



15 Vybrané otázky hospodářské politiky

Cíle vyučovací hodiny

Cílem výuky je seznámit studenty s hlavními aktuálními makroekonomickými problémy na úrovni globální i na úrovni české ekonomiky. Zároveň je cílem vést studenty k tomu, aby byli schopni analyzovat tyto problémy prostřednictvím instrumentária makroekonomické teorie, se kterým se seznámili v předchozích výukových hodinách. V učebnici je tato analýza doložena problémy druhého desetiletí 21. století (vztahem mezi reálnou ekonomikou a finančními trhy, problematikou veřejného dluhu otázkami Eura a eurozóny). To však nevyklučuje využití nástroje makroekonomické teorie i na další aktuální problémy různých ekonomik.

Po vyučovací hodině bude student schopen:

- analyzovat interakce mezi vývojem reálné ekonomiky a objemem úvěrů ekonomiky
- vysvětlit podstatu systematického rizika a termínové prémie
- analyzovat vývoj státního a veřejného dluhu
- vysvětlit vliv veřejného dluhu na dlouhodobý vývoj ekonomiky
- zhodnotit efekty opatření, které vedou ke snižování výše veřejného dluhu
- vyhodnotit a vysvětlit historii vzniku Eura v kontextu ekonomických souvislostí a vysvětlit jednotlivé etapy vzniku Eura, jejich klíčové charakteristiky a ekonomické důvody
- vyhodnotit proces přistoupení České republiky do Evropské měnové unie (přijetí eura), analyzovat náklady a přínosy přijetí Eura pro Českou republiku v kontextu ekonomických teorií

Metody výuky

Základem výuky je studium zadané literatury – jednak učebnice a jednak několika doporučených článků. Studenti si dále mohou ověřit získané znalosti a mohou analyzovat veřejně dostupná data věnovaná hlavním makroekonomickým problémům aktuálního období.

Hodnocení studentů

Studenti jsou hodnoceni během semestru na základě průběžných testů a na konci semestru formou ústní zkoušky.

Literatura

Povinná

Soukup, J., Pošta, V., Neset, P., Pavelka, T. (2018) Makroekonomie. 3. aktualizované a doplněné vydání. Management Press.

Kapitola se zabývá třemi makroekonomickými problémy, se kterými se setkávají současné ekonomiky: jde o vztah mezi reálnou ekonomikou a finančními trhy, o problematiku veřejných dluhů a o otázky spojenými s existencí Eura a eurozóny.

Teoretický výklad v části věnované vztahům mezi reálnou ekonomikou a finančními trhy se soustředí na modely úvěrových cyklů, které se zabývají dynamikou mezi vývojem reálné ekonomiky a objemem úvěrů, což může zesilovat výkyvy reálné ekonomiky. Empirická část se věnuje struktuře bilance domácností a firem ČR.

Teoretický výklad v části veřejného dluhu se zabývá alternativními pohledy na dlouhodobé efekty dluhového financování. Zároveň tato část kapitoly uvádí, faktory, které ovlivňují velikost veřejného dluhu, a dále zkoumá možné způsoby, jimiž mohou vlády dosáhnout snížení výše veřejných dluhů. Empirická část se věnuje vývoji deficitů veřejných rozpočtů a vývoji veřejného dluhu vybraných evropských zemí.



Problematika věnovaná existenci Eura a eurozóny je rozdělena do dvou částí. První část výkladu se věnuje procesu vytvoření Evropské měnové unie, jež vyvrcholila přijetím tzv. Maastrichtské smlouvy v roce 1992, která zakotvila poslední fázi vytvoření Hospodářské a měnové unie. Druhá část výkladu se věnuje problematice zavádění Eura v ČR, resp. ekonomickými přínosy přijetí Eura na jedné straně a na straně druhé náklady spojené s přijetím Eura. Problémy, které mohou být spojeny s přijetím Eura, jsou vysvětlovány na základě teorie optimálních měnových zón.

Doporučená

Melecký, A., Melecký, M., Šulganová, M. (2015) Úvěry v selhání a makroekonomika: modelování systémového kreditního rizika v České republice. *Politická ekonomie*, 2015(8), 921 – 947.

Článek se zabývá odhadem hlavních faktorů, které ovlivňují objem úvěrů v selhání. Odhady rovněž poukazují na vysokou míru persistence v jejich vývoji.

Chovancová, B., Árendáš, P. (2016) Akciový trh verus reálná ekonomika a jej indikátor HDP. *Politická ekonomie*, 2016(8), 939 – 952.

Článek analyzuje možné příčiny zdánlivě protichůdného vývoje akciových trhů a reálné ekonomiky, což se následně překlápí do vývoje rizikové prémie.

Barro, Robert J: Are Government Bonds Net Wealth? *Journal of Political Economy*, vol. 82 (November / December 1974), pp. 1095 – 1117.

Robert Barro v článku vysvětluje vztah mezi hodnotou dluhopisů a daňovou kapitalizací. Jde tak o původní text, který obsahuje myšlenku v literatuře dne označovanou jako Barro – Ricardova hypotéza ekvivalence.

Murín, Martin: Vplyv spôsobu tvorby fiškálneho deficitu na ekonomický rast. *Politická ekonomie Vol. 64 No. 2, DOI: <https://doi.org/10.18267/j.polek.1062>*

Článek zkoumá vliv rozpočtových deficitů a fiskální konsolidace na ekonomický růst. Analýza se týká 13 zemí Evropské unie, které byly členy tohoto integračního seskupení v letech 1996 až 2013.

Mundell, R. A. (1961): A Theory of Optimum Currency Areas: *American Economic Review*. Vol. 51, No. 4.

Článek, který do ekonomické teorie zavedl pojem optimální měnová zóna (oblast) a který se zabývá podmínkami, za kterých může optimální měnová zóna vzniknout. Článek analyzuje jednotlivé předpoklady, které jsou nutné pro vznik optimální měnové zóny. Mezi ně zařazuje mobilitu výrobních faktorů (volný pohyb kapitálu a volný pohyb pracovních sil). Článek je také diskusí o výhodách fixních nebo flexibilních kurzů. Článek je přístupný na adrese JStore: <http://www.jstor.org/stable/1812792>

Shrnutí problematiky

15.1 Vztahy mezi reálnou ekonomikou a finančními trhy

V moderních ekonomikách hraje velkou roli v jejich vývoji finanční sektor. InSTITUTE finančního trhu vznikly a jsou zde primárně proto, že umožňují přenášet zdroje napříč místem a především časem. Nejedná se však o část ekonomiky, která by byla od zbytku oddělena: je tomu přesně naopak a interakce mezi finančními a reálnými trhy představují velmi důležité vazby, které není možné z makroekonomické analýzy vypustit.

Model úvěrových cyklů zkoumá vazbu mezi reálnými a finančními trhy prostřednictvím omezení možností firem financovat svou činnost cizím kapitálem. Toto omezení plyne z toho, že dostupnost cizího kapitálu je závislá na hodnotě vlastního kapitálu, která v tomto modelu reprezentuje bonitu



potenciálního dlužníka. S poklesem hodnoty vlastního kapitálu tedy obecně klesá dostupnost cizího kapitálu a naopak.

Jsou-li firmy zasaženy např. negativním poptávkovým šokem, ekonomika se dostala do recese, automaticky klesne produktivita firem, protože se stejným objemem výrobních faktorů, budou produkovat menší množství výstupu. Tento pokles produktivity se automaticky odrazí v poklesu čistého jmění firem, tedy poklesem tržní hodnoty kapitálu. Pokles jejich bonity se projeví zhoršeným přístupem k cizím zdrojům a tedy celkově nižším objemu zdrojů pro investice do fyzického kapitálu, které proto klesnou. Nižší zásoba kapitálu se při nižší produktivitě dále projeví poklesem hodnoty čistého jmění. To se dále odrazí v nižší poptávce po kapitálu. Tento proces se označuje jako statický multiplikační efekt.

Celkově nižší poptávka po kapitálu povede k poklesu jeho tržní ceny, což se samo o sobě opět odrazí (vedle předchozího efektu) v nižší hodnotě vlastního jmění, což dále bude snižovat bonitu firem a zhoršovat jejich přístup k úvěrům. Vytvoří se proto další tlak na pokles poptávky po kapitálu. Tento efekt, který popisuje vliv změny ceny kapitálu na čisté jmění a poptávku po kapitálu se označuje jako dynamický multiplikační efekt.

Z obou efektů plyne, že vliv recese na bonitu dlužníků zhoršuje jejich přístup k úvěrům, což dále zhoršuje jejich finanční pozici a jejich možnosti investovat. Tím se automaticky dále projevuje zhoršením původního negativního šoku v podobě recese ekonomiky. Recese ekonomiky je tedy v důsledku těchto efektů ve finále silnější. Analogicky by bylo možné charakterizovat zesilující efekty v případě expanze ekonomiky.

Situace je ze širšího pohledu dále komplikována asymetrií informací na úvěrovém trhu. S ohledem na omezené informace, které banky o svých dlužnících mají, což zvyšuje skutečné náklady na poskytování dluhu, nejsou některým firmám zdroje poskytnuty vůbec, i kdyby byly ochotny zaplatit danou vyšší úrokovou sazbu z dluhu. Pokud tedy navážeme na situaci recesi ekonomiky, zhoršující se bonita firem samozřejmě povede k tomu, že úrokové sazby na úvěry porostou, porostou tedy náklady dluhu a společně s tím některé firmy na dodatečné úvěry nedosáhnou vůbec, i kdyby byly ochotné vyšší úrokové míry zaplatit, protože z důvodu nedokonalých informací jsou pro banky příliš rizikové. Nedochází tedy pouze k růstu ceny dluhu ale rovněž ke kvantitativnímu omezení nabídky úvěrů.

V období expanze naopak náklady na úvěry klesají, protože klesají úrokové sazby z dluhu, a vedle toho na úvěry dosáhnou i firmy, které v období recese k úvěrům přístup nemají. Tato skutečnost pak dále zvyšuje výkyvy ekonomiky, ať již v období recese či expanze.

Na investiční rozhodování má podstatný vliv vývoj míry systematického rizika ekonomiky, neboť vyšší míra systematického rizika se automaticky překlápí do vyšší požadované výnosnosti investic i do vyšších úrokových sazeb z dluhu. Jedno i druhé pak snižuje investiční aktivitu ekonomiky. V expanze je situace přesně opačná.

Vývoj míry systematického rizika lze zachytit prostřednictvím společného pohybu celé ekonomiky (růstu spotřeby, HDP, průmyslové produkce, atd.) a výnosnosti kapitálového trhu. Silnější míra závislosti mezi vývojem reálné a finanční ekonomiky se překlápí do vyšší míry systematického rizika a požadavku vyšší výnosnosti investic.



Na vývoj míry rizikovosti lze rovněž pohlížet prostřednictvím termínových premií, které zachycují rozdíl mezi úrokovými sazbami na produkty s relativně delší dobou splatnosti a úrokovými sazbami s kratší dobou splatnosti. Růst rozdílu jejich výnosností potom znamená, že ekonomické subjekty požadují na dlouhodobějších splatnostech relativně vyšší zhodnocení, což odráží rostoucí míru nejistoty, kterou vnímají.

15.2 Veřejný dluh: dlouhodobé efekty fiskální politiky

První pasáž této části se věnuje analýze vývoje výdajů veřejných rozpočtů vybraných evropských zemí v letech 2006 až 2015 a způsobům jejich pokrytí (daněmi, dluhovým financováním). Na tento rozbor navazuje analýza vývoje deficitů veřejných rozpočtů a vývoje veřejných dluhů těchto zemí.

Druhá část výkladu je věnována zkoumání alternativních pohledů na dlouhodobé dopady veřejného dluhu na výši národních úspor a následně pak na dynamiku ekonomického růstu. Zkoumán je zde jednak standardní pohled a jednak Barrovova- Richardova hypotéza ekvivalence.

Třetí část výkladu se zabývá otázkou, jaké maximální výše může deficit veřejných rozpočtů dosáhnout, pokud nemá docházet k tomu, aby se zvyšoval podíl veřejného dluhu na hrubém domácím produktu (HDP). Z výkladu pak plyne, že podíl veřejného dluhu na HDP se nezvýší, pokud je deficit veřejných rozpočtů stejný nebo nižší než součin tempa růstu nominálního HDP a velikosti veřejného dluhu.

V poslední části kapitoly jsou naznačeny některé metody, které vlády mohou uplatnit při své případné snaze snížit výši veřejného zadlužení. V textu je uvažováno a analyzováno zvýšení daní, pokles veřejných výdajů, monetizace veřejného dluhu a restrukturalizace veřejného dluhu včetně s ní spojené extrémní situace, jímž je státní bankrot.

15.3 Euro a eurozóna

V této části kapitoly výklad směřuje do dvou oblastí. První část popisuje vznik Eura na pozadí historických a ekonomických událostí, resp. jednotlivých etap, které směřovaly k vzniku Hospodářské a měnové unie. Rozpad brettonwoodského systému urychlil integrační tendence v evropském prostoru a jedním z důležitých prvků byly ambice zavést jednotnou společnou měnu – Euro. Výklad je směřován na jednotlivé klíčové etapy, které jsou spojené s vytvořením společného projektu jednotné evropské měny. V první fázi výklad směřuje na problémy, které byly spojeny s rozpadem brettonwoodského systému a volatilitu bilaterálních měnových kursů evropských zemí. Za klíčový je považován vznik Evropského měnového systému v roce 1979, který byl základním kamenem pro vznik společné jednotné měny a byl založen zejména na vzniku společné měnové jednotky ECU a Mechanismu směnných kursů (ERM). Projekt Hospodářské a měnové unie byl završen podepsáním Maastrichtské smlouvy, která zahrnovala základní prvky měnové unie a konkretizaci jednotlivých etap nutných pro zavedení Eura. Důležitou součástí Maastrichtské smlouvy byly podmínky, za kterých daná země může přijmout společnou měnu – tzv. konvergenční kritéria (kritérium cenové stability, kritérium stability nominálních úrokových sazeb, kritérium stavu veřejných financí – veřejný dluh a veřejného dluhu). Konvergenční kritéria navíc zahrnovala kritérium stability měnového kurzu a účasti v mechanismu směnných kurzů (ERM II). V dalším výkladu je poukazováno na problémy, které byly spojené se zavedením Evropské měnového systému a systému ERM (vystoupení zemí z ERM a spekulativní útoky na některé měny, které vedly k devalvaci), ale také, že ne všechny země se tohoto



projektu rozhodly účastnit (Spojené království a Dánsko měly podle Smlouvy o Evropském společenství výjimku a nemusely se tak účastnit plného projektu Hospodářské a měnové unie – rozhodly se Euro nepřijmout). Vrcholnou fází zavedení jednotné měny byl rok 1999, kdy společnou měnu Euro přijalo jedenáct zemí, ke kterým v průběhu dalších let přistoupilo dalších 8 zemí. V současné době tak společnou měnu euro přijalo 19 zemí z celkového počtu 28 zemí Evropské unie. Je důležité však připomenout, že Euro je oficiálním platidlem i pro země, které nejsou součástí Evropské unie (např. Vatikán, San Marino, Monako a další).

Další část výkladu se zaměřuje na problematiku Eura, která je relevantní pro Českou republiku. Česká republika se v rámci přístupových smluv zavázala přijmout Euro. Tato skutečnost, která znamená jisté omezení národní suverenity v podobě ztráty samostatné měny, má na jedné straně určité ekonomické náklady a na druhé straně ekonomické přínosy. V této části jsou uváděny hlavní přínosy a problémy, které jsou spojeny s přijetím Eura. Mezi ně zařazujeme: 1) odstranění kurzového rizika, které v situaci silné závislosti české ekonomiky na exportu (a současně importu) do Evropské unie umožňuje lépe plánovat firmám obchodní aktivity a odstranit náklady spojené s případným zajišťováním vůči kurzovému riziku, 2) snížení transakčních nákladů spojené s konverzí měn, 3) společná měnová politika, která může představovat náklad v podobě ztráty autonomie samostatné měnové politiky, společná měnová politika nemusí vyhovovat aktuálním potřebám české hospodářské politiky (v této souvislosti je nutné uvést teorii optimálních měnových zón, která poukazuje a analyzuje „výhodnost“ společné měny), 4) peněžní náklady v podobě jednorázových nákladů na zavedení Eura, ale také na finančním podílu v Evropském stabilizačním mechanismu, který má řešit problémy některých zemí (vysoké deficity státních rozpočtů, problémy národních bank, zajištění finanční stability apod.). Na závěr výkladu jsou diskutovány ekonomické teorie, které se zabývají problematikou výhodnosti společné měny a jsou tak významné pro Českou republiku. Jde zejména o teorii optimálních měnových zón, resp. důležitých předpokladů, za kterých je výhodné mít společnou měnu. Kromě původní práce R. Mundella jsou uváděny navazující práce McKinnona, které tento problém rozvíjejí o kritérium stupně otevřenosti ekonomik a následně příspěvek amerického ekonoma Kenena týkající se diverzifikace produkce v domácí ekonomice.