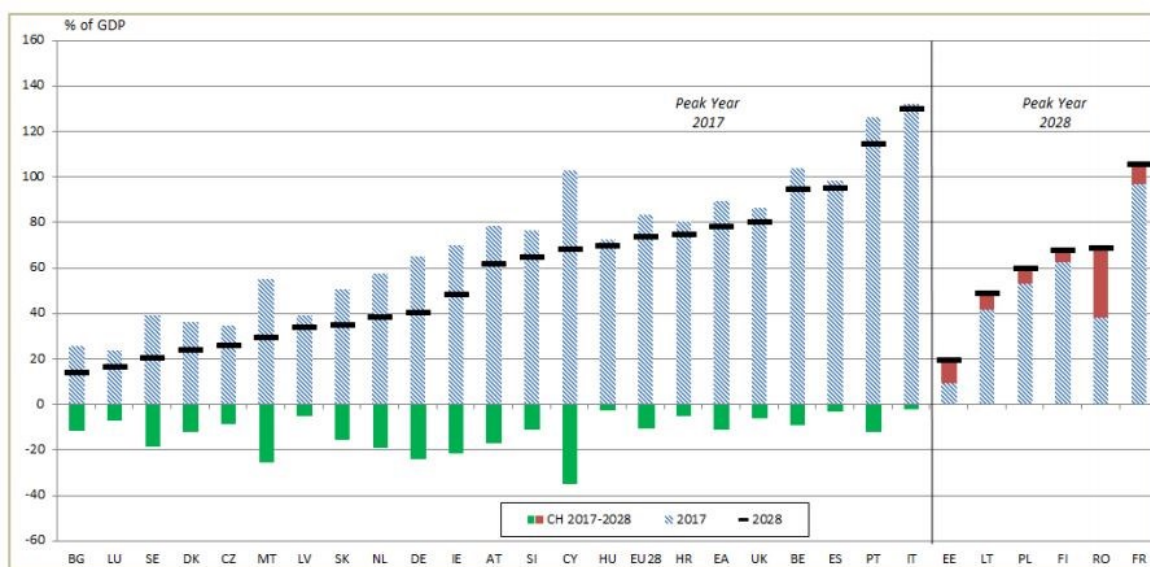
Fiskální stabilita se dá chápat jako schopnost vlády dlouhodobě udržet současnou úroveň výdajů, daní a dalších přidružených politik bez hrozby insolvence nebo nesplnění svých závazků či příslibených budoucích výdajů. Držet vládní dluh v mezích a udržovat si schopnost emise dodatečného dluhu v případě potřeby je zásadní pro bezproblémové fungování ekonomiky. Zejména v posledních letech byly snahy udržet vládní dluh v rozumných mezích dosti složité (Evropská komise, 2017a). Nejdříve v roce 2008 přišla finanční krize a posléze na konci roku 2009 zasáhla Evropu, respektive eurozónu dluhová krize, která byla zářným případem toho, jak vypadají výsledky fiskální nestability. K problémům s vládním dluhem se ještě postupně přidávají další zdroje nestability, mezi největší můžeme počítat stárnutí obyvatel, kterému jsme se v kontextu reálného růstu věnovali již výše.

Evropská unie se problematice fiskální stability věnuje dlouhodobě. Její principy má zakotvené v mnoha smlouvách a paktech. Nejvýraznější je Pakt stability a růstu, který ustanovuje za nejzákladnější pravidla, aby členské země Evropské měnové unie dodržovaly schodek veřejných financí ve výši maximálně 3 % HDP a vládní dluh byl ve výši maximálně 60 % HDP. Při posuzování fiskální stability je důležité věnovat pozornost současné a budoucí úrovni nesplaceného vládního dluhu. Vysoce zadlužené země jsou totiž mnohem více zranitelné vůči ekonomickým poklesům a úrokovým šokům. Bez dostatečně vysokého primárního přebytku (kladný rozdíl mezi veřejnými příjmy a veřejnými výdaji, bez zahrnutí úroků placených z vládního dluhu), který je složité v čase udržovat, se vládní dluh stane neudržitelným. Proto velké množství nesplaceného vládního dluhu může ohrozit fiskální stabilitu bez ohledu na rostoucí výdaje související se stárnutím populace (Evropská komise, 2017a).

V roce 2017 u více jak poloviny zemí EU přesahoval poměr vládního dluhu k HDP hranici 60 % HDP. Když se ale podíváme na Graf 16, můžeme vidět predikci, že když členské státy budou dodržovat pravidla uvedená v Paktu stability a růstu, očekává se do roku 2028 snížení tohoto poměru téměř u všech zemí. Na grafu je tato změna vyznačena zelenými sloupci, dále je zde vyznačen rok dosažení maximální úrovně dluhu (Peak year). Na Grafu 17 je pak zobrazena stejná predikce, ale v případě, že by členské země Pakt stability a růstu ignorovaly. Můžeme vidět, že ne všem zemím se podaří v takovém případě snížit svůj vládní dluh (Evropská komise, 2017a).



Graf 16: Predikce vývoje poměru vládního dluhu k HDP v případě dodržování pravidel Paktu stability a růstu, období 2017–2028 (Evropská komise, 2017a)



Graf 17: Predikce vývoje poměru vládního dluhu k HDP v případě nedodržování pravidel Paktu stability a růstu, období 2017–2028 (Evropská komise, 2017a)

Již několikrát bylo zmíněno, že nejzávažnějším dlouhodobým faktorem ohrožujícím fiskální stabilitu jsou rostoucí výdaje způsobené stárnutím obyvatel. Jedná se zejména o výdaje na penze, zdravotní péči, ale také o výdaje spojené s tím, jak se prodlužuje věk dožití, a o výdaje na dlouhodobou péči. Jelikož tato problematika byla již popsána v předchozí podkapitole, dodám zde pouze pár poznámek vztahujících se k fiskální stabilitě. Je naprosto nezbytné, aby vlády nejen evropských zemí, ale zemí celého světa, začaly co nejdříve vytvářet a implementovat reformy, které budou adresovat problémy stárnutí (Evropská komise, 2017a). Z hlediska fiskální stability je nutné reformovat penzijní systémy tak, aby se pokud

možno co nejvíce odpovědnosti za udržení ekonomické úrovně ve stáří přeneslo ze státu na jedince. Stát by ideálně měl poskytovat pouze minimální ochranu proti upadnutí do chudoby, formou minimální garantované renty. Každý jedinec by si pak měl zajistit zbytek ekonomické úrovně vlastním spořením. Další důležité změny by měly proběhnout v systému stanovení věku odchodu do důchodu. Namísto fixní věkové hranice by bylo prozíravé navázat odchod do důchodu na průměrný věk dožití. Což povede k tomu, že jak postupně poroste věk dožití obyvatel, bude se zvedat i hranice odchodu do důchodu. Tím pádem přírůstek důchodců by měl být konstantní nebo alespoň by neměl mít tak strmý růst. Navíc nebude nutné legislativu každých několik let měnit a novelizovat.

Co se týče zdravotní a dlouhodobé péče, i zde je nutnost provést nějaké reformy. Na rozdíl od penzijních systémů se ty zdravotní značně liší země od země a je těžké navrhnout generalizované reformy, zde je spíše nutnost řešit konkrétní problémy jednotlivých zemí. Můžeme zde však pro příklad uvést jako jednu z možností zavedení dvouúrovňové zdravotní péče. Stát poskytne jedinci kvalitní základní péči, která bude hrazena z všeobecného zdravotního pojištění, a zároveň bude mít jedinec možnost si připlatit za nadstandartní položky a péči. Je zde však nutno dodat, že je nutné klást velký pozor na to, aby takový systém nevyústil v diskriminaci chudších vrstev obyvatel.

Nesmíme však ani zapomenout na příjmovou stranu. Daňové příjmy jsou největším zdrojem příjmu státního rozpočtu. V budoucnu s tím, jak porostou výdaje, bude nutné zvyšovat i příjmy. Část tohoto růstu ideálně pokryje ekonomický růst, ale na ten se z jeho podstaty není možné spoléhat. Je proto nezbytné zaměřit se i na reformy v oblasti daní. Nebudeme zde polemizovat o tom, jestli by se měly daně zvedat nebo naopak snižovat. Reformy by se spíše měly zaměřit na zefektivnění celého daňového systému. A to například zrušením nerentabilních daní, snížením byrokratické zátěže spojené s výběrem daní, elektronizací daňové správy a v neposlední řadě také zlepšením výběru daní. Zde je třeba „posvítit“ si na vyhýbání se daňové povinnosti a daňové podvody. Podle Evropské komise (2017b) se v roce 2015 v EU pohybovaly ztráty z přesouvání zisků mezi 50–70 miliardami eur. A celkové ztráty z daňových podvodů a úniků se odhadují až ve výši 1 bilionu eur. To jsou obrovské částky, které by mohly pomoci při řešení problémů s rostoucími veřejnými výdaji a fiskální stabilitou.

Je nepochybné, že reformy jsou nevyhnutelné a nezbytné. Ale vymýšlení a prosazování reforem závisí na politicích a ti sami často mohou být velkým problémem nejen pro fiskální stabilitu, ale i pro celou fiskální politiku.

3.2.3 Politický cyklus

V ideálním světě by měly vládní výdaje jako procento HDP a daňové sazby v rámci hospodářského cyklu být konstantní. Pokud by se tohoto předpokladu vlády držely, měla by fiskální politika proticyklický charakter. Během konjunktury by díky automatickým stabilizátorům vládní výdaje měřené jako podíl na HDP měly klesat (pokud by výdaje v reálném vyjádření zůstali konstantní, tento efekt by byl posílen). Dále pokud daňové sazby

zůstanou konstantní a bude uplatněn alespoň nějaký stupeň progresivity, vládní příjmy měřené jako podíl na HDP budou stoupat. Výsledkem by mělo být, že přebytek státního rozpočtu měřený jako podíl na HDP by měl růst. V recesi by se pak měl odehrát opak. Faktem ale je, že v mnoha ekonomikách se fiskální politika chová procyklicky. Konkrétně vládní výdaje měřené jako podíl na HDP rostou během konjunktury a klesají v recesi. Zatímco deficit se v konjunktře zvyšuje a v recesi snižuje (Alesina a Tabellini, 2005).

Proč však tyto země využívají tuto neoptimální fiskální politiku, která jen zhoršuje fiskální stabilitu? Nejběžnější názor je takový, že je to způsobeno dostupností úvěrů. V čase recese je pro země, zvláště rozvíjející se ekonomiky, obtížné si vypůjčit nové zdroje. A když už se jim to povede, je to většinou za vysoký úrok; proto si nemohou dovolit mít deficit, a tak snižují výdaje. V dobách konjunktury tato překážka do značné míry zmizí a půjčování je relativně snadné, proto je možné výdaje zase zvýšit. Toto však není kompletní pohled na situaci. Je třeba se totiž podívat i na to, kdo je za fiskální politiku zodpovědný. Tím jsou politici. Dá se říci, že jsou dva hlavní důvody, proč se politici chovají procyklicky a krátkozrace (Alesina a Tabellini, 2005).

Prvním důvodem je zkorumpovanost vládních či státních činitelů. Pro jednoduchost je budeme nazývat politiky. Politici mohou buď veřejné příjmy přímo defraudovat, nebo je mohou využívat k placení svých „kamarádů“ a spřízněnců (mimo jiné sem lze zařadit i tzv. politické trafiky). Tento druh korupce samozřejmě neunikne voličům a ti mohou takovéto politiky „vyměnit“ v řádných volbách. Toto chování se však nikdy nepodaří úplně vymýtit. Proto volič, když vidí, že ekonomice se daří, tak z toho chce také něco mít a požaduje nižší daně nebo více veřejných statků. Průměrný volič může vědět, a většinou ví, jakým směrem se ubírá ekonomika. Jeho informovanost ale nesahá tak daleko, aby věděl, jakým způsobem si vláda momentálně půjčuje. A tak tlak voličů způsobí, že vláda tíhne k procyklické fiskální politice a krátkozrace si bude půjčovat v období konjunktury. K tomuto jednání politiky tlačí požadavky voličů. Je nutné zdůraznit, že voliči si nepřejí iracionální fiskální politiku, jen jsou špatně informovaní o tom, jakým způsobem je fiskální politika vedena ze strany politiků. Politici tyto požadavky plní z důvodu touhy po znovuzvolení (Alesina a Tabellini, 2005).

A to nás přivádí k druhému důvodu, proč se politici chovají procyklicky. Je jím touha politiků být znovuzvoleni. Tento motiv v podstatě vede k něčemu, čemu se říká politicko-rozpočtový cyklus. Je to tendence vlád podléhat krátkodobým volebním cílům. Politici v honbě za znovuzvolení se snaží voliče „uplácet“ zvýšenými výdaji a snižováním daní v období před volbami. Tyto činy mohou vést k nerovnováze státního rozpočtu (Persson a Tabellini, 2000). V krátkém období takováto fiskální expanze může způsobit vážnou nerovnováhu ekonomiky. Zvýšená agregátní poptávka povede k ekonomickému růstu a snížení nezaměstnanosti a růstu cen. Pokud v ekonomice platí samoregulační tržní mechanismy produkce a nezaměstnanost se po čase vrátí do výchozího stavu, za přítomnosti vyšších cen. Reálný efekt takové expanze na ekonomiku je pak zanedbatelný. V dlouhém období je takovéto chování politiků důvodem pro zvyšování rozpočtového deficitu, který vede k zadlužování vlády a poklesu národních úspor. Dále způsobuje vytěšňovací efekt (volné finanční zdroje jsou vkládány do vládních obligací,

které s rostoucím zadlužením nesou zajímavé výnosy, a již nezbyývají zdroje na strategické investice, které by mohly přispět k reálnému růstu), který negativně ovlivní produktivitu ekonomiky (Doležalová, 2013).

Jen okrajově zmíníme teorii zmiňovanou Alesinem a Tabellinim (1987), která praví, že vytváření deficitu veřejných financí je politická strategie, jak ovlivnit budoucí vládu. Tato teorie se opírá o politický systém, kde jsou přítomny pouze dvě politické strany. Jedna liberální a jedna konzervativní. Konzervativní strana má „ráda“ méně vládních výdajů, a liberální je zase pro větší vládní výdaje. V tomto systému se obě tyto strany celkem pravidelně u moci střídají. Proto, když je u moci jedna a ví, že v příštím volebním období nejspíše bude do vedení zvolena druhá strana, uzpůsobí tomu svou strategii veřejných výdajů. Když konzervativci očekávají, že příští volby vyhrají liberálové, zahájí fiskální expanzi. Tato fiskální expanze vytvoří deficit a příští vláda bude muset „utrácet“ méně (i když by ráda z ideologického hlediska měla expanzivnější politiku). Naopak pokud jsou u moci liberálové a očekávají nástup konzervativců, provedou fiskální restrikcii, aby vznikl přebytek veřejných financí. Další vláda pak musí logicky utrácet více (i když by radši z ideologického hlediska prováděla restriktivnější politiku). To vše aby si v přespříštím volebním období mohli zajistit opětovné zvolení své strany. Tento přístup ovšem předpokládá racionální uvažování a chování politiků a dodržování jistých fiskálních pravidel. Navíc je aplikovatelný jen na velice málo ekonomik, jelikož ve většině světa jsou politické systémy založené na více než dvou politických subjektech. I zde je možné rozdělit je na konzervativní a liberální subjekty, ale k nim, zvláště v poslední době, přibývají populistické subjekty, které „nehrají“ podle zaběhlých pravidel a dále narušují systém.

Když to shrneme, ambice a touha po znovuzvolení politiků, jejich zkorumpovanost, časté střídání vůdčí politické strany (ideologie) vede k praktikování krátkozraké a kontraproduktivní fiskální politiky a narušování fiskální stability ekonomiky. Dále střídání různých ideologií vede k nekonzistentnímu a nekontinuálnímu rozhodování a často i protichůdným krokům, které například mohou omezovat investice a v konečném důsledku produktivitu a potenciální reálný růst ekonomiky. Zdá se tak, že největší překážkou efektivní fiskální politiky jsou sami politici.

4 Opatření umožňující stabilní fiskální politiku a reálný růst

Měnová politika je ve většině vyspělých zemí pod kontrolou centrální banky. Tato kontrola je v naprosté většině případů vykonávána nezávisle na politickém cyklu. Výkonní činitelé těchto institucí mohou být politickými nominanty, ale období, na které jsou voleni, se liší (často je delší než to, na které se volí politici). Další prvky nezávislosti centrální banky řeší např. Revenda (2011). Všechna tato opatření mají zaručit nezávislost měnové politiky, aby nebyla zneužívána k dosahování politických cílů, což by mohlo vést k poškozování ekonomické stability země. Další podstatné vlastnosti měnové politiky, zvláště v poslední dekádě až dvou, jsou transparentnost a předvídatelnost. Transparentní a předvídatelná měnová politika je důvěryhodná měnová politika. Důvěra veřejnosti v měnovou politiku přináší obvykle jen samá pozitiva. Pro tržní subjekty je jednodušší odhadovat, jakým směrem se budou vyvíjet ekonomické veličiny, a zároveň díky této důvěře může centrální banka (nebo nezávislá měnová autorita) využívat nástroje, jakými jsou ústní intervence nebo forward guidance. Transparentnost a předvídatelnost je z velké části zajišťována pomocí měnových pravidel nebo cílů. Jestliže jsou jasně dané cíle měnové politiky a k nim existují určitá pravidla, která se důsledně uplatňují, každý si může odvodit, co bude v jaké ekonomické situaci následovat, a dle toho řídit svá očekávání.

Fiskální politika, na druhou stranu, tyto vlastnosti postrádá. Ve valné většině zemí fiskální politika není nezávislá, naopak je přímo tvořená a řízená politiky. Jak bylo popsáno v předchozí kapitole, je lehce zneužitelná a často slouží k dosažení krátkodobých politických cílů. Fiskální politika není ani transparentní a rozhodně se nedá nazvat předvídatelnou. V době, kdy se v mnoha zemích do popředí dostávají populistická politická uskupení, která staví své politické cíle na vyhraňování se vůči „zaběhlým pořádkům“, často působí chaoticky nejen ve svých vystoupeních, ale i v politických rozhodnutích, která činí. Časté zasahování do daňové politiky, populistické sliby o sociální podpoře určitých skupin (studentů, důchodců, ...) a jiné podobné machinace mají velmi destabilizační dopad na veřejné finance a na fiskální stabilitu. Dalším problémem je absence kontinuity a dlouhodobé koncepce fiskální politiky. Jelikož politici často trpí tzv. tunelovým viděním, kdy se zaměřují pouze na období od voleb k volbám, málokdy vznikají dlouhodobé koncepce v rámci fiskální politiky.

A proto i ve světle nedávné světové ekonomické krize a Evropské dluhové krize se stále častěji hovoří o tom, že po příkladu měnové politiky by se měly ustanovit nezávislé instituce, které by měly dohlížet na vývoj fiskální politiky, tvořit prognózy, zabezpečovat expertní posudky a obecně pomáhat při tvorbě rozpočtů a legislativy. Jedná se o tzv. fiskální rady. A dále se hovoří o vzniku souboru fiskálních pravidel, která by měla pomoci fiskální politiku učinit více předvídatelnou a stabilní. Obě tato opatření by ale měla vést ke zvýšení transparentnosti a důvěryhodnosti a také k vytvoření dlouhodobějšího rámce udržitelnosti fiskální stability a ekonomického rozvoje země.

4.1 Fiskální pravidla

I dobré vládní politiky, vytvořené racionálními politiky, mohou mít neoptimální výsledky. Důvody, proč se tak děje, byly mnohokrát zkoumány a probírány v různých aspektech hospodářské politiky. Ve fiskální oblasti jsou hlavními viníky neoptimálních výsledků tendence procykličnosti fiskální politiky a nadměrné deficity. Proto je vhodné využít fiskální pravidla, jejichž hlavní funkcí je předcházet velkým deficitům a mírnit procykličnost fiskální politiky pomocí omezení vládní diskreční politiky (Lledo et al., 2017).

Fiskální pravidla lze vybírat na základě kritérií, která navrhli Kopits a Symansky (1998). Jedná se o šest kritérií, která mají zajistit, že pravidla budou schopny omezit nebo napravit nedostatky fiskální politiky

- **Udržitelnost** – Dodržování pravidla by mělo zajistit dlouhodobou udržitelnost zadlužení.
- **Stabilizace** – Dodržování pravidla by nemělo zvyšovat (a ideálně by mělo snižovat) ekonomickou volatilitu. Ekonomická stabilizace vyžaduje, aby pravidlo umožňovalo zavedení automatických stabilizátorů nebo umožňovalo diskreční proticyklické změny daní nebo výdajů.
- **Jednoduchost** – Pravidlo by mělo být jednoduše pochopitelné jak politiky, tak veřejností.
- **Operační jednoduchost** – Pravidlo by mělo být snadno převoditelné na jasné vedení při tvorbě ročního rozpočtu. Rozpočtové agregáty, na které pravidlo cílí, by měly být pokud možno z větší části pod kontrolou tvůrců fiskální politiky.
- **Odolnost** – Pravidlo by mělo být v platnosti delší dobu, aby si získalo důvěryhodnost, a nemělo by být jednoduše zrušitelné po negativním šoku.
- **Jednoduchost vyhodnocování a vymáhání** – Plnění pravidla by mělo být jednoduše ověřitelné a měla by zde být zaručena vymahatelnost plnění pomocí sankcí nebo jiných nákladů.

Obecně řečeno by fiskální pravidla měla podporovat nebo alespoň nenarušovat schopnost fiskální politiky „uhlazovat“ ekonomický cyklus, podporovat dlouhodobý reálný růst a podporu inkluзивity (IMF, 2017).

Všechna výše uvedená kritéria není možné dosáhnout pomocí jednoho pravidla. Například stabilizace a jednoduchost často jdou proti sobě. Čím je pravidlo flexibilnější (aby se přizpůsobilo makroekonomickým šokům), tím komplexnější bude. Cíle udržitelnosti a stabilizace také mohou být v konfliktu. Slabé makroekonomické podmínky mohou ospravedlnit uvolnění stropu fiskálního pravidla, zatímco rizika plynoucí z těchto podmínek vůči fiskální stabilitě argumentují proti uvolňování. Proto, aby se mohla tato někdy

protichůdná kritéria zkombinovat, proces výběru pravidla musí projít třemi kroky (Lledo et al., 2017).

1. **krok – Identifikace pravidel, které minimalizují konflikt kritérií.** Některá pravidla jsou lepší než jiná v plnění všech šesti kritérií. Prvním krokem tedy je identifikace nebo navržení pravidla, které omezuje konflikt kritérií. Například v roce 2005 zavedené nominální rozpočtové pravidlo v rámci Evropského fiskálního rámce, které představilo pravidlo cyklicky očištěného rozpočtu s cílem dosáhnout lepší rovnováhy mezi cíli udržitelnosti a stabilizace. Později se zjistilo, že většina vyrovnávacího efektu by se dala dosáhnout za pomoci jednoduššího výdajového pravidla (Lledo et al., 2017).
2. **krok – Vztít v úvahu specifické národní preference.** Konflikt kritérií pravděpodobně nebude možné úplně odstranit. Je proto nutné zvolit ta kritéria, která v současné chvíli mají větší důležitost pro danou ekonomiku. Například tranzitivní ekonomiky s nejistým fiskálním výhledem by mohly upřednostnit kritérium jednoduchosti, aby mohly posílit signalizační efekt pravidla. Země s vysokým zadlužením by naopak měla klást větší důraz na kritérium udržitelnosti a větší omezení diskreční politiky (Lledo et al., 2017).
3. **krok – Zvážení více pravidel.** Na závěr je nutné zvážit možnost, že k dosažení více cílů bude třeba zavést více pravidel. Na druhou stranu je třeba varovat před zaváděním příliš mnoha pravidel, která by mohla v konečném důsledku značně omezit schopnost tvorby fiskální politiky (Lledo et al., 2017).

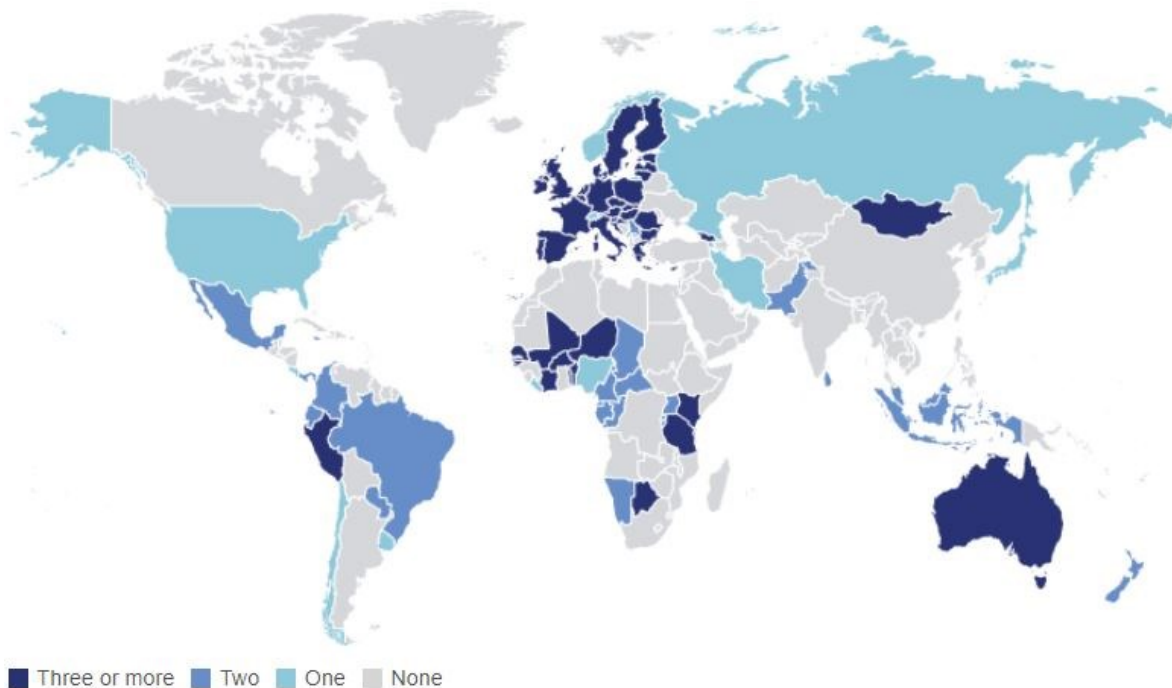
Kritéria, která mají pravidla splňovat, a jakým způsobem pravidla nastavit, aby kritéria nebyla v konfliktu, jsme si ukázali a teď je třeba si představit konkrétní skupiny pravidel. Podle Kopitse a Symanskyho (1998) lze obecně pravidla rozdělit do 5 skupin:

- **Pravidla rozpočtová** – Jedná se pravděpodobně o nejznámější skupinu pravidel. Rozpočtová pravidla většinou znamenají udržování rovnováhy mezi vládními příjmy a výdaji (jinak taky vyvážený rozpočet). Vyváženost rozpočtu může být kontrolována na roční bázi nebo za delší stanovené období. Nemusí se však vždy jednat o pravidlo vyváženého rozpočtu, například v rámci Maastrichtských kritérií, členské státy EU musí dodržovat deficit vládních institucí v maximální výši 3 % HDP. A Pakt stability a růstu zase vyžaduje střednědobě vyvážený až přebytkový rozpočet. V rámci těchto pravidel je často vytvořena tzv. úniková klauzule, která umožňuje deficitní rozpočet v případě velké živelní katastrofy nebo jiné velké negativní události. Některé vlády jsou povinovány dodržovat vyrovnaný rozpočet jen ex-ante. To znamená jen v průběhu tvorby rozpočtu tzv. na papíře, jiné vlády musí vyvážený rozpočet dodržet i v realitě.
- **Pravidla půjčování** – Některá nejstarší platná fiskální pravidla se zabývají omezením nebo zamezením vládního půjčování. Omezení půjčování obvykle specifikuje zdroj financování (centrální banka nebo všechny domácí subjekty) a úroveň vlády, na kterou

se to vztahuje (národní nebo regionální). Většina vyspělých zemí a některé rozvíjející se země zakázaly centrálním bankám přímo půjčovat centrální vládě nebo soukromým subjektům nespádajícím do finančního sektoru. Toto pravidlo je součástí Maastrichtských konvergenčních kritérií. Často toto pravidlo ponechává možnost půjčování krátkodobých záloh vládě jako důkaz nezávislosti centrální banky. Toto pravidlo je méně časté u rozvíjejících se ekonomik. Místo přímého zákazu půjčování centrální banka má nastavený limit toho, co může vládě půjčit (většinou ve výši mezi 5–20 % vládních příjmů za předchozí rok).

- **Pravidla dluhová** – Takovéto pravidlo fiskální politiky může uvalit limit nebo specifický cíl na úroveň veřejného dluhu. V Evropské unii na základě Maastrichtských kritérií platí pravidlo, které stanovuje strop hrubého dluhu vládních institucí v poměru k HDP na 60 %. Zároveň jsou zde ale stanoveny určité úlevy z tohoto pravidla. Tento strop je možné překročit, pokud se k němu členská země přibližuje adekvátním tempem shora (tedy snižuje své zadlužení). Zároveň jsou z tohoto stropu vyřazeny veřejně garantované závazky uzavřené zbytkem veřejného nebo soukromého sektoru, časově rozlišené závazky v rámci vládních důchodových systémů a dalších podmíněných závazků, včetně nefinančních závazků sociálního zabezpečení pro budoucí důchody a dávky zdravotní péče.
- **Pravidla rezerv** – Tento druh fiskálních pravidel je analogický k těm dluhovým. Rozdíl je, že tato pravidla vládě prikazují z přebytků vytvářet rezervu na horší časy. Obvykle se jedná o fondy, které mají prostředky držet v likvidních aktivech. Mohou sloužit k budoucímu financování penzí jako pojistka, když dojde k vyčerpání přírodních zdrojů nebo proti neočekávanému pádu cen strategických komodit.
- **Pravidla ostatní** – Sem patří specializovaná fiskální pravidla zaměřená na určité kategorie vládních příjmů a výdajů. Například limity na primární výdaje při konstantních cenách nebo jako podíl na HDP jsou stanovovány při snaze omezit „velikost“ vlády v ekonomice. Řadíme sem i pravidla, která stanovují vyčlenění určitých příjmů za určitým účelem. Například mýtné vybrané na dálnicích je vyčleněno na údržbu a rozvoj silniční sítě a podobně. Také sem řadíme pravidla stanovující minimální úroveň daňové sazby. Tady může být příkladem daň z přidané hodnoty v EU, kde je stanovena minimální úroveň daně z přidané hodnoty na 5 % (i když v některých zemích jako Irsko nebo Velká Británie jsou i nulové sazby daně z přidané hodnoty, ale pouze jako pozůstatek legislativy z období před EU).

Fiskální pravidla v posledních dvaceti letech získávají na popularitě. V 90. letech existovalo pouze pět zemí, které využívala fiskální pravidla. Na konci roku 2015 to bylo již 92 zemí, z toho více jak 60 % byly rozvíjející se ekonomiky (Eyraud et al., 2017). Obrázek 4 ukazuje mapu, na které je vidět kolik konkrétní země využívá fiskálních pravidel. Nejtmavší modrou jsou znázorněny země se třemi a více pravidly, modrou země se dvěma pravidly, světlemodrou s jedním pravidlem a šedou země bez fiskálních pravidel.



Obrázek 2: Počet zavedených fiskálních pravidel ke konci roku 2015 (Eyraud et al., 2017)

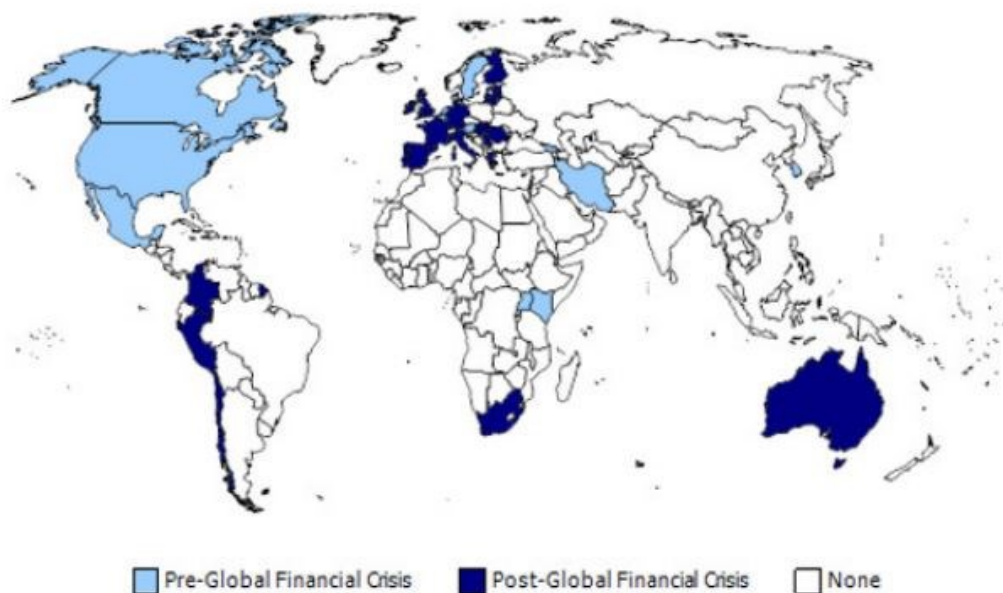
Přestože zavádění fiskálních pravidel je na vzestupu, existuje zde problém jejich dodržování. Velkým příkladem tohoto jevu jsou Maastrichtská konvergenční kritéria zavedená v EU. Každá členská země musí dodržovat tato kritéria, aby mohla přistoupit k jednotné měně. Faktem ale zůstává, že mnoho zemí je dlouhodobě nedodržuje. Místo toho, aby Evropská komise uvalovala sankce a trestala tyto „hříšníky“, tak se prováděly revize a úpravy těchto pravidel, aby je země mohly obcházet. Bylo to zřejmé politické rozhodnutí, nejspíše motivované touhou po tom, aby projekt jednotné měny pokračoval. Poté přišla světová finanční krize a hned po ní Evropská dluhová krize, a „najednou“ země jako Řecko, Španělsko a Itálie se ocitly na pokraji bankrotu. V návaznosti na tyto události Evropská komise znovu začala klást důraz na fiskální pravidla; nejen, že přitvrdila na státy, aby plnily Maastrichtská kritéria, ale začala vznikat další fiskální pravidla, která jsou mířená hlavně na podporu fiskální stability. Zároveň byly v roce 2013 zavedeny národní fiskální rady, aby mimo jiné pomohly s dodržováním a kontrolou fiskálních pravidel. V roce 2015 navázal vznik Evropské fiskální rady, která má pomoci Evropské komisi s koordinací fiskální politiky napříč Evropskou unií.

4.2 Fiskální rady

Fiskální rada je nezávislá instituce, která má za úkol podporovat udržitelnost veřejných financí. Činí tak pomocí vytváření makroekonomických a rozpočtových prognóz, spolupodílení se na tvorbě rozpočtu, vydávání expertních stanovisek k připravované legislativě, vydávání veřejných hodnocení výkonnosti a účinnosti fiskální politiky a dalších

činností. Touto činností má také zajišťovat větší transparentnost a větší odpovědnost vlády k fiskální politice. (IMF, 2013).

Vytváření fiskálních rad není novinka. Některé byly vytvořeny již ve 30. letech 20. století (v Belgii), nicméně jejich „popularita“ v posledních letech opět vzrostla. Zejména v důsledku Světové finanční krize a Evropské dluhové krize. Evropská unie například v rámci Smlouvy o stabilitě, koordinaci a správě věcí veřejných z roku 2013 zakotvila povinnost pro členské země fiskální rady vytvořit. Další vyspělé země, jako Kanada a Austrálie, taktéž fiskální rady utvořily (v roce 2008 respektive 2011). I mnoho rozvíjejících se ekonomik (Srbsko, Rumunsko, Jižní Afrika, Keňa, ...) zavedlo nebo v současné době zavádí fiskální rady (IMF, 2013). Tento trend můžeme vidět na Obrázku 2, kde světle modrou barvou jsou vyznačeny země, které zavedly fiskální radu před Světovou finanční krizí, a tmavě modrou barvou státy, které zavedly fiskální radu po Světové finanční krizi.



Obrázek 3: Fiskální rady ve světě 2016, (IMF, 2018)

Fiskální rady by měly být nezávislé na politické garnituře. U většiny dnes existujících rad je tato nezávislost požadovaná zákonem. Tyto zákony stanovují přísné požadavky na profesní kvalifikaci a expertízu zaměstnanců a vedení rady, funkce ve vedení rady by neměly být doživotní a jejich trvání by nemělo korespondovat s volebním obdobím politiků. Nezávislost také znamená, že rada může vykonávat analýzy čehokoli, co uzná za vhodné pro naplnění svého mandátu, a také má svobodnou volbu komunikační strategie. Na rozdíl od centrální banky fiskální rada nemá žádný významný zdroj příjmu, a tudíž zde hrozí riziko politicky motivovaných změn v jejím rozpočtu. Finanční deprivace může být jedna z metod, jakými se vláda může pokoušet kontrolovat fiskální radu. Je proto nutné zajistit ochranu rozpočtu fiskální rady proti těmto politickým zásahům. Možností, jak ochránit nezávislost příjmů, je několik. Je možné vytvořit zvláštní položku rozpočtu, kterou kontroluje a schvaluje celý

parlament, nebo víceleté předem vyhrazené financování, nebo dokonce mimorozpočtové financování například skrz centrální banku (případ Rakouska a Slovenska) (IMF, 2013).

V současnosti neexistuje jasný trend ve způsobu volby členů vedení fiskální rady. V mnoha zemích volí členy vedení vláda, i když někdy jsou její možnosti omezeny, jako ve Švédsku, kde odcházející člen vedení rady navrhne ministru financí svou náhradu. Rostoucí počet zemí zvolilo parlament jako orgán odpovědný za volbu členů vedení fiskální rady. Což může zvýšit záruku nezávislosti na vládě. V několika vzácných případech je volba vedení prováděna hlavou státu nebo nezávislou institucí (např. centrální bankou). Velká část fiskálních rad je vedena komisí, která rozhoduje většinovým hlasováním, v některých radách je funkce předsedy spojena s většími pravomocemi (rozhodující hlas, právo veta atd.). Navzdory tomu, že je vytvořena spousta záruk nezávislosti fiskálních rad, jen málo z nich podléhá nějakému formálnímu rámci odpovědnosti. Tyto rámce podobně jako u centrálních bank mohou zahrnovat pravidelná slyšení před parlamentní komisí, důkladný reporting, na jehož základě jsou poté vyvozovány důsledky v případě pochybení, nebo nezávislý dozor nad výkony rady. Nezávislý dozor může být vykonáván jinou nezávislou organizací nebo může jít o nějakou formu sebekontroly (tuto metodu využívají v Kanadě, Velké Británii nebo na Slovensku) (IMF, 2013).

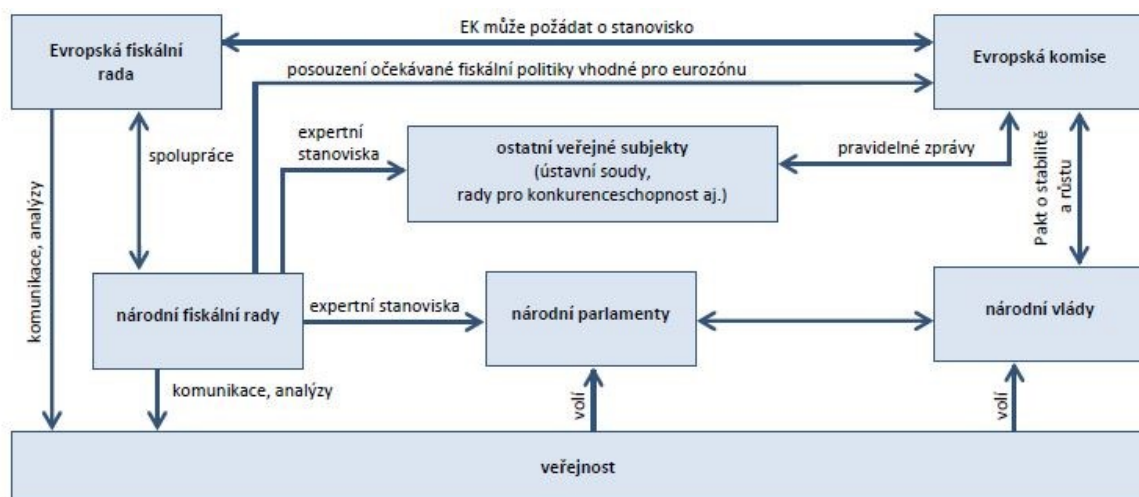
Funkce národní fiskální rady se mohou velmi lišit. To, čím se fiskální rada zabývá, vyplývá z potřeb a problémů jednotlivých zemí. Obecně však lze shrnout funkce působnosti fiskální rady do několika okruhů:

- **Nezávislá analýza, kontrola a sledování vládních fiskálních politik, plánů a výkonnosti** – Přezkum ročních nebo střednědobých vládních rozpočtů, zejména s ohledem na vytyčené cíle (například stanovené fiskálními pravidly) a dlouhodobou udržitelnost veřejných financí a s tím spojených rizik. Typicky se fiskální rady zaměřují na makroekonomické analýzy, které vyplývají z jejich základního cíle podporovat zdravou fiskální politiku skrz veřejnou debatu a informování veřejnosti. Fiskální rady také často provádějí ex-post hodnocení makroekonomické a fiskální výkonnosti proti oficiálním cílům. Šířeji se také zabývají výzkumem zaměřeným na podporu zdraví veřejných financí a chování fiskální politiky (například dopad stárnoucí populace na ekonomiku nebo rozsah a dopad daňových výdajů) (IMF, 2013).
- **Vypracování nebo přezkum makroekonomických anebo rozpočtových prognóz** – Tato činnost je zaměřena na zvyšování odpovědnosti vládnoucích politiků za jejich fiskální politiku. Analýzy makroekonomických nebo rozpočtových prognóz mohou sloužit jako podklad pro zpochybnění chování politiků v případě, že jejich činy mají výrazně odlišný dopad, než jaký tyto prognózy předpovídaly. Rada také může být pověřena přípravou makroekonomických prognóz používaných pro přípravu rozpočtu nebo stanovením klíčových předpokladů a parametrů, jako je optimální cenová úroveň pro některé komodity s velkým dopadem na rozpočet (buď proto, že země je velkým

výrobce komodit, nebo kvůli rozsáhlým dotačním programům pro danou komoditu) (IMF, 2013).

- **Poradenství ohledně možností různých druhů fiskální politiky** – Tato funkce může být obecná, kdy má fiskální rada právo vyjádřit se a vydat doporučení ohledně jakéhokoli politického problému podle svého výběru, nebo zvláštní, kdy fiskální rada předkládá svá doporučení ohledně specifického zvlášť sporného problému, který musí být vyřešen konsensem. Obecná funkce je vhodnější pro země s již bohatou veřejnou debatou a relativně konsensuálním přístupem k tvorbě politik. Zvláštní funkce může být užitečná v otázkách, kde musí být nalezen konsensus, ale zájmy mezi rozhodujícími osobami se silně liší. V ekonomikách bohatých na zdroje jsou také otázky, které souvisejí s regionálním a mezigeneračním rozdělením příjmů z neobnovitelných komodit (IMF, 2013).
- **Posilování transparentnosti a snižování informační asymetrie** – Tato funkce je spíše obecnějšího charakteru, zato je možná nejdůležitější. Fiskální politika je ze své podstaty značně složitá a nepřehledná. Zároveň v mnoha případech jsou pověřeni dohledem nad její tvorbou a jejím uváděním do praxe neodborníci (volení poslanci a ministři) s různými agendami a volebními sliby. Tento celý proces je proto značně netransparentní a nedůvěryhodný. Úkolem fiskální rady proto je především přiblížit fiskální politiku občanům, aby byli schopni rozlišit špatná rozhodnutí politiků od dobrých a reflektovat tyto faktory u dalších voleb. Čím je fiskální politika transparentnější a důvěryhodnější, tím hrozí menší šance, že jí politici dlouhodobě budou provádět chybně, a tudíž se zvyšuje fiskální stabilita země.

V roce 2015 Evropská komise vydala rozhodnutí o ustanovení Evropské fiskální rady jakožto nezávislého poradního orgánu. Evropská fiskální rada má sloužit ke koordinaci a doplnění funkcí systému národních fiskálních rad (které byly povinně zavedeny v EU v roce 2013). Základními úkoly Evropské fiskální komise jsou vyhodnocovat provádění fiskálního rámce EU, poskytovat poradenství ohledně orientace fiskální politiky pro eurozónu jako celek, spolupracovat s vnitrostátními fiskálními radami členských států a na žádost předsedy EK poskytovat ad hoc poradenství. Svá doporučení a stanoviska prezentuje ve výroční zprávě a na rozdíl od národních fiskálních rad neadresuje svá doporučení přímo tvůrcům hospodářské politiky, ale přímo Evropské komisi. Evropská fiskální rada se snaží o koordinaci několika různých systémů fiskální politiky a poskytuje jim své analýzy a nezávislá hodnocení. Na Obrázku 3 lze vidět schéma fungování Evropské fiskální rady v koordinaci národních fiskálních rad (Ministerstvo financí ČR, 2017).



Obrázek 4: Evropský systém fiskálních rad a jejich role v rámci fiskální politiky (Ministerstvo financí ČR, 2017)

V mnoha zemích vznikají fiskální rady jako doplněk již zavedených fiskálních pravidel, i když občas zaznívají hlasy, které říkají, že fiskální pravidla by měla být nahrazena fiskálními radami schopnými přímo omezovat a ovlivňovat fiskální politiku. To ale není nejlepší řešení, už jenom proto, že fiskální rady, které jsou schopny přímo ovlivňovat nebo omezovat fiskální politiku v současnosti neexistují (s výjimkou Maďarska, kde může fiskální rada uplatnit právo veta na návrhy týkající se fiskální politiky). Pravdou je, že obě metody kontroly fiskální politiky mohou působit společně a umocňovat svůj kontrolní efekt. Zhruba 80 % procent zemí, které mají fiskální radu, má zavedeno i numerická fiskální pravidla. A více jak ve třech čtvrtinách těchto zemí jsou fiskální rady odpovědné za kontrolu dodržování fiskálních pravidel ze strany politiků (IMF, 2013).

Fiskální rady mohou například pomoci vyřešit problém „fiskální iluze“. Což je příčina nadměrných schodků mimo dosah pravidla. Fiskální iluze potlačuje motivaci politiků vyhovět pravidlu, protože volič podléhající fiskální iluzi má špatné pochopení mechaniky vládního rozpočtového omezení (tj. skutečnost, že současné činy, byť krátkodobě pozitivní, nevyhnutelně ovlivní budoucí fiskální politiku). Politik proto spoléhá, že volič nebude jeho „neposlušnost“ reflektovat u příštích voleb. Informováním a vzděláváním veřejnosti a tvůrců politik o výhodách zdravých veřejných financí mohou fiskální rady podporovat kulturu stability a přispívat k lepšímu sladění očekávání voličů a činů jejich volených zástupců (IMF, 2013).

Fiskální rady také mohou prostřednictvím svých prognostických a analytických funkcí omezit technické mezery v nastavení pravidel, které využívají vlády k jejich obcházení. A to včetně tendencí některých vlád nadhodnocovat očekávané výnosy, podhodnocovat plánované výdaje a podobně. Stejně tak fiskální rady mohou poskytnout nezaujaté výstupy potřebné k implementaci sofistikovanějších numerických pravidel, jako jsou pravidla strukturální rovnováhy. Ex-post hodnocení dodržování podmínek takovýchto pravidel by mohlo posílit jejich vymahatelnost a případné sankce. Proto podporou zavádění inteligentnějších pravidel,

které jsou imunní vůči krátkodobým politickým tlakům, by fiskální rada podpořila důvěryhodnost a transparentnost těchto pravidel a podpořila jejich širší přijetí (IMF, 2013).

Závěr

V situaci, kdy souběh několika velkých negativních šoků způsobí rozsáhlou recesi s deflačními tendencemi, centrální banky ve snaze odvrátit deflaci a rozpohybovat ekonomický růst začnou snižovat úrokové sazby. Problém nastane, když tyto sazby sníží na nulu. V takovém případě nastane situace, kdy měnová politika standardními měnovými nástroji již nemůže ovlivňovat reálnou ekonomiku (alespoň v krátkém období). Pokud se jí nepodaří do té doby odvrátit hrozbu deflace, hrozí, že se ekonomika dostane do pastí likvidity. V tuto chvíli by měla přispěchat na pomoc fiskální politika a pomocí svých nástrojů podpořit ekonomický růst a inflaci. Problémem je, že fiskální politika v krátkém období je vysoce neflexibilní a veškerá její rozhodnutí jsou značně zpožděná. Měnová politika proto ve snaze dát fiskální politice dostatek času k tomu, aby mohla implementovat strukturální reformy, začne vyžívat nekonvenční měnové nástroje. Mezi tyto nástroje patří zejména forward guidance a kvantitativní uvolňování. Zatímco forward guidance má za cíl ovlivnit očekávání tržních subjektů, kvantitativní uvolňování vsází na zvyšování peněžní zásoby ve snaze rozpohybovat úvěrový trh a investiční spotřebu subjektů. Peníze jsou v krátkém období neneutrální, proto nekonvenční nástroje mohou krátkodobě ovlivnit reálné veličiny tak, aby ekonomika dostala šanci se vzpamatovat. Problém je, že tyto nástroje jsou relativně nové a jejich účinnost je při nejlepším nedokonalá. V dlouhém období peníze potvrzují svou neutralitu a téměř veškeré snažení měnové politiky je bezvýsledné.

Zatímco měnová politika se snaží rozpohybovat ekonomiku poptávkovými impulsy, fiskální politika by měla poskytovat také nabídkové (viz např. škola strany nabídky). Problémem je, jak už bylo zmíněno, že fiskální politika je ze své podstaty značně neflexibilní a zpožděná. Což vytváří další nabídkové rigidity a omezuje možnosti reálného růstu v krátkém období. Hlavním faktorem, který vytváří neflexibilní fiskální politiku, je politický cyklus. Fiskální politika je tvořena vládou, která je složena z politiků. Každý politik má svou agendu, kterou se snaží prosadit. I když budou všichni politici racionální a budou se snažit řešit krizovou situaci, tak legislativní proces sám o sobě je celkem zdoluhavý a nelze ho obejít. Nehledě na fakt, že většinou politici nejednají úplně racionálně a celková doba uvedení fiskální politiky do praxe se tak ještě prodlužuje (nepočítáme-li automatické vestavěné stabilizátory). Rychlá krátkodobá reakční fiskální politika je spíše zbožné přání, které se málokdy vyplní. Dlouhodobá fiskální politika ale má lepší možnosti. Protože když bude podporována dlouhodobá fiskální stabilita a stabilní nebo rostoucí reálný růst, je možné některým dopadům negativních šoků předcházet nebo je alespoň tlumit. Faktem ale je, že i dlouhodobější fiskální politika čelí značným překážkám. Tou hlavní, která v posledních letech začíná dělat ekonomům starosti, je stárnutí populace a s ním spojený nevyhnutelný růst vládních výdajů (zejména na zdravotní a dlouhodobou péči a výdajů na penze). Tento problém je třeba začít řešit co nejdříve, aby se předešlo budoucím dluhovým a hospodářským krizím. Jenže i zde narážíme na problém politického cyklu, kdy běžný politik trpí tzv. tunelovým viděním a zajímá ho jen období od voleb k volbám. A dlouhodobá koncepce fiskální politiky je často opomíjena. Ale i fiskální stabilita je politickými vlivy ohrožována. Politici v honbě za hlasy

voličů zneužívají fiskální politiku k „uplácení“ svých voličů. Slibují jim populistické sociální úlevy nebo zvyšování penzí, které nemají oporu ve skutečné ekonomické výkonnosti země a opírají se o momentální pozitivní vývoj ekonomiky (který rozhodně nemůže být trvalý). Je proto nutné, aby došlo k zavedení opatření, která budou eliminovat nebo alespoň omezovat dopady způsobené politickým cyklem. Těmito opatřeními se v současné době rozumí zejména dvě věci. Fiskální rady a fiskální pravidla.

Fiskální pravidla stanovují určitá omezení diskreční politiky vlády. Například stanovují stropy veřejného zadlužení, přikazují vyváženost státního rozpočtu nebo toleranci určité úrovně deficitu. Snaha je nejen omezit politiky, ale zároveň vybudovat jasný a transparentní systém, který pochopí jak politik, tak běžný občan, což povede k transparentnější fiskální politice a zvýšení odpovědnosti politiků. Jestliže občané budou schopni snadněji rozpoznat, když politik odvádí špatnou práci, mohou příště zvolit někoho odpovědnějšího. Problémem fiskálních pravidel je, že se často nedodržují. Příkladem mohou být Maastrichtská kritéria a jejich část stanovující pravidla pro fiskální politiku. Dlouhá léta mnoho členských zemí neplnilo tyto požadavky a místo toho, aby to Evropská komise nějak řešila, vymýšlely se kličky, jak toto neplnění umožnit. Poté co udeřila Světová finanční krize a Evropská dluhová krize, konečně nastal obrat a začíná se na tato pravidla více dbát; přijímají se i nová pravidla a opatření. Jedním z nich je zavedení fiskálních rad.

Fiskální rada je nezávislá instituce, která má za úkol podporovat udržitelnost veřejných financí. Činí tak pomocí zvyšování transparentnosti fiskální politiky vytvářením prognóz a analýz přijímané legislativy a navrhovaných rozpočtů. Sama nemůže přijímat zákony, ale v některých případech je může navrhopvat nebo se alespoň podílet na jejich tvorbě. Dalším důležitým důvodem, proč jsou fiskální rady zakládány, je právě dohled nad plněním fiskálních pravidel.

Otázkou do budoucna zůstává, zdali s pomocí fiskálních pravidel a fiskálních rad opravdu bude možné vytvořit fiskální politiku, která bude nejen transparentní a důvěryhodná, ale i připravená čelit problémům, jako jsou stárnoucí světové populace nebo jiné negativní šoky. V současnosti je výhled spíše negativní. Odhady tvrdí, že lidská populace dosáhne vrcholu někdy kolem roku 2100, a poté se začne zmenšovat. Což povede k růstu počtu starších osob a k rapidním nárůstům vládních výdajů na penze a zdravotní péči (ve vyspělých ekonomikách tyto náklady vzrostou zhruba o 8,5 % HDP do roku 2100). Pro odvrácení těchto negativních výhledů je proto nutné, aby fiskální rady byly schopné pomoci politikům začít dodržovat fiskální pravidla a tvořit fiskální politiku se silným zaměřením na fiskální stabilitu a dlouhodobý stabilní reálný růst.

Seznam literatury

ACEMOGLU, Daron a Pascual RESTREPO. Secular Stagnation? The Effect of Aging on Economic Growth in the Age of Automation [online]. 2017 [cit. 2018-05-23]. Dostupné z: <https://economics.mit.edu/files/12536>

ALESINA, Alberto a Guido TABELLINI. A Positive Theory Of Fiscal Deficits And Government Debt In A Democracy [online]. National Bureau Of Economic Research, 1987 [cit. 2018-05-26]. Dostupné z: <http://www.nber.org/papers/w2308.pdf>

ALESINA, Alberto a Guido TABELLINI. Why Is Fiscal Policy Often Procyclical? [online]. 2005 [cit. 2018-05-26]. Dostupné z: <http://www.nber.org/papers/w11600.pdf>

ALESINA, Alberto F. a Silvia ARDAGNA. The Design of Fiscal adjustments [online]. 2012 [cit. 2018-05-19]. Dostupné z: <http://www.nber.org/papers/w18423.pdf>

ALESINA, Alberto, Silvia ARDAGNA, Roberto PEROTTI a Fabio SCHIANTARELLI. Fiscal Policy, Profits, and Investment [online]. National Bureau Of Economic Research, 2002 [cit. 2018-05-19]. Dostupné z: https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/4685103/alesina_fiscalpolicy.pdf?sequence=2

AUERBACH, Alan J. a Yuriy GORODNICHENKO. Fiscal Multipliers in Recession and Expansion. National Bureau of Economic Research [online]. University of Chicago Press, 2013, p. 63 - 98 [cit. 2018-05-18]. Dostupné z: <http://www.nber.org/chapters/c12634>

BATINI, Nicoletta, Luc EYRAUD, Lorenzo FORNI a Anke WEBER. Fiscal Multipliers: Size, Determinants, and Use in Macroeconomic Projections [online]. INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2014 [cit. 2018-05-14]. Dostupné z: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2014/tnm1404.pdf>

BERNANKE, Ben S. a Vincent R. REINHART. Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment [online]. 2004 [cit. 2018-04-28]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2004/200448/200448pap.pdf>

BERNANKE, Ben S. "The Crisis and the Policy Response." Speech at the Stamp Lecture, London School of Economics, London, England, January 13, 2009; [cit. 2018-04-28]. Dostupné z: www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm

BERNANKE, Ben. How big a problem is the zero lower bound on interest rates? [online]. 12. 4. 2017 [cit. 2018-03-25]. Dostupné z: <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2017/04/12/how-big-a-problem-is-the-zero-lower-bound-on-interest-rates/>

BHATTARAI, Saroj, Gauti B. EGGERTSSON a Bulat GAFAROV. Time consistency and the duration of government debt: A signaling theory of quantitative easing. NBER WORKING PAPER SERIES [online]. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, 2015 [cit. 2018-05-02]. Dostupné z: <http://www.nber.org/papers/w21336>

BLANCHARD, Olivier, Robert P. HAGEMMANN a Nicola SARTOR. The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question [online]. 1990 [cit. 2018-05-24]. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=227461

BORIO, Claudio a Piti DISYATAT. UNCONVENTIONAL MONETARY POLICIES: AN APPRAISAL. The Manchester School [online]. 2010, 78, 53-89 [cit. 2018-04-27]. DOI: 10.1111/j.1467-9957.2010.02199.x. ISSN 14636786. Dostupné z: <http://doi.wiley.com/10.1111/j.1467-9957.2010.02199.x>

CECCHETTI, Stephen G, M S MOHANTY a Fabrizio ZAMPOLLI. The real effects of debt [online]. Bank for International Settlements, 2011 [cit. 2018-05-19]. Dostupné z: <https://www.bis.org/publ/work352.pdf>

CECIONI, Martina, Giuseppe FERRERO a Alessandro SECCHI. Unconventional monetary policy in theory and in practice [online]. 2011 [cit. 2018-04-10]. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1998755

CLEMENTS, Benedict J., David. COADY a Sanjeev. GUPTA. The economics of public health care reform in advanced and emerging economies. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2012. ISBN 978-1-61635-244-8.

CLEMENTS, Benedict, Kamil DYBCZAK, Vitor GASPAR, Sanjeev GUPTA a Mauricio SOTO. The Fiscal Consequences of Shrinking Populations [online]. 2015 [cit. 2018-05-23]. Dostupné z: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1521.pdf>

CORREIA, Isabel, Emmanuel FARHI, Juan Pablo NICOLINI a Pedro TELES. Unconventional Fiscal Policy at the Zero Bound [online]. 2012 [cit. 2018-05-18]. Dostupné z: <https://www.minneapolisfed.org/research/wp/wp698.pdf>

DE MOOIJ, Ruud A. Tax Biases to Debt Finance: Assessing the Problem, Finding Solutions [online]. International Monetary Fund, 2011 [cit. 2018-05-20]. Dostupné z: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1111.pdf>

DELONG, J. Bradford a Lawrence H. SUMMERS. Fiscal Policy in a Depressed Economy [online]. 2012 [cit. 2018-05-19]. Dostupné z: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2012/03/2012a_delong.pdf

DOLEŽALOVÁ, Jitka. Political cycle and fiscal policy in the countries of the European Union [online]. 2013 [cit. 2018-05-26]. Dostupné z: <https://www.er-cerei.cz/download/archive/VOL16NUM02PAP04.pdf>

EGGERTSSON, Gauti B. What Fiscal Policy Is Effective at Zero Interest Rates? [online]. University of Chicago Press, 2011 [cit. 2018-05-14]. ISBN 0-226-00213-6. Dostupné z: <http://www.nber.org/chapters/c12027.pdf>

EGGERTSSON, Gauti B., Neil R. MEHROTRA, Sanjay R. SINGH a Lawrence H. SUMMERS. A contagious malady? Open economy dimensions of secular stagnation [online]. National Bureau Of Economic Research, 2016 [cit. 2018-05-23]. Dostupné z: <http://www.nber.org/papers/w22299.pdf>

ELBORGH-WOYTEK, Katrin, Monique NEWIAK, Kalpana KOCHHAR, Stefania FABRIZIO, Kangni KPODAR, Philippe WINGENDER, Benedict CLEMENTS a Gerd SCHWARTZ. Women, Work, and the Economy: Macroeconomic Gains from Gender Equity [online]. International Monetary Fund, 2013 [cit. 2018-05-20]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1310.pdf>

European system of accounts: ESA 2010 [online]. Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2013 [cit. 2018-05-08]. ISBN 978-92-79-31242-7. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3859598/5925693/KS-02-13-269-EN.PDF/44cd9d01-bc64-40e5-bd40-d17df0c69334>

Evropská komise. Curbing aggressive tax planning. European semester thematic factsheet[online]. 2017b [cit. 2018-05-25]. Dostupné z: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/european-semester_thematic-factsheet_curbing-aggressive-tax-planning_en.pdf

Evropská komise. Sustainability Of Public Finances. European Semester Thematic Factsheet[online]. 2017a [cit. 2018-05-25]. Dostupné z: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/european-semester_thematic-factsheet_public-finance-sustainability_en.pdf

EYRAUD, Luc, Anja BAUM, Andrew HODGE, Mariusz JARMUZEK, H. Elif TURE, Samba MBAYE a Young KIM. How to Calibrate Fiscal Rules: A Primer [online]. International Monetary Fund, 2017 [cit. 2018-05-30]. ISBN 978-1-48433-730-1. Dostupné z: <https://www.imf.org/en/Publications/Fiscal-Affairs-Department-How-To-Notes/Issues/2018/03/15/How-to-Calibrate-Fiscal-Rules-A-Primer-45551>

FAWLEY, Brett W. a Christopher J. NEELY. Four Stories of Quantitative Easing. Federal Reserve Bank of St. Louis Review [online]. 2013, 95(1), 51-88 [cit. 2018-04-27]. Dostupné z: <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/13/01/Fawley.pdf>

FEYRER, JAMES. Aggregate Evidence on the Link Between Age Structure and Productivity [online]. 2007 [cit. 2018-05-23]. Dostupné z: <https://pdfs.semanticscholar.org/22e5/6db08abe0468a02070fa726e9d20d60b94e3.pdf>

FILARDO, Andrew a Boris HOFMANN. Forward guidance at the zero lower bound. BIS Quarterly Review: March 2014 [online]. 2014, 9. 3. 2014, 37-53 [cit. 2018-04-14]. ISSN 1683-013X. Dostupné z: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403.pdf

Fiscal Council Dataset. International Monetary Fund (IMF) [online]. 2018 [cit. 2018-05-28]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/np/fad/council/>

FISCHER, Stanley. The Role of Macroeconomic Factors in Growth [online]. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, 1993 [cit. 2018-05-19]. Dostupné z: <http://www.nber.org/papers/w4565.pdf>

Fiskální výhled ČR: listopad 2017 [online]. Ministerstvo financí ČR, 2017 [cit. 2018-05-29]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/fiskalni-vyhled/2017/fiskalni-vyhled-cr-listopad-2017-30172>

GROS, Daniel, Cinzia ALCIDI a Willem Pieter DE GROEN. Lessons from Quantitative Easing: Much ado about so little?. CEPS Policy Brief [online]. 2015 [cit. 2018-04-29]. Dostupné z: https://www.ceps.eu/system/files/PB330_QuantitativeEasingwithbreaks_0.pdf

GUPTA, Sanjeev, Benedict CLEMENTS, Emanuell BALDACCI a Carlos MULAS-GRANADOS. Fiscal Policy, Expenditure Composition, and Growth in Low-Income Countries. GUPTA, Sanjeev, Benedict CLEMENTS a Gabriela INCHAUSTE. Helping Countries Develop The Role of Fiscal Policy [online]. 2004, s. 23-47 [cit. 2018-05-19]. ISBN 1 -58906-318-X. Dostupné z: http://www.elibrary.imf.org/doc/IMF071/03086-9781589063181/03086-9781589063181/Other_formats/Source_PDF/03086-9781451952742.pdf

CHARBONNEAU, Karyne a Lori RENNISON. Forward guidance at the effective lower bound: International experience. Bank of Canada Staff Discussion Paper 2015-15 [online]. 2015 [cit. 2018-04-17]. Dostupné z: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/129695/1/840219245.pdf>

International Monetary Fund (IMF). IMF Policy Paper: Budget Institutions In G-20 Countries: An Update [online]. International Monetary Fund, 2014a [cit. 2018-05-19]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/040714c.pdf>

International Monetary Fund (IMF). IMF Policy Paper: Fiscal Policy And Long-Term Growth [online]. International Monetary Fund, 2015a [cit. 2018-05-19]. Dostupné z: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/042015.pdf>

International Monetary Fund (IMF). World Economic Outlook, October 2014 [online]. International Monetary Fund, 2014c [cit. 2018-05-19]. Dostupné z: <http://contexto.org/pdfs/IMFweo2014.pdf>

International Monetary Fund (IMF). THE FUNCTIONS AND IMPACT OF FISCAL COUNCILS [online]. 2013 [cit. 2018-05-28]. Dostupné z: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/071613.pdf>

International Monetary Fund, (IMF). Back to Work: How Fiscal Policy Can Help [online]. 2014b [cit. 2018-05-20]. Dostupné z: <http://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2016/12/31/Back-To-Work-How-Fiscal-Policy-Can-Help>

International Monetary Fund, (IMF). Fiscal Monitor April 2017: Achieving More with Less [online]. 2017 [cit. 2018-05-29]. ISBN 978-1-47558-852-1. Dostupné z: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/fiscal-monitor/2017/April/pdf/fm1701.ashx>

International Monetary Fund, (IMF). IMF Policy Paper: Fiscal Policy And Income Inequality[online]. 2014d [cit. 2018-05-21]. Dostupné z: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/012314.pdf>

International Monetary Fund, (IMF). Fiscal Monitor: Now Is the Time: Fiscal Policies for Sustainable Growth [online]. Washington, 2015b [cit. 2018-05-21]. ISBN 978-1-47559-787-5. Dostupné z: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2016/12/31/Now-Is-the-Time-Fiscal-Policies-for-Sustainable-Growth>

JAMISON, Dean T, Lawrence H SUMMERS a kolektiv. Global health 2035: a world converging within a generation [online]. 2013 [cit. 2018-05-21]. Dostupné z: <http://www.globalhealth2035.org/sites/default/files/report/global-health-2035.pdf>

JOHANSSON, Åsa, Christopher HEADY, Jens ARNOLD, Bert BRYS a Laura VARTIA. Taxation and Economic Growth [online]. OECD Economics Department Working Papers, 2008 [cit. 2018-05-20]. Dostupné z: <https://bit.ly/2J0rmp1>

JOYCE, Michael, Ana LASAOSA, Ibrahim STEVENS a Matthew TONG. The financial market impact of quantitative easing. Working Paper No. 393 [online]. Bank of England, 2010 [cit. 2018-05-02]. Dostupné z: <https://bit.ly/2rfMIIn>

KAPETANIOS, George, Haroon MUMTAZ, Ibrahim STEVENS a Konstantinos THEODORIDIS. Assessing The Economy-Wide Effects Of Quantitative Easing. The Economic Journal [online]. 2012, 122(564) [cit. 2018-05-02]. Dostupné z: <https://bit.ly/2I7DIdW>

KOPITS, George a Steven A. SYMANSKY. Fiscal policy rules [online]. Washington, DC: International Monetary Fund, 1998 [cit. 2018-05-29]. Occasional paper (International Monetary Fund), no. 162. ISBN 15-577-5704-6. Dostupné z: http://www.elibrary.imf.org/doc/IMF084/02519-9781557757043/02519-9781557757043/Other_formats/Source_PDF/02519-9781451954388.pdf

KRUGMAN, Paul. It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap. Brookings Papers on Economic Activity. 1998(29), 137-206.

KRUGMAN, Paul. Financing vs. Forgiving a debt overhang [online]. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, 1988 [cit. 2018-05-19]. Dostupné z: <http://www.nber.org/papers/w2486.pdf>

LIM, G.C. a Paul D. MCNELIS. Macroeconomics at the Zero Lower Bound: Quasi-Fiscal Monetary Policy vs. Quasi-Monetary Fiscal Policy [online]. 2015 [cit. 2018-05-15]. Dostupné z: http://www.dynare.org/DynareConference2015/papers/McNelis_Lim.pdf

LLEDO, Victor Duarte, Paolo DUDINE, Luc EYRAUD a Adrian PERALTA-ALVA. How to Select Fiscal Rules: A Primer [online]. International Monetary Fund, 2017 [cit. 2018-05-30]. ISBN 978-1-48433-723-3. Dostupné z: <https://www.imf.org/en/Publications/Fiscal-Affairs-Department-How-To-Notes/Issues/2018/03/15/How-to-Select-Fiscal-Rules-A-Primer-45552>

LUCAS, Robert E. On The Mechanics Of Economic Development. Journal of Monetary Economics[online]. 1988, (22), 3-42 [cit. 2018-05-21]. Dostupné z: <https://www.parisschoolofeconomics.eu/docs/darcillon-thibault/lucasmechanicseconomicgrowth.pdf>

Manual on sources and methods for the compilation of COFOG Statistics: Classification of the Functions of Government (COFOG) [online]. Publications Office of the European Union, 2011 [cit. 2018-05-15]. ISBN 978-92-79-20885-0. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3859598/5917333/KS-RA-11-013-EN.PDF/2eb9714a-ee4b-49fe-baab-e9af5ca457b1>

OECD (2018a), Tax revenue (indicator). doi: 10.1787/d98b8cf5-en (Accessed on 13 May 2018)

OECD (2018b), General government revenue (indicator). doi: 10.1787/b68b04ae-en (Accessed on 13 May 2018)

OECD (2018c), General government spending (indicator). doi: 10.1787/a31cbf4d-en (Accessed on 15 May 2018)

Organisation For Economic Co-Operation And Development, (OECD). Economic Policy Reforms 2015: Going for Growth [online]. 2015b [cit. 2018-05-20]. Dostupné z: https://read.oecd-ilibrary.org/economics/economic-policy-reforms-2015_growth-2015-en#page2

Organisation For Economic Co-Operation And Development, (OECD). Fiscal Policy And Growth: Why, What, And How? [online]. 2015a [cit. 2018-05-20]. Dostupné z: <https://www.oecd.org/g20/topics/framework-strong-sustainable-balanced-growth/G20-2015-Ankara-Fiscal-policy-and-long-term-growth-OECD-IMF-September.pdf>

Organisation For Economic Co-Operation And Development, (OECD). In It Together: Why Less Inequality Benefits All [online]. 2015c [cit. 2018-05-21]. Dostupné z: https://read.oecd-ilibrary.org/employment/in-it-together-why-less-inequality-benefits-all_9789264235120-en#page1

Organisation For Economic Co-Operation And Development, (OECD). Tax Policy Reform and Economic Growth [online]. 2010 [cit. 2018-05-21]. Dostupné z: https://read.oecd-ilibrary.org/taxation/tax-policy-reform-and-economic-growth_9789264091085-en#page1

Organisation For Economic Co-Operation And Development, (OECD). Taxation and Employment [online]. 2011 [cit. 2018-05-20]. Dostupné z: https://www.uscib.org/docs/Taxation_and_Employment.pdf

OSN. World Population Prospects: The 2015 Revision [online]. 2015 [cit. 2018-05-23].
Dostupné z: <http://esa.un.org/wpp/>

PANDIT, Shirish. Definition of secular stagnation [online]. Financial Times, 2018 [cit. 2018-05-23]. Dostupné z: <http://lexicon.ft.com/Term?term=secular-stagnation>

PENALVER, Adrian, Nobuyuki HANAKI, Eizo AKIYAMA, Yukihiro FUNAKI a Ryuichiro ISHIKAWA. A Quantitative Easing Experiment [online]. 2017 [cit. 2018-05-02].
Dostupné z: <https://bit.ly/2FBI5cU>

PERSSON, Torsten. a Guido Enrico TABELLINI. Political economics: explaining economic policy. Cambridge, Mass.: MIT Press, 2000. ISBN 978-026-2161-954.

PESCATORI, Andrea, Damiano SANDRI a John SIMON. Debt and Growth: Is There a Magic Threshold?[online]. 2014 [cit. 2018-05-19]. Dostupné z:
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1434.pdf>

PETTINGER, Tejvan. Liquidity Trap Explained. Economics Help: Helping to simplify economics [online]. 2017, 21. 10. 2017 [cit. 2018-04-07]. Dostupné z:
<http://econ.economicshelp.org/2009/10/liquidity-trap-explained.html>

RACHEL, Lukasz a Thomas D SMITH. Staff Working Paper No. 571: Secular drivers of the global real interest rate [online]. Bank of England, 2015 [cit. 2018-05-08]. Dostupné z:
<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/working-paper/2015/secular-drivers-of-the-global-real-interest-rate.pdf>

REVENDA, Zbyněk. Centrální bankovníctví. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011. ISBN 978-80-7261-230-7.

SHIRATSUKA, Shigenori. Size and Composition of the Central Bank Balance Sheet: Revisiting Japan's Experience of the Quantitative Easing Policy [online]. 2010 [cit. 2018-04-28]. Dostupné z: <https://bit.ly/2r72zDY>

SINGER, Miroslav. Vývoj české ekonomiky a měnová politika ČNB. 2015. [cit. 2018-04-30]
Dostupné také z:
https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20150427_ey.pdf

SMAGHI, Lorenzo Bini. Conventional and unconventional monetary policy. Speech at the Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, 2009

ŠÍMA, Ondřej. VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ. Měnový přehled: Analýza makro a mikrofinančních dat. 2017[cit. 2018-05-06].

THORNTON, Daniel L. Evidence on The Portfolio Balance Channel of Quantitative Easing. Federal reserve bank of st. Louis [online]. 2012 [cit. 2018-05-02]. Dostupné z:
<http://research.stlouisfed.org/wp/2012/2012-015.pdf>

Transmission mechanism of monetary policy. European Central Bank [online]. 2018 [cit. 2018-04-08]. Dostupné z:

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>

TURNOVSKY, Stephen J. Fiscal Policy, Elastic Labor Supply, and Endogenous Growth [online]. University of Washington, 1998 [cit. 2018-05-20]. Dostupné z:

<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download;jsessionid=937CFD8625020A43E418F1D532F782E4?doi=10.1.1.46.5529&rep=rep1&type=pdf>

Seznam obrázků a tabulek

Seznam grafů

Graf 1: Vliv zvyšování peněžní nabídky v režimu nízkých úrokových sazeb na poptávku po likviditě	7
Graf 2: Ekonomický růst – Úrokové míry)	8
Graf 3: Vývoj nezaměstnanosti, peněžní zásoby a inflace v USA 1958 – 2016	15
Graf 4: Efekt snížení daní z příjmu v období kladných úrokových sazeb	18
Graf 5: Efekt snížení daní z příjmu v období nulových úrokových sazeb	19
Graf 6: Jak se agregátní poptávka mění, když krátkodobá úroková sazba dosáhne nuly ..	20
Graf 7 Zvyšování vládních výdajů v období kladných úrokových sazeb	23
Graf 8: Efekt zvýšení vládních výdajů při nulových úrokových sazbách	24
Graf 9: Dluh a růst – krátkodobý a dlouhodobý horizont	27
Graf 10: Vztah mezi daňovým klinem a mírou zaměstnanosti	29
Graf 11: Země se snižující se populací, 2015-2100	35
Graf 12: Poměr závislosti stárí, 2015 – 2100	35
Graf 13: Růst výstupu v závislosti na růstu zaměstnanosti, 1990-2015	36
Graf 14: Korelace mezi stárnutím a růstem HDP na hlavu, 1990–2015	37
Graf 15: Korelace mezi podílem starých a mladých pracovníků v období 1990–2015 a změně počtu robotů na milion odpracovaných hodin za období 1993–2014	38
Graf 16: Predikce vývoje poměru vládního dluhu k HDP v případě dodržování pravidel Paktu stability a růstu, období 2017–2028	41
Graf 17: Predikce vývoje poměru vládního dluhu k HDP v případě nedodržování pravidel Paktu stability a růstu, období 2017–2028	41

Seznam obrázků

Obrázek 1: Transmisní mechanismus měnové politiky	6
Obrázek 2: Počet zavedených fiskálních pravidel ke konci roku 2015	49
Obrázek 3: Fiskální rady ve světě 2016	50
Obrázek 4: Evropský systém fiskálních rad a jejich role v rámci fiskální politiky	53

Seznam rovnic

Rovnice 1: Rozklad reálného výnosu z n -letého dluhopisu	12
Rovnice 2: Základní rovnice rozpočtového omezení vlády	39
Rovnice 3: Rovnice rozpočtového omezení vlády vyjádřená v poměru k HNP	39

Seznam tabulek

Tabulka 1: Globální veřejné výdaje na stárím ovlivněné politiky, základní scénář 2015–2100 (v procentech HDP)	39
---	----

Příloha A: Oddíly CZ – COFOG

Stručný výtah z obsahu jednotlivých oddílů klasifikace CZ-COFOG. V plném znění dostupný na https://www.czso.cz/csu/czso/klasifikace_funkci_vladnich_instituci_-cz_cofog-.

Všeobecné veřejné služby

Do této skupiny jsou zařazeny všechny všeobecné veřejné služby, které nelze klasifikovat podle funkcí v jiných klasifikačních skupinách. Správa, provoz nebo podpora zákonodárných, výkonných a dalších normotvorných orgánů (Parlament, prezident republiky, vláda, správní úřady a orgány územní samosprávy). Správa finančních, rozpočtových a daňových záležitostí a služeb a dohled nad nimi (ministerstvo financí, finanční správa, celní úřady atd.). Základní výzkum, který pokrývá experimentální a teoretické práce za účelem získávání a ověřování nových poznatků a vytváření nových hypotéz a teorií a další.

Obrana

Do této skupiny jsou zařazeny: Správa záležitostí vojenských ozbrojených sil a jejich použití, dohled nad nimi. Správa a provoz v oblasti civilní ochrany včetně účelových jednotek CO, nouzová opatření. Správa zahraniční vojenské pomoci. Provoz vojenských pomocných misí akreditovaných u cizích vlád nebo přiřazených k mezinárodním vojenským organizacím nebo aliancím. Správa a provozování subjektů, které se zabývají aplikovaným výzkumem a vývojem v oblasti obrany nebo záležitostmi, které s obranou souvisí a další.

Veřejný pořádek a bezpečnost

Do této skupiny jsou zařazeny: Správa policejních záležitostí a služeb. Správa a provoz Policejního prezidia ČR, útvarů policie s působností na celém území ČR a útvarů policie s vymezenou působností. Správa záležitostí souvisejících s požární ochranou. Provoz profesionálních a ostatních subjektů, které na území ČR organizují a provozují hasičské služby a služby protipožární prevence. Správa a provoz soudů na všech úrovních, soudní systém včetně právního zastoupení před soudy a zastoupení České republiky při vyřizování stížností na porušení Úmluvy o ochraně lidských práv a základních svobod a jejích protokolů. Správa a provozování věznic a ostatních míst určených pro osoby odsouzené k výkonu trestu odnětí svobody a pro výkon vazby. Správa a provozování subjektů, které se zabývají aplikovaným výzkumem a vývojem v oblasti veřejného pořádku a bezpečnosti a další.

Ekonomické záležitosti

Do této skupiny jsou zařazeny: Správa ekonomických a komerčních záležitostí a souvisejících služeb. Bankovní dohled. Správa, provoz nebo podpora institucí, které se zabývají záležitostmi patentů, obchodních známek, autorskými právy, předpovědi počasí, hydrologickými nebo geodetickými přehledy a statistikami apod. Provoz úřadů práce. Správa zemědělských záležitostí a služeb v oblasti péče o půdní fond a obdělávání půdy. Výdaje na

výstavbu hrází, přehrad, zavlažovacích nebo odvodňovacích kanálů. Správa záležitostí a služeb v oblasti lesnictví včetně předpisů upravujících lesnické operace a vydávání povolení pro kácení stromů. Správa záležitostí a služeb v oblasti komerčního a sportovního rybolovu a lovu prováděného mimo národní parky a přírodní rezervace. Správa záležitostí a služeb v oblasti využívání jaderné energie a ochrany před ionizujícím zářením a další.

Ochrana životního prostředí

Do této skupiny jsou zařazeny: Sběr, třídění, zpracování a zneškodňování odpadů, včetně jaderného. Správa, dohled, kontrola, provoz nebo podpora systému sběru, třídění, zpracování a zneškodnění odpadů. Správa, dohled, provoz nebo podpora činností souvisejících s kontrolou a se snižováním celkového znečišťování v jednotlivých oblastech. Zahrnuje činnosti související s ochranou živočišných a rostlinných druhů včetně opětovné obnovy druhů ohrožených vyhynutím a další.

Bydlení a společenská infrastruktura

Do této skupiny jsou zařazeny: Správa záležitostí a služeb spojených s bydlením. Poskytování bydlení pro širokou veřejnost nebo lidem se zvláštními potřebami. Správa, dozor a regulování všech aspektů zásobování pitnou vodou včetně kontrol čistoty, cen a množství vody a další.

Zdraví

Do této skupiny jsou zařazeny: Zdravotnická péče týkající se poskytování léčiv nebo zdravotnických prostředků, které jsou určeny ke spotřebě nebo používání jedincem nebo domácností mimo zdravotnická zařízení nebo instituce. Ambulantní zdravotní péče, která zahrnuje lékařské, stomatologické a jiné zdravotnické služby, poskytované ambulantním pacientům lékaři, stomatology, středním zdravotnickým personálem, odborníky - nelékaři a asistenty. Služby týkající se veřejných zdravotnických záležitostí poskytované skupinám většinou zdravých klientů, a to na pracovištích, školách apod. Správa a provozování subjektů, které se zabývají aplikovaným výzkumem a vývojem v oblasti zdravotnictví a další.

Rekreace, kultura a náboženství

Do této skupiny jsou zařazeny: Správa, vedení, provoz a poskytování zařízení pro aktivní nebo pasivní provozování sportovních činností nebo závodů a pro rekreační činnosti včetně zařízení pro sportovní ubytování. Správa kulturních záležitostí. Vedení, provoz, podpora, poskytování zařízení pro kulturní činnost, jakými jsou knihovny, muzea, umělecké galerie, divadla, výstavní síně, památníky, historické domy a objekty, zoologické a botanické zahrady, akvária, arboreta atd. Správa, provoz, podpora a regulace záležitostí v oblasti rozhlasového a televizního vysílání a v oblasti vydavatelství. Správa náboženských a jinde neuvedených společenských záležitostí a služeb a další.

Vzdělávání

Do této skupiny jsou zařazeny: Vládní výdaje na vzdělávací služby zahrnují služby poskytované jednotlivým žákům a studentům - služby individuálního charakteru a také služby kolektivního charakteru. Obsahem vzdělávacích služeb kolektivního charakteru jsou např. tvorba a řízení vládní politiky týkající se vzdělávání, stanovení a zavádění norem, řízení a inspekce, vydávání licencí a kontrola vzdělávacích zařízení a aplikovaný výzkum a vývoj ve sféře vzdělávání a s tím spojených služeb. Správa, vedení, inspekce, provoz nebo podpora dopravy, stravování, ubytování a dalších souvisejících vedlejších služeb určených zejména pro žáky a studenty bez ohledu na úroveň vzdělávání a další.

Sociální věci

Do této skupiny jsou zařazeny: Poskytování sociální ochrany ve formě peněžitých nebo věcných dávek, které úplně nebo částečně nahrazují ztrátu příjmu osobám v průběhu jejich pracovní neschopnosti z důvodu nemoci či úrazu, Poskytování sociální ochrany ve formě peněžitých nebo věcných dávek osobám plně nebo částečně neschopným zapojit se do ekonomické činnosti nebo neschopným vést normální život v důsledku tělesného nebo duševního poškození. Poskytování sociální ochrany starým občanům ve formě peněžitých nebo věcných dávek před riziky vyplývajícími ze stáří. Poskytování sociální ochrany ve formě peněžitých nebo věcných dávek občanům, kteří se ocitli v obtížných životních situacích (chudobě, opuštěnosti) nebo jim hrozí tato rizika a další.