

Vysoká škola ekonomická v Praze

Národohospodářská fakulta

Hlavní specializace: Hospodářská politika



ANALÝZA VYBRANÝCH
MAKROEKONOMICKÝCH SOUVISLOSTÍ
ZADLUŽENOSTI POLSKÉ A ČESKÉ
EKONOMIKY V OBDOBÍ LET 2000-2010

diplomová práce

Autor: Marek Jež

Vedoucí práce: doc. PhDr. František Petrášek, CSc.

Rok: 2012

Prohlašuji na svou čest, že jsem diplomovou práci vypracoval samostatně a s použitím uvedené literatury.

Marek Jež

V Praze, dne 27. 8. 2012

Poděkování

Na tomto místě bych rád poděkoval doc. PhDr. Františku Petráškovi, CSc., za podnětné připomínky, odborné vedení a vstřícný přístup při zpracování této diplomové práce.

Abstrakt

Diplomová práce se zabývá analýzou vývoje rychlého tempa zadlužování polské a české ekonomiky v letech 2000 až 2010. Koncentruje se přitom na nejvíce zadlužené sektory domácností a vládních institucí. Diplomová práce identifikuje příčiny dynamického zadlužování zmíněných sektorů v obou ekonomikách. Výsledkem analýzy je také zhodnocení vlivu úvěrové expanze na růst HDP. Hodnocení vychází z dostupných údajů z databází statistických úřadů a centrálních bank. Příčinou zadlužování domácností je souběh několika faktorů jak na straně poptávky, tak nabídky. Klíčovým faktorem je zřejmě uvolněná monetární politika centrální banky. Příčinou zadlužování sektoru vládních institucí jsou především každoročně vytvářené deficity státního rozpočtu a udržování tak expanzivního charakteru fiskální politiky. Zadlužování tedy dodatečně stimulovalo ekonomiky v již tak růstovém období.

Klíčová slova

zadlužování domácností, zadlužování vládních institucí, hospodářská politika, hospodářský růst

JEL klasifikace/JEL classification

D900, H600, E600, E500

Abstract

The thesis deals with the analysis of the development of the fast-paced debt growth of Polish and Czech economies in the years between 2000 and 2010. It focuses on the most debt-ridden sectors; those of households and government institutions. The thesis identifies the causes of the dynamic debt increase of these sectors in both economies. The outcome of the analysis is also the evaluation of the debt expansion influence on the growth of GDP. The evaluation is based on the available data from the databases of statistical offices and central banks. The cause behind the debt of households is a confluence of several factors both on the part of demand and offer. Apparently, the key factor is the relaxed monetary policy of the central bank. The cause of government institutions debt are predominantly the annually created state budget deficits, and thus maintained an expansive character of the fiscal policies. Debt therefore additionally stimulated the economies in what already was a period of growth.

Keywords

household indebtedness, general government indebtedness, economic policy, economic growth

Obsah:

Úvod	1
1. Teoretická východiska	3
1.1. Úvěrová expanze.....	3
1.2. Teorie peněz a úvěrová expanze	4
1.2.1. Vznik peněz	4
1.2.2. Endogenní teorie peněz	5
1.2.3. Exogenní teorie peněz.....	6
1.3. Zadluženost a spotřeba.....	7
1.3.1. Keynesiánská spotřební funkce.....	8
1.3.2. Model mezičasové volby	8
1.3.3. Hypotéza životního cyklu	9
1.3.4. Hypotéza permanentního důchodu	10
1.4. Hospodářská politika	10
1.4.1. Stabilizační funkce monetární politiky	11
1.4.2. Stabilizační funkce fiskální politiky.....	16
1.5. Hospodářská politika a růst HDP	19
1.5.1. Aktivistická hospodářská politika	19
1.5.2. Pasivní hospodářská politika	22
2. Zadlužování České a Polské ekonomiky.....	24
2.1. Vývoj zadlužování domácností v ČR a Polsku	26
2.2. Příčiny zadlužování sektoru domácností	36
2.2.1. Poptávkové faktory	37
2.2.2. Nabídkové faktory	40
2.2.3. Úrokové sazby	41

2.3.	Vývoj zadlužování vládního sektoru v ČR a Polsku	48
2.4.	Příčiny zadlužování vládního sektoru.....	59
2.4.1.	Státní rozpočet	59
2.4.2.	Ostatní vlivy	65
3.	Makroekonomické souvislosti zadlužování	68
Závěr		88
Přílohy:		92
Zdroje:		93

Úvod

Zadlužování a dluhy jsou stejně staré jako lidstvo samo. Už u starověkých civilizací nacházíme doložené záznamy o existenci dluhů od nejnižších společenských vrstev přes všechny společenské třídy až po panovníka, který představuje fakticky stát. Nadměrné dluhy přivodily v historii lidstva nejednu válku, nejednu revoluci, nejednu vzpouru, nejeden pád. Obezřetně použitý dluh je dobrý sluha, ale lehce se může vymknout z rukou a stává se z něj zlý pán. Slova jako dluh, zadlužení, dluhová krize nemizí z titulku novin ani prestižních ekonomických listů. Naopak v souvislosti s předlužeností celé řady ekonomik je nacházíme téměř všude a současný fenomén dluhu zaměstnává politiky i ekonomy na celém světě.

Ekonomiky v posledních letech zažívaly období ekonomického rozkvětu, docházelo k nárůstu bohatství společnosti jako nikdy v dějinách. Pozitivní výhledy do budoucna, liberalizace obchodu a dostatek zdrojů se staly základem dynamického růstu domácího produktu mnoha zemí. Po vypuknutí hypoteční krize v USA v roce 2007 obdržel ekonomický rozmach bolestnou ránu. Ukázalo se totiž, že toxická aktiva spojená s hypotečním trhem ve Spojených státech jsou rozsetá po celém světě přes finanční deriváty a vzájemné obchody bank a finančních institucí. Kolabující investiční i komerční banky způsobily navíc finanční krizi, která vyústila v hospodářskou recesi celé řady ekonomik. Krize na hypotečním trhu ve Spojených státech paradoxně napomohla k vystřízlivění finančních trhů a odkryla vysokým hospodářským růstem zastíněný problém předlužení mnoha ekonomik.

Česká republika a Polsko zatím nepatří do skupiny nejvíce zadlužených ekonomik. Ovšem v období let 2000 - 2010 je u obou států patrný výrazný nárůst dynamiky zadlužování. V souvislosti s dluhy je nejčastěji v odborných kruzích diskutován sektor vládních institucí. V posledních letech se ovšem nárůst zadlužování týká také domácností, které jsou schopny v případě předlužení významně narušit ekonomickou stabilitu země. Diplomová práce se soustředí především na sektory vládních institucí a domácností, tedy na sektory, které se staly po roce 2000 hlavními tahouny zadlužování v obou zemích.

Analyzované ekonomiky si v posledních zvláště úspěšných letech pomáhaly k ještě většímu růstu externími zdroji v podobě dluhů. Docházelo tak k současnému zvyšování investic a spotřeby na úkor budoucnosti. Stimulace produktu generováním dluhů ovšem nemůže trvat věčně. Po určité době se ekonomické subjekty předluží a nastane nevyhnutelný propad spotřeby, investic a následně HDP. Krátkodobě tedy zcela jistě úvěrová expanze napájená novými úvěry přispívá k růstu HDP (bohatství). Tento stav ovšem není dlouhodobě udržitelný, a to co do určité doby pomáhalo hospodářskému růstu, se může stát těžkým břemenem.

Analýza je zaměřena na dvě sousedící země Českou republiku a Polsko. Jedná se o dva podobné státy, které ovšem již v dobách socialistického společenství procházely rozdílným vývojem a stejně tomu bylo v době celosvětové stagnace, kdy Polsko jako jediná z evropských zemí nezaznamenala recesi.

Cílem diplomové práce je analýza a komparace zadluženosti sektoru domácností a vládních institucí v České republice a Polsku a následné určení hlavních příčin silné úvěrové expanze posledních let v obou sektorech. Zvláštní důraz je v práci kladen na hospodářskou politiku, která je schopná zásadním způsobem ovlivňovat vývoj v celé ekonomice. Součástí práce je zhodnocení vlivu úvěrové expanze na tvorbu HDP.

Diplomová práce se dělí na tři základní části. První část se věnuje teoretickému vymezení zadluženosti, zaměřuje se na vznik peněz a limity expanze úvěrů. Dále přibližuje základní faktory definované ekonomickou teorií mající vliv na spotřebu, klíčovou z pohledu zadluženosti. V závěru se věnuje vlivu jak monetární tak fiskální politiky na vývoj celé ekonomiky a přibližuje dva zcela protichůdné názory na její realizaci, a to v pojetí rakouské a keynesiánské ekonomické školy.

Úvod druhé části se věnuje vývoji a analýze zadlužování sektoru domácností a vlády v letech 2000 až 2010 jak v České republice, tak v Polsku. Následně je provedena identifikace základních příčin uvedeného vývoje v obou ekonomikách.

Poslední část diplomové práce hodnotí vliv úvěrové expanze na základní makroekonomické veličiny především na tvorbu HDP.

1. Teoretická východiska

1.1. Úvěrová expanze

Když člověk poprvé rozpoznal hodnotu věcí a začal je směňovat za jiné, otevřela se mu současně úžasná možnost půjčovat si od druhých a zvyšovat tak svoje aktiva. S vynálezem všeobecně akceptovaného ekvivalentu možnosti půjček dále vzrostly, až dosáhly současných rozměrů následkem vzniku peněz a finančních trhů všeobecně.

Snad žádná generace nebohatla tak prudce a rychle jako ta naše. Jak je známo, peníze cestují časem. Stát a občan si mohou půjčit z budoucnosti, anebo naopak si užívat v minulosti našetřenou peněžní zásobu. Ekonomické subjekty si poslední dobou půjčují stále více od své vlastní budoucnosti, aniž si mnohdy dělají starost, jak tyto půjčky uhradí.¹

Kdo si vlastně nejvíce půjčuje a proč? Jsou to jednak soukromý sektor a domácnosti, které si tak zvyšují svá aktiva a spotřebu s vidinou splacení půjčky z budoucích rostoucích příjmů. Jednak je to stát, který platí svou hospodářskou politiku z příjmů do rozpočtu a případné schodky rozpočtu financuje dluhem. Pokud tato strategie vychází, dluh je užitečným nástrojem transformace budoucích očekávaných zvýšených příjmů do současné spotřeby, resp. rozšíření aktiv. Horší situace nastane, když budoucí příjmy se nerealizují, resp. budoucí spotřeba příliš naroste. Pak se dluh stane silně rizikovým faktorem.

I když pozornost ekonomů, novinářů i široké veřejnosti bývá upřena k veřejnému dluhu, ten však není zdaleka jediným rizikem. Stejný, a někdy i větší význam má objem a růst soukromého dluhu. Objem soukromých investic a spotřeba domácností jsou ovlivňovány výší a dostupností bankovních úvěrů.² Monetární politika a řízení úvěrových rizik bank a nebankovních institucí tak určují velikost úvěrového trhu soukromého sektoru a domácností. Nízké základní úrokové sazby a nízký práh pro riziko pak způsobí předlužení v soukromém sektoru, které může mít dokonce horší následky než nadměrný veřejný dluh.

Hospodářská politika sledovaných států po celou analyzovanou dobu byla mnohem levicovější než J. M. Keynes. Ten totiž povoloval zadlužování státu jen a pouze v

¹ Sedlaček T., 2010 (1)

² Kohout P., 2011

dobách ekonomických krizí a recesí. V dobách dobrých Keynes naopak diktoval přebytkové státní finance a snižování dluhu. Státy si však z této teorie vzaly jen půlku rady, že stát se může zadlužovat v krizi, a spojily ji s představou, že na maximální růst máme neustálý nárok. Vzniklé pravidlo, které se z tohoto přístupu zrodilo, říká, že stát se může zadlužovat neustále.³

Stát to dělá přes dva základní nástroje: fiskální politiku (možnost zadlužovat) a monetární politiku (možnost tisknout peníze).

Monetární politika přešla z rukou státu do rukou centrálních bank, jež nejsou řízeny politiky. V tomto smyslu je fiskální politika pozadu za monetární. Zatímco politická monetární politika vedla k vysoké inflaci, politická fiskální politika vedla a povede k vysoké zadluženosti. Dokud se politické fiskální politiky nezbavíme, bude vláda za současných podmínek a nastavení pod silným tlakem voličů a v neodolatelném pokušení zadlužovat se i nadále.⁴

Zadlužení vzniklé na základě důkladné analýzy budoucích příjmů a odpovědného hodnocení možného rizika na obou stranách obchodního vztahu, jak u soukromého tak i u veřejného dluhu, přináší ekonomickou výhodu. V opačném případě bývají následky tragické.

1.2. Teorie peněz a úvěrová expanze

1.2.1. Vznik peněz

Peníze začaly vznikat teprve od určitého stupně rozvoje společnosti a obchodu. Hlavní příčinou vzniku peněz byla potřeba snížit transakční náklady spojené s naturální směnou. Účastníci naturální směny se nemuseli shodnout na směňovaném zboží, jeho objemu, což vedlo bezpochyby k zásadní komplikaci směnných vztahů. Jako prostředky pro ulehčení směny se tak začaly nejprve používat komodity, např. dobytek, obilí, sůl nebo kožešiny, které se staly všeobecně akceptovaným ekvivalentem. Za historicky první peníze můžeme považovat mince z drahých kovů, především ze stříbra nebo zlata. Tyto prostředky směny se prosadily zejména v důsledku jejich vzácnosti, trvanlivosti a

³ Sedláček T., 2010 (2), str.11

⁴ Sedláček T., 2010 (3)

dělitelnosti. S rozvojem mincovnictví došlo také k prvnímu rozvoji bankovních operací. Banky přijímaly drahé kovy do úschovy a vydávaly potvrzení o jejich uložení. Tato potvrzení představovaly historicky první formy bankovek. Byly převoditelné na další osoby, a tedy vhodné jako prostředek směny. Další rozvoj peněžního systému a bankovníctví ukázal, že pro peněžní transakce není fyzická přítomnost a vázanost na drahé kovy nutností, ale zcela dostačující je podmínka všeobecného přijímání bankovek jako prostředku směny. Vznikly tak platební prostředky ve formě papírových peněz a neplnohodnotných kovových peněz, které jsou v podstatě směnkami nebo dluhopisy příslušné banky. Tímto způsobem došlo k zániku samoregulačních mechanismů množství peněz v ekonomice a vzniku možnosti nekontrolované úvěrové expanze.⁵ Do jaké míry je úvěrová expanze neomezená a jakou roli v současné ekonomice sehrávají peníze, se snaží vysvětlit následující dvě protichůdné teorie.

1.2.2. Endogenní teorie peněz⁶

Jako historické předchůdce teorie endogenních peněz můžeme označit představitele bankovní školy ve Velké Británii na počátku 19. století, švédského marginalistu K. Wiksella nebo J. M. Keynese. Dalšími pokračovateli této teorie byli někteří postkeynesianci, kteří tak reagovali počátkem 70. let 20. století na monetaristickou koncepci. Jako základ pro jejich úvahy posloužily především myšlenky J.M. Keynese. Podle endogenní teorie peníze nejsou tvořeny centrální bankou (exogenně), ale vznikají zcela nezávisle samotnou aktivitou ekonomických subjektů. Zcela zásadní je při tom proces úvěrování komerčními bankami. Komerční banky v tomto modelu tak nejsou pouze finančními zprostředkovateli, ale plní mnohem důležitější funkci – funkci tvůrce peněz. Peníze tak vznikají v komerčních bankách (endogenně) v momentě, kdy banka poskytne svému klientovi úvěr. *„Peníze jsou tvořeny ve formě účetního zápisu a není tedy podstatné, zda jsou před poskytnutím úvěru přijaty peníze ve formě vkladu.“* (Jílek, 2004)

Původně byla endogenita peněz chápána jako absolutní, často označována jako horizontalismus⁷. Komerční banky podle této teorie poskytnou úvěr všem žadatelům a bankovní peníze vznikají a zanikají podle potřeby dané ekonomiky. *„Bankovní soustava*

⁵ Jílek J., 2004, str.17-26; Polouček S., 2009, str. 45-47

⁶ Koderová J., 2008, str. 175-201

⁷ nabídka peněz je absolutně elastická

může tvořit bankovní peníze prostřednictvím úvěrové kreace „z ničeho“ (ex nihilo) vždy v potřebném množství daném hospodářským vývojem.“ (Koderová, 2008, str. 176) Centrální banka zde vystupuje v roli zapůjčovatele poslední instance. Uskutečňuje akomodativní monetární politiku a uspokojuje poptávku komerčních bank po likviditě při jakékoliv úrokové míře. Nabídka peněz je tak zcela určována poptávkou po úvěrech. Centrální banka může ovlivňovat nabídku peněz pouze nepřímo přes diskontní sazbu, která následně ovlivňuje poptávku po úvěrech. V tomto pojetí jsou role centrální banky a komerčních bank velmi pasivní.

V současnosti většina postkeynesiánců považuje teorii absolutní endogenity peněz jako příliš extrémní pohled a jakýsi první náhled do endogenní teorie peněz. Přiklánějí se více k jejímu relativnímu pojetí. V relativní teorii endogenity peněz hraje bankovní soustava mnohem důležitější a aktivnější úlohu. Úvěrová kreace je chápána v kontextu interakce mezi ekonomickými subjekty (centrální banka, komerční banky, firmy a domácnosti). Nabídka peněz není určována jen poptávkou po úvěrech, ale také komerčními bankami na základě posouzení úvěruschopnosti žadatelů. Komerční banky se tak rozhodují podle míry rizika spojeného s klientem, stanovují vyšší úrokové míry (případně jiné podmínky) nebo žadatele o úvěr úplně odmítnou. Nabídka peněz je v takovém případě dokonale elastická jen do určité úrovně. V tomto pojetí může centrální banka nepřímo ovlivňovat množství peněz v oběhu nejen stanovením diskontních sazeb, ale také administrativními nástroji (bankovní dozor, regulační opatření). Avšak hlavní faktor ovlivňujícím množství peněz v ekonomice zůstává v rukou ekonomických subjektů a jejich poptávky po úvěrech. Růst peněžní zásoby není v tomto pojetí stimulem k vyšší výrobě, ale pouze indikátorem rozhodnutí ekonomických subjektů.

1.2.3. Exogenní teorie peněz

Podle této teorie peníze nevznikají uvnitř ekonomiky v komerčních bankách podle aktuální poptávky ekonomických subjektů po úvěrech. Naopak nabídka peněz je určována exogenně a její ovlivňování má plně v rukou centrální banka. Exogenita peněz vycházela tradičně z kvantitativní teorie peněz, která byla postavena na systému komoditních peněz (peníze z drahých kovů). Teorie prodělala postupem času celou řadu úprav, nejvíce ji však reformulovali a rozpracovali monetaristé v čele s M. Friedmanem. Kvantitativní teorii

peněz můžeme obecně vysvětlit Fisherovou rovnicí směny – $MV=PY$. Levá strana rovnice vyjadřuje nabídku peněz a pravá strana poptávku po penězích. Podle Friedmanovy, tzv. nové kvantitativní teorie peněz, je poptávka po penězích relativně stabilní, a proto agregátní poptávka bude ovlivněna především nabídkou peněz. Nabídka peněz je podle Friedmana exogenní veličinou a do značné míry nezávislou na fungování ekonomiky. Je determinována centrální bankou a její monetární politikou přes měnovou bázi a peněžní multiplikátor. Proto centrální banka, za předpokladu stabilní rychlosti oběhu peněz (V), pomocí řízení množství peněz (M), dokáže ovlivňovat cenovou hladinu a reálný produkt (P, Y). Změny množství peněz v ekonomice vyvolají změny v nominálním produktu tak, že se nejprve projeví ve změnách reálného produktu a teprve poté v dlouhém období (cca 12-18 měsíců) se projeví ve změnách cenové hladiny. Nová kvantitativní teorie peněz se tedy staví v krátkém období proti neutralitě peněz a penězům připisuje poměrně silné reálné účinky. Ovšem v dlouhém období teorie neutralitu peněz předpokládá, jelikož změny nabídky peněz se projeví pouze v cenové hladině.

Ve Friedmanově pojetí je tržní ekonomika stabilní systém a změny v nabídce peněz jsou pro ekonomiku šokem vyvolávajícím nerovnovážné situace, které se projevují v krátkém období cyklickými výkyvy produktu a v dlouhém období v cenové hladině. Inflaci tak monetaristé chápou jako výlučně peněžní jev a navrhuji pravidlo stálého mírného růstu množství peněz, které by odpovídalo růstu reálného produktu a zajistilo tak stabilitu cenové hladiny.⁸

1.3. Zadluženost a spotřeba

Spotřeba domácností tvoří klíčovou část užití hrubého domácího produktu ve většině ekonomik. Domácnosti změnou svého spotřebního chování, posílením nebo poklesem poptávky po zboží a službách, zásadně ovlivňují ekonomický růst dané země. Následující část se tak bude věnovat domácnostem a teoretickému vysvětlení jejich spotřebního chování.

⁸ Holman R., 2001, str. 433-435; Jílek J., 2004

1.3.1. Keynesiánská spotřební funkce

Podrobnou analýzou spotřeby se ve své knize Obecná teorie zaměstnanosti, úroku a peněz zabýval britský ekonom J.M.Keynes. Vznikla tak keynesiánská spotřební funkce vysvětlující závislost mezi spotřebou a disponibilním důchodem. Podle tohoto modelu jsou příjmy rozdělovány mezi úspory a spotřebu. V případě zvýšení příjmu dochází také ke zvýšení spotřeby ovšem v menším rozsahu. Teorie tak předpokládá s růstem důchodů klesající podíl spotřeby. Keynesiánska spotřební funkce je vyjádřena ve tvaru:

$$C=C_A + c Y_d$$

Celková spotřeba se skládá z autonomní složky⁹ (C_A), která nezávisí na důchodu, ale může být ovlivněna úrokovou mírou a indukované složky ($c Y_d$), která se mění v závislosti na změně důchodu. S růstem důchodu dochází k poklesu průměrného sklonu ke spotřebě, jelikož proměnná (c)¹⁰, vyjadřující mezní sklon ke spotřebě, je v keynesiánském modelu předpokládána konstantní.

Spotřební funkce vyjadřuje nejen zákonitosti individuální spotřeby, ale také spotřeby na agregátní úrovni. Podle této teorie tak v ekonomice dochází s růstem národního důchodu k poklesu podílu spotřeby na národním důchodu. Tento závěr ovšem svou analýzou reálné situace zpochybnil americký ekonom S. Kuznets. Vysvětlení spotřeby keynesiánskou spotřební funkcí se v současnosti připouští pouze v krátkém období.

K vysvětlení dlouhodobé spotřební funkce se v současnosti používají následující 3 teorie, které se navzájem doplňují a vytvářejí tak ucelenou teorii spotřeby.¹¹

1.3.2. Model mezičasové volby

První model, který se snaží o vysvětlení funkce spotřeby a objasnění tak, jakým způsobem se člověk rozhoduje ve spotřebě, je model mezičasové volby amerického ekonoma I. Fishera. Podle tohoto modelu je zásadním faktorem ovlivňujícím spotřebu individuální časová preference ohledně přítomné a budoucí spotřeby. Preference je ve Fisherově modelu vyjádřena ve formě soustavy indiferenčních křivek. Každá

⁹ Výdaje, které musí být vynaloženy bez ohledu na výši důchodu.

¹⁰ Poměr přírůstku spotřeby k přírůstku důchodu, pro mezní sklon ke spotřebě platí $0 < c < 1$

¹¹ Holman R., 2004, str. 35-37

indiferenční křivka tvoří kombinaci současné a budoucí spotřeby se stejnou mírou uspokojení. Dalším důležitým faktorem modelu je mezičasové rozpočtové omezení, které je v modelu vyjádřeno přímkou. Omezení je určováno jak přítomným a budoucím důchodem, tak úrokovou mírou. Závislost vyjadřuje snahu každého jednotlivce dosáhnout co nejvyššího možného uspokojení při daném rozpočtovém omezení.

V případě zvýšení celoživotního důchodu (rozpočtového omezení) dochází také ke zvýšení celoživotní spotřeby, vztah mezi veličinami je přímo úměrný. Vliv změny úrokové míry na spotřebu je určován dvěma protichůdnými efekty - substitučním a důchodovým¹². Jelikož na agregátní úrovni změna úrokové míry ovlivňuje důchody jak věřitelů, tak dlužníků, dochází k vyrušení důchodového efektu. To znamená, že celkově zvýšením úrokové míry dochází vlivem substitučního efektu ke snížení celkové spotřeby (nárůstu úspor) a obráceně. Platí zde tedy inverzní vztah.¹³ „Fisherův model mezičasové volby ukazuje, že přítomná spotřeba je ovlivněna nejen přítomným důchodem, ale též očekávaným budoucím důchodem a úrokovou mírou.“ (Holman, 2004, str. 41)

1.3.3. Hypotéza životního cyklu

Další teorie vysvětlující spotřební funkci je hypotéza životního cyklu, kterou v 50. letech vytvořili F. Modigliani, R. Brumberg a F. Ando. Obdobně jako Fisherův model hypotéza životního cyklu vychází z předpokladu, že spotřeba je ovlivněna jak přítomným, tak i budoucím očekávaným důchodem. Dále však tvrdí, že každý jednatel se snaží rovnoměrně rozložit svou spotřebu během celého života v závislosti na velikosti celoživotního důchodu. Jestliže jednatel je schopen s dostatečnou přesností předvídat velikost svých důchodů, přizpůsobí tomu svojí celoživotní spotřebu, kterou pak již nemění. V podstatě to znamená, že v mládí si člověk na spotřebu půjčuje, jelikož má malé důchody, a do budoucna očekává jejich růst. V produktivním věku, kdy jsou jeho příjmy nejvyšší, svou spotřebu nezvyšuje, jelikož splácí dluhy z mládí a šetří na penzi. Naopak ve stáří spotřebovává naspořené prostředky a nemusí tak snižovat svou spotřebu. Spotřeba

¹² Substituční efekt – úrok je nákladem příležitosti, přítomnou spotřebou obětujeme úrok, který by nám vynášely úspory, zvýšením úrokové míry tak v podstatě dochází ke zdražení přítomné spotřeby,

Důchodový efekt – úrok je důchodem, a proto v reakci na zvýšení úrokové míry můžeme očekávat zvýšení spotřeby

¹³ Holman R., 2004, str. 37-41

jednotlivce tak nezáleží na předvídané změně důchodu, protože s touto změnou již bylo počítáno. Pokud však v průběhu života nastane nečekaná změna výše důchodu, dojde také k optimalizaci celoživotní spotřeby.

Podle výše uvedené hypotézy Modigliani konstatoval, že věková struktura obyvatel bude ovlivňovat podíl úspor a spotřeby na důchodu v dané zemi. Například země s vysokým podílem obyvatel ve středním produktivním věku, budou mít také relativně vysoký podíl úspor a nízký podíl spotřeby na důchodu.¹⁴

1.3.4. Hypotéza permanentního důchodu

Poslední teorií snažící se vysvětlit spotřební funkci je hypotéza permanentního důchodu M. Friedmana z roku 1957. Friedman ve své teorii rozlišuje dvě složky důchodu - permanentní a přechodnou. Podle Friedmanovy hypotézy ke změně spotřeby dochází jen v případě, že jsou spotřebitelé přesvědčeni, že je změna důchodu trvalá (permanentní). V případě, že se jedná jen o jednorázové a krátkodobé navýšení důchodu, ke zvýšení spotřeby prozatím nedojde. Dočasný přírůstek důchodu bude raději uchován jako rezerva pro případný budoucí pokles příjmu. Podle Friedmana tak domácnosti udržují stabilní spotřební zvyklosti nezávisle na tom, zda příjmy krátkodobě přesahují plánované výdaje. Pro krátké období je charakteristický klesající sklon ke spotřebě, zatímco pro dlouhé období je sklon ke spotřebě stálý. Je to zapříčiněno tím, že spotřeba reaguje jen na změnu permanentního důchodu a v krátkém období si spotřebitelé nejsou jisti, zda jde o změnu trvalou nebo jen o dočasný efekt. V důsledku krátkodobé změny je pak spotřeba ovlivněna jen minimálně. Z výše uvedené argumentace vyplývá, že spotřeba je poměrně stabilní a citlivější na změnu důchodů v dlouhém období.¹⁵

1.4. Hospodářská politika

Hospodářská politika je schopná zásadním způsobem měnit strukturu ekonomiky a ovlivňovat tak její chod. Dokáže ovlivňovat výkyvy v hospodářské aktivitě pomocí stabilizační politiky a prorůstové politiky. Stabilizační politika se snaží vyhlazovat hloubku

¹⁴ Holman R., 2004, str. 41-44

¹⁵ Holman R., 2004, str. 44-48

a délku hospodářského cyklu. Zatímco prorůstová politika klade důraz především na dlouhodobý ekonomický růst.¹⁶

Stabilizační politice jde především o aplikaci vhodných monetárních a fiskálních nástrojů ve snaze dosáhnout stabilního makroekonomického prostředí. Samotný koncept a rozsah stabilizační politiky je předmětem mnoha sporů a jednotlivé ekonomické školy se nemohou shodnout na vhodném přístupu. Na jedné straně je v zájmu stabilizace ekonomiky obhajován vládní intervencionalismus, na straně druhé je prosazován přístup co nejmenších zásahů do tržního prostředí a obhajován koncept neviditelné ruky trhu.

V současnosti je kladen důraz především na prorůstovou politiku a stabilizační politika byla odsunuta tak trochu do pozadí. Obecným trendem v makroekonomické stabilizační politice je snaha o vytváření takových podmínek, aby se vývoj čtyř hlavních makroekonomických cílů (ekonomický růst, inflace, vnější ekonomické vztahy a nezaměstnanost) vyvíjel co možno konzistentně. Navíc je požadováno, aby bylo dosaženo makroekonomické stability v co nejširším smyslu. To znamená, podniknout další kroky na cestě k omezení nadměrných výkyvů ekonomické aktivity, posilovat vnitřní a vnější rovnováhu a zabránit krizím na finančním trhu.¹⁷ V další části práce si blíže rozvedeme jednotlivé hospodářské politiky.

1.4.1. Stabilizační funkce monetární politiky

Pod pojmem monetární politika si můžeme představit proces, ve kterém se tvůrce měnové politiky za pomoci svých nástrojů snaží dosáhnout stanovených cílů. Jedná se o určitou část hospodářství, která je výlučně v rukou státu. Její faktickou podobu tak jak ji známe dnes, můžeme datovat již do období spojeného s přechodem na neplnohodnotné peníze. Do té doby monetární politika neměla prakticky žádný význam, jelikož množství plnohodnotných peněz bylo omezeno objemem drahých kovů v ekonomice. Automaticky tak bylo dosahováno měnové rovnováhy bez výraznějšího vlivu na cenovou hladinu.¹⁸

Měnová politika byla v minulosti často zapojována do politického cyklu. Politici aktivně využívali možnosti ovlivnit monetární politiku ve snaze dosáhnout svých krátkodobých cílů. Jednoduše tak docházelo ke zneužívání monetární politiky k řešení

¹⁶ Czesaný S., 2006, str. 100

¹⁷ Czesaný S., 2006, str. 101-103

¹⁸ Revenda Z., 2001, str. 80-82

krátkodobých problémů nezaměstnanosti a hospodářského růstu, bez ohledu na dlouhodobé dopady přijaté expanzivní měnové politiky. Takto nárazovitě prováděné zásahy do přirozeného tržního prostředí jsou označovány jako diskreční monetární politika. Ve snaze omezit vliv zájmových skupin a odstranit tak negativní efekty diskreční politiky bylo prosazováno stanovení pravidel při provádění monetární politiky a delegování pravomocí na do určité míry nezávislou instituci. Odpovědnost za měnovou politiku tak byla ve většině zemí státem delegována na nezávislou centrální banku. Avšak míra nezávislosti centrální banky se v jednotlivých zemích liší.¹⁹

Podstatou monetární politiky je regulace operačního cíle za účelem dosažení zprostředkujícího cíle, který následně ovlivňuje stanovené konečné cíle. Operační cíle jsou regulovány prostřednictvím nástrojů monetární politiky a představují samotnou realizaci monetární politiky. Centrální banka se snaží ovlivňovat operační a zprostředkující cíl, jelikož není schopná ovlivňovat konečný cíl přímo.

Nástroje měnové politiky, kterými centrální banka ovlivňuje operační cíle, můžeme rozdělit na přímé a nepřímé. Mezi přímé nástroje můžeme zařadit pravidla likvidity, limity úvěru, úrokové limity, povinné vklady, doporučení a výzvy. Přímé nástroje jsou realizovány formou určitých administrativních zásahů a přímo ovlivňují chování bank a omezují je tak v podnikatelské samostatnosti. Zásahy jsou většinou konstruovány pro určitou banku a jejich účinnost je tak velmi vysoká. Přímé nástroje se však pro svoji netržní formu používají jen výjimečně a většinou u zemí s méně vyspělou ekonomikou. Nepřímé nástroje jsou sice méně účinné, avšak pro svoje plošné působení na bankovní systém a nenarušování tržního prostředí jsou běžněji aplikovány. Nezasahují totiž přímo do rozhodování jednotlivých bank, ale vytvářejí pouze určitý rámec pro jejich aktivitu. Nepřímými nástroji jsou operace na volném trhu, diskontní nástroje, povinné minimální rezervy a kurzové intervence. Nejčastějším nástrojem používaným centrálními bankami jsou operace na volném trhu. Operacemi na volném trhu tzn. dodáváním nebo stahováním likvidity²⁰, dochází k ovlivňování peněžní zásoby nebo krátkodobé úrokové míry.²¹

¹⁹ Kubiček J., 2006, str. 60-73

²⁰ Nákup nebo prodej bonitních cenných papírů centrální bankou.

²¹ Revenda Z., 2001, str. 276-279

Podle aktuální situace v ekonomice je možno realizovat dva základní typy monetární politiky: expanzivní politiku a restriktivní politiku. Při expanzivní monetární politice centrální banka snižuje referenční úrokové sazby, což ovlivňuje ostatní úrokové míry v ekonomice a dochází ke zvýšení peněžní zásoby. Na všeobecné snížení úrokových měr reagují jak obchodní banky, zvýšenou ochotou poskytovat nové úvěry, tak klienti vyšší aktivitou při přijímání úvěru a dochází k růstu spotřeby a investic. Jelikož růst spotřeby a investic se promítá do zvýšení agregátní poptávky, dochází následně ke stimulaci ekonomiky. Expanzivní monetární politika se provádí nejčastěji v období vysokých úrokových měr, slabého růstu, vysoké nezaměstnanosti a v případě, že nehrozí inflace. Naopak v případě zvýšení tržní krátkodobé úrokové míry (restriktivní monetární politika) reagují obchodní banky sníženou ochotou poskytovat úvěry a klienti jsou opatrnější při přijímání nových úvěrů. Dochází tak k poklesu investic, spotřeby a k útlumu ekonomiky. Tato politika se provádí nejčastěji v případě, že se ekonomika začíná přehřívat nebo hrozí nárůst inflace.²²

Proces, který umožňuje přenesení změn v nastavení operačního cíle na konečný cíl, označujeme jako transmisní mechanismus monetární politiky. Transmisní mechanismus působí více cestami, tzv. kanály.²³ Podle Jílka rozlišuje 4 základní transmisní kanály.²⁴

První kanál můžeme označit jako úvěrový. Tento kanál ovlivňuje nabídku úvěrů ze strany bank, jelikož v období s nižší úrokovou mírou banky předpokládají nižší míru rizika selhání dlužníků a jsou tak ochotnější v poskytování úvěrů. Úvěrovým kanálem dochází také k ovlivnění poptávky po úvěrech ze strany domácností a podniků, jelikož ty se rozhodují, zda při dané úrokové míře jsou ochotny si vzít další úvěry (hypoteční, spotřební, na rozvoj podnikání). Snížením úrokových měr očividně dochází ke snížení nákladů dlužníků, snižují se podněty ke spoření a zvyšuje se zbývající část disponibilního příjmu, která může být následně použita na další výdaje za zboží a služby. *„Snížení tržní krátkodobé úrokové míry způsobuje zvýšený zájem o úvěry ze strany domácností a podniků, což zvyšuje peněžní zásobu a potažmo domácí poptávku po domácím zboží a následně zvyšuje inflaci, HDP a zaměstnanost.“* (Jílek, 2004, str. 461).

²² Jílek J., 2004, str. 377-378

²³ Členění transmisních kanálů není v teorii jednotné.

²⁴ Jílek J., 2004, str. 459-467

Druhý kanál můžeme označit jako podnikatelský. Podstatou tohoto kanálu je, že změna úrokové míry ovlivňuje podnikatelskou aktivitu a ta působí jak přímo tak nepřímo (změnou peněžní zásoby) na domácí poptávku. Zvýšená poptávka po zboží a službách následně zvyšuje inflaci, HDP a zaměstnanost.

Další kanál je výdajový a je kanálem preference spotřeby (výdajů) nebo spoření domácností a podniků. Domácnosti a podniky se stále rozhodují jakou část důchodu uspořit a odložit tak současnou spotřebu do budoucnosti a jakou část spotřebovat. *„Snížení tržní krátkodobé úrokové míry způsobuje preferenci výdajů na úkor spoření, což se přímo projeví na zvýšené domácí poptávce po domácím zboží a službách, a proto zvyšuje inflaci, HDP a zaměstnanost.“* (Jílek, 2004, str. 463)

Posledním kanálem je kanál měnového kurzu. Změna krátkodobé úrokové míry působí v důsledku změny rozdílu mezi domácí a zahraniční úrokovou mírou na měnový kurz. Měnový kurz následně ovlivňuje strukturu a ceny zahraničního a domácího zboží a služeb. Snížení úrokové míry tak způsobí oslabení domácí měny a následné zvýšení inflace, HDP a zaměstnanosti.

Centrální banka provádí regulaci množství peněz v ekonomice ve snaze dosáhnout stanovených cílů, které jsou většinou definovány v zákoně o centrální bance příslušné země. Jako nejčastější cíl centrálních bank můžeme označit zabezpečování cenové stability. Centrální banky však mohou sledovat také další cíle, např. podporu ekonomického růstu, zaměstnanosti nebo stabilitu měnového kurzu. Nicméně snaha o dosažení více cílů může vyžadovat protikladná řešení a ta se proto mohou dostávat do vzájemných rozporů. V posledních letech se proto prosazuje ve vyspělých ekonomikách tendence k jednoznačné prioritě cenové stability. Sledování pouze zmíněného cíle je výsledkem převládajícího přesvědčení, že cenová stabilita je základní podmínkou dlouhodobého ekonomického růstu a podpory zaměstnanosti. Centrální banka ve většině zemí tak kromě regulace a dohledu nad finančním trhem pečuje o cenovou stabilitu, jako o svůj hlavní cíl, pomocí monetární politiky.

Pojem cenové stability je poměrně obecný. Jedná se v podstatě o snahu udržet inflaci na úrovni mírného růstu. *„Dosažení a udržení cenové stability, tj. nízkoinflačního prostředí v ekonomice, je trvalým příspěvkem centrální banky k vytváření podmínek pro udržitelný hospodářský růst.“* (ČNB)

Centrální banky při provádění monetární politiky operují v tzv. měnově-politických režimech, které dávají prováděné monetární politice určitý řád a přispívají k pochopení rozhodování centrální banky veřejností.

Mezi základní měnově-politické režimy podle ČNB patří režim s implicitní nominální kotvou, cílování měnové zásoby a měnového kurzu nebo inflace. V současnosti celá řada vyspělých zemí včetně České republiky a Polska používá režim cílování inflace. Jedná se o poměrně nový měnově-politický režim, který jako první začala používat Reserve Bank of New Zealand na počátku 90. let. Tento režim během poměrně krátké doby získal na značné oblibě. Důvodem přechodu na měnově-politický režim cílování inflace byly dobré zkušenosti světových ekonomik při snižování inflace, ale také krize měnového kurzu jako nominální kotvy a zhroucení vztahů mezi růstem peněžní zásoby a inflací.

Podle Jílka (2004, str. 449) centrální banky také podléhají módním trendům a režim cílování inflace je takovýmto novým trendem v oblasti měnové politiky. V režimu cílování inflace se měnová autorita zaměřuje přímo na konečný cíl (cenová stabilita - míra inflace), přičemž roli operativního kritéria hraje krátkodobá úroková míra. Standardně používaná zprostředkující kritéria nejsou používána a tento mezistupeň je překlenut na základě analýz očekávaného inflačního vývoje.²⁵ Hlavními rysy cílování inflace je střednědobost strategie (1-2 roky)²⁶, důkladná analýza, prognóza očekávané inflace a důraz na transparentnost a komunikaci s veřejností, což je zásadní pro vytváření vhodných inflačních očekávání.

Ve vztahu k České republice a Polsku je používána striktní varianta cílování inflace. To znamená, že je vyhlášen explicitní inflační cíl, kterého se centrální banka snaží dosáhnout. Česká republika přešla na režim cílování inflace v roce 1998 a od ledna 2010 je vyhlášen explicitní inflační cíl 2% $\pm$ 1%. Polská centrální banka cíluje inflaci od roku 1999 a snaží se udržovat inflační cíl 2,5% $\pm$ 1%.

Prioritou centrálních bank v současnosti je tak úsilí ovlivnit nabídku peněz v ekonomice především změnou referenční úrokové sazby (krátkodobá úroková míra) a působit tak na cenovou stabilitu, která má vytvářet vhodné podmínky pro ekonomický růst. Akce monetární politiky se však projevují v reálné ekonomice až po určité době.

²⁵ Šmídková K., Hrnčíř M., 1998, str. 208

²⁶ Souvisí se zpožděním mezi opatřeními centrální banky a dopadem na inflaci

Proto centrální banky při svém rozhodování vycházejí především z předpovědí a pravděpodobných scénářů budoucího vývoje. Podle historických zkušeností „*trvá asi jeden rok, než má změna měnové politiky největší dopad na poptávku, a trvá další rok, než tyto změny mají největší dopad na inflaci.*“ (Jílek, str. 471) Délka časových zpoždění a konkrétní dopady, závisující také na mnoha dalších faktorech, jsou však poměrně nejisté. Měnová politika se obecně snaží omezováním vysoké inflace podporovat hospodářský růst a působit tak proticyklicky. Avšak v důsledku velké nejistoty, v níž jsou měnově-politická rozhodnutí činěna, může docházet k tržní distorzi a naopak k procyklickému působení.²⁷

Z transmisního mechanismu je zřejmé, že změna tržní krátkodobé úrokové míry má vliv na inflaci, HDP a nezaměstnanost. Většina ekonomů je přesvědčena, že se HDP a nezaměstnanost po určité době vrací zpět na svou původní úroveň. Podle jejich názoru je tak měnová politika schopná změnami peněžní zásoby krátkodobě ovlivňovat HDP a nezaměstnanost. V dlouhodobém horizontu však nemůže ovlivnit reálný sektor a má vliv pouze na inflaci a měnová politika je tedy neutrální. Část ekonomů však tento názor nezastává a odmítají neutralitu peněz. Jedná se například o zastánce rakouské školy nebo o keynesiánské pokračovatele.²⁸

1.4.2. Stabilizační funkce fiskální politiky

Fiskální politika je součástí hospodářské politiky státu. Reprezentantem státu je vláda, která využívá především státní rozpočet k ovlivňování agregátní poptávky a nabídky, ve snaze vyvolat žádoucí účinky na celkovou produkci (HDP), nezaměstnanost a inflaci. Vláda se tímto snaží záměrně ovlivnit a stabilizovat makroekonomické ukazatele.²⁹

Fiskální politika plní v ekonomice několik funkcí – alokační, distribuční a stabilizační. Alokační funkci můžeme definovat jako snahu vlády o poskytování veřejných statků v požadovaném rozsahu a struktuře. Cílem je dosáhnout efektivnějšího rozmístění zdrojů v případě, že alokace zdrojů tržní cestou nepřináší požadované výsledky nebo k ní

²⁷ Jílek J., 2004, str. 470-473; Rybáček V., 2006, str. 14-15

²⁸ Rybáček V., 2006, str. 15-17

²⁹ Hamerníková B., Maaytová A., 2010, str. 221

vůbec nedochází. Distribuční funkcí rozumíme snahu o pozměnění rozdělení důchodu, které vzniklo spontánně tržními silami. Pod pojmem stabilizační funkce si můžeme představit provádění takových fiskálních opatření, která vedou ke zmírňování průběhu ekonomického cyklu. Právě stabilizační funkci se bude věnovat následující část textu.³⁰

Nástroje používané ke stabilizaci ekonomiky můžeme rozdělit na nástroje diskreční a tzv. automatické stabilizátory. Záměrná diskreční opatření znamenají jednorázová rozhodnutí vlády formou změny zákonů ovlivnit výši vládních výdajů a příjmů (změny soustavy daní, změny daňových sazeb a úlev, apod.) a provést tak fiskální expanzi nebo restrikcí. Diskreční opatření mají charakter nárazových opatření, ovšem působí až s určitým časovým zpožděním, což snižuje jejich účinnost. Automatické stabilizátory jsou zabudované přímo do ekonomiky na delší dobu a samy (automaticky) bez nutnosti dalších zásahů vlády ovlivňují velikost agregátních výdajů. Jedná se, např. o daně ze zisku, podporu v nezaměstnanosti, sociální podporu. V případě, že se ekonomika ocitne v recesi, dochází vlivem poklesu zisků ke snížení daňového zatížení, k výplatě sociálních dávek a podpor v nezaměstnanosti, a tedy k automatické fiskální expanzi. Je-li ekonomika v růstové fázi, dochází k opačnému efektu a fiskální restrikcí.³¹

Podle toho v jaké fázi hospodářského cyklu se daná ekonomika právě nachází, přistupuje vláda ke stabilizačním opatřením, která mohou mít charakter expanzivní, restriktivní nebo neutrální. Expanzivní fiskální politika má za cíl pomocí zvýšení výdajů ze státního rozpočtu nebo snížením daní podpořit poptávku a zvýšit tak HDP a zaměstnanost. Expanzivní fiskální politika se většinou aplikuje v období recese a nedostatečného růstu. Důsledkem této politiky bývá velmi často zvýšená inflace a deficit státního rozpočtu. Restriktivní fiskální politika se používá v případě vysoké inflace, v době kdy je potřeba utlumit přehřívající se ekonomiku. Pro tuto politiku je charakteristické snižování vládních výdajů a zvyšování příjmů státního rozpočtu především zvyšováním daní. Dochází tak ke snížení tempa růstu HDP a nárůstu nezaměstnanosti. Důsledkem fiskální restrikce je přebytek státního rozpočtu nebo snížení jeho deficitu.³²

Prostřednictvím změny vládních výdajů nebo daní může vláda ovlivňovat agregátní poptávku, která v závislosti na tvaru křivky agregátní nabídky stimuluje hospodářský růst.

³⁰ Kubiček J., 2006, str. 44-53

³¹ Hamerníková B., Maaytová A., 2010, str. 221-230

³² Peková J., 2011, str. 465

Nicméně míra účinnosti fiskální politiky na agregátní poptávku je velmi diskutabilní. Podle klasické teorie je účinek fiskální politiky odvislý od multiplikačního efektu a efektu vytěsňování³³. Rozlišujeme tři druhy multiplikačních efektů – vládních výdajů, transferů a daní.

Multiplikační efekt vládních výdajů znamená, že nárůst vládních výdajů vyvolá nárůst domácího produktu v mnohem větší míře. Je to způsobeno tím, že „*vládní výdaje vyvolají přírůstek důchodů, které jsou z části vydány na spotřebu, čímž vyvolávají další přírůstek důchodů atd., dokud se multiplikační efekt nevycherpá*“ (Holman, 2004, str. 244). Multiplikační efekt vládních transferů nepůsobí na domácí produkt přímo, ale zprostředkovaně. Vládní výdaje jsou distribuovány domácnostem a ty teprve rozhodují, jaká část bude vydána na spotřebu. Vládní výdaje ve formě transferů tak mají menší dopad na domácí produkt než přímé vládní výdaje.

Co se týče multiplikačního efektu daní, působí stejně jako multiplikační efekt transferů pouze s tím rozdílem, že je zde nepřímý vztah mezi změnou daní a růstem produktu. To znamená, že zvýšení daní vyvolá multiplikační pokles důchodu a následný pokles domácího produktu.

Druhým již zmíněným účinkem je efekt vytěsňování, který působí proti multiplikačnímu efektu. V případě, že vláda zvýší výdaje a financuje je dluhově, zvýšená poptávka po úvěrech ze strany státu zapříčiní růst úrokových sazeb. Vyšší úroková míra následně zapříčiní snížení soukromé spotřeby a investic. Vládní výdaje tak vytěsní soukromou spotřebu a investice. Ovšem za předpokladu, že se jedná o otevřenou ekonomiku, nastane pokles čistého vývozu zboží a služeb. „*Zvýšení vládních výdajů (nebo zvýšení transferů nebo snížení daní) na jedné straně vyvolává multiplikační efekt, který zvyšuje domácí produkt, ale na druhé straně vyvolává efekt vytěsňování, který snižuje domácí produkt*“ (Holman, 2004, str. 246).

Podle jiného přístupu, tzv. Ricardovy-Barroovy teorie fiskální politika (schodek státního rozpočtu) nemá vliv na výši agregátní poptávky a celkového produktu. Předpokladem Ricardovy-Barroovy teorie je racionální očekávání lidí a hypotéza životního cyklu. Podle této teorie tak dluh státního sektoru a soukromý dluh jsou dokonale zaměnitelné. Ekonomické subjekty totiž předvídají budoucí souvislosti a jsou si vědomy,

³³ Holman R., 2004, str. 243-248

že dnes vznikající deficit budou nuceny v budoucnu splácet ve formě vyšších daní. Očekávaná výše budoucích daní se tedy rovná současnému deficitu. V důsledku těchto skutečností, spotřebitelé omezí současnou spotřebu a odloží ji do budoucna ve formě úspor. Zvýšení rozpočtového schodku a pokles veřejných úspor je tak kompenzován zvýšením úspor soukromých. Nedojde tak ke snížení národních úspor a ani ke změně úrokové míry.³⁴

Podle výše uvedených teorií je možnost ovlivnit agregátní poptávku deficitním financováním poměrně nejistá a záleží na síle jednotlivých protichůdných faktorů. Zcela jistě ovšem dochází k ovlivnění struktury agregátní poptávky. Vládní výdaje totiž vytěsňují výdaje soukromé a dochází tak k přesunu výrobních zdrojů ze soukromých investičních projektů do veřejných.³⁵

1.5. Hospodářská politika a růst HDP

Hospodářská politika dokáže zásadním způsobem ovlivňovat vývoj ekonomiky a je také schopná hrát podstatnou úlohu v procesu zadlužování. Názory na míru zasahování a způsob realizace hospodářské politiky se mezi jednotlivými ekonomickými školami různí. V následující části se zaměříme na dva protichůdné přístupy – aktivistickou a pasivní hospodářskou politiku.

1.5.1. Aktivistická hospodářská politika

Keynesiánský pohled³⁶

Keynesianství je směr ekonomické teorie založené na myšlenkách anglického ekonoma J.M.Keynese. Podle keynesiánců je tržní ekonomika vnitřně nestabilní systém a má tendence podléhat výkyvům ekonomické aktivity. V jejich teorii dochází ke zpochybnění samoregulačních mechanismů ekonomiky, které by měly automaticky zajišťovat efektivní využívání ekonomických zdrojů. Jedinou možnost stabilizace tak spatřují ve statním intervencionalizmu do tržní ekonomiky a tedy v aktivistické hospodářské politice.

³⁴ Bulíř A., 1990, str. 177-178

³⁵ Holman R., 2004, str. 387-392

³⁶ Holman R., 2001, str. 356-373, 413-415

Hlavní příčinou neuspokojivého fungování systému a základním zdrojem nestability je nedostatečná agregátní poptávka v důsledku nedostatečné agregátní spotřeby a investic. Jestliže agregátní poptávka odpovídá stavu plné zaměstnanosti a jsou plně využívány všechny dostupné zdroje, je produkován národní důchod při plné zaměstnanosti. V případě poklesu agregátní poptávky dochází k poklesu produktu a zaměstnanosti a nabídka klesá na úroveň poptávky. Zásadními složkami agregátní poptávky v uzavřené ekonomice jsou výdaje domácností, výdaje soukromých podnikatelů na investice a vládní výdaje. Výdaje domácností závisí od velikosti disponibilního důchodu. Část disponibilního důchodu domácnosti spotřebují a část spotřeby odloží do budoucna ve formě úspor. Keynesiánci předpokládají klesající sklon ke spotřebě, to znamená, že podíl spotřeby na důchodu se snižuje, zatímco roste podíl úspor. Nedostatečnou spotřebu tak musí kompenzovat stále vyšší investice, aby docházelo ke stimulaci agregátní poptávky na úrovni plné zaměstnanosti. Jako klíčová proměnná zde tedy vystupují investice, které mají také největší tendence ke kolísání³⁷. Investice u keynesiánců jsou podmíněné mezní efektivnosti kapitálu a úrokovou mírou. Čím větší bude rozdíl mezi mezní efektivností a úrokovou mírou tím větší bude ochota podnikatelů investovat. V tomto místě vstupují do rozhodování psychologické faktory, jelikož mezní míra efektivnosti kapitálu³⁸ je podmíněná subjektivním očekáváním podnikatelů do budoucna. V keynesiánském pojetí jsou tyto faktory často označovány jako „animal spirits“ podnikatelů. Míra investic se tak bude měnit v závislosti na investičním pesimismu nebo optimismu podnikatelů. Uvedený prvek nejistoty v kapitalistickém systému je příčinou vznikající nestability v ekonomice.

Jestliže tržní ekonomika není schopná zajistit plné využívání dostupných zdrojů a podléhá výše zmíněným výkyvům, je zásadní úlohou státu tyto výkyvy stabilizovat. Řešením je podle keynesiánců využití hospodářské politiky státu, a to jak monetární, tak fiskální, ke stimulaci agregátní poptávky. Centrální banka může ovlivnit nabídku peněz, snížit tím referenční úrokovou sazbu na trhu a podpořit soukromé investice a spotřebu. Avšak možnosti měnové politiky stimulovat investice a spotřebu jsou poměrně omezené. Centrální banka totiž není schopna snižovat úrokové míry do nekonečna, což je často označováno jako „past likvidity“. Hlavní úloha při stabilizaci ekonomiky je tedy připisována

³⁷ Vztah úspor a investic není v keynesiánském přístupu automaticky regulován úrokovou mírou.

³⁸ Mezní efektivnost kapitálu je také nepřímě úměrná vybavenosti ekonomiky kapitálem.

fiskální politice. Fiskální politika má několik možností jak ovlivnit agregátní poptávku. Vláda může zvýšit výdaje a sama tak vyplnit nedostatek soukromé spotřeby nebo může snížit daně, což přispěje ke zvýšení soukromé spotřeby. V obou případech výsledek většinou představuje deficit veřejných rozpočtů.

Jedním ze směrů ekonomického myšlení, které přímo navazuje na keynesiánskou teorii je postkeynesiánství. Postkeynesiánci považují tržní kapitalistickou ekonomiku taktéž za vnitřně nestabilní a vyžadující aktivní úlohu státu v ekonomice. Představitelem reprezentujícím mladší, americkou větev postkeynesiánství je americký ekonom H. Minsky. Minsky se ve svých pracích věnoval především problematice nových finančních inovací na trhu a z toho plynoucím důsledkům pro měnovou politiku. Podle jeho názoru je třeba pro celkové pochopení kapitalistické tržní ekonomiky zahrnout do keynesiánské teorie také finanční vztahy a instituce. Za hlavní důvod nestability ekonomik Minsky pokládá investice, způsoby jejich financování a také finanční institucionální uspořádání. Současné kapitalistické tržní ekonomiky se vyznačují dluhovým financováním, mají určitou finanční minulost (závazky) a budoucnost (nové dluhy). Podle Minského je pro stabilitu ekonomiky zásadní, zda současné příjmy jsou schopny pokrýt aktuálně splatné závazky. V případě, že splátky dluhů nepředstavují pro dlužníky významnější problém, podléhají ekonomické subjekty investičnímu optimismu. Dochází ke zvyšování jak poptávky, tak nabídky po úvěrech, a s tím rostou také investice. Jestliže míra zadlužení přesáhne určitou mez, začíná se šířit investiční pesimismus a proces úvěrování se zadrhne. Míru stability ekonomiky definuje také typ dluhového financování. Minský v závislosti na míře rizika spojeného s nesplacením závazků rozlišuje opatrnické, spekulativní a ultraspekulativní financování. Čím spekulativnější typ financování si ekonomické subjekty zvolí, tím více zvyšují míru rizika vzniku nestability a cenových bublin na trzích aktiv a následné hospodářské deprese. V případě přílišného narušení stability ekonomiky jsou podle Minského opět nutné státní intervence ve formě expanzivní monetární a fiskální politiky.

Minsky se ve své teorii primárně nezmiňoval o domácnostech a dluhovém financování, jelikož masivní zadlužování domácností je poměrně novým trendem. Nicméně zmíněnou teorii můžeme bez jakýchkoliv problémů aplikovat také na domácnosti.³⁹

³⁹ Palley T. I., 1994, str. 371

1.5.2. Pasivní hospodářská politika

Pohled Rakouské školy

Rakouská ekonomická škola se stala určitým protipólem ke keynesiánské ekonomické teorii. Rakušané považují samoregulační tržní procesy jako dostatečné a tržní ekonomiku tedy jako vnitřně stabilní. Zcela odmítají jakékoliv intervence státu do volného trhu jak monetární tak fiskální politikou. Navíc především ve státních intervencích spatřují příčinu všech ekonomických potíží.

Obávají se především úvěrové expanze komerčních bank ovlivněné politikou centrální banky a také rozpočtových deficitů. Rakušané v teorii hospodářského cyklu z části navazovali na myšlenky švédského ekonoma K. Wicksella, který za hlavní příčinu nestability v ekonomice považoval změny v úrokové míře prováděné monetární politikou centrální banky. Teorii hospodářského cyklu se věnovalo několik rakouských ekonomů, kteří na sebe navazovali, např. L. Misses, M. Rothbard, F. A. Hayek. Posledně jmenovaný nejvíce rozpracoval rakouskou teorii cyklů, za kterou také získal v roce 1974 Nobelovu cenu.

Rakušané rozlišují mezi hospodářskými fluktuacemi a hospodářským cyklem. Hospodářské fluktuace považují za zcela přirozené projevy trhu spojené se změnou časových preferencí a nevyžadující jakékoliv zásahy ze strany státu. Za příčinu hospodářského cyklu považují státní intervence do tržního systému a vysvětlují ho jako peněžní jev spojený s expanzí bankovních úvěrů.⁴⁰

Rakušané tak za prvotní zdroj ekonomické nerovnováhy považují expanzi bankovních úvěrů. Nárůst úvěrování následně způsobuje umělý pokles úrokové míry pod její přirozenou úroveň. Pokles úrokové míry naznačuje, že došlo ke změně časových preferencí, zvýšení úspor a nárůstu zásoby kapitálu. Investoři si více vypůjčují, zahajují nové investiční projekty a dochází k přesunu zdrojů do kapitálově náročnějších výrobních fází více vzdálených od spotřeby. V ekonomice tím dochází ke změně kapitálové struktury. Po určité době začnou investoři narážet na nedostatek kapitálu. Ve skutečnosti totiž k žádné změně časových preferencí nedošlo. Lidé nesnížili svou současnou spotřebu ani nezvýšili poptávku po budoucích statcích (úspory). Naopak, v důsledku nižších úrokových

⁴⁰ Rothbard M. N., 2000, str. 4-14

měr spořili méně a více spotřebovávali. Inflační úvěrová expanze tak úspěšně zakrývala pomalu vznikající nerovnováhu na trhu. V ekonomice s omezenými zdroji není možné mít najednou více spotřebních i kapitálových statků. Nedostatek kapitálu k dokončení všech již započatých projektů nakonec způsobí opětovný nárůst úrokových měr. Investiční boom může být sice ještě nějakou dobu podporován opětovným zlevňováním bankovních úvěrů a tedy dalšími koly úvěrové expanze. Nakonec však účastníci trhu zjistí, že pro realizaci všech investičních projektů není dostatek úspor. Všechny chybné a špatně alokované investice jsou velmi obtížně odbourávány. Dochází ke korekci, která se projeví snížením spotřeby, zvyšování úspor a bolestivému znovu obnovení přirozené struktury výroby.⁴¹

Zatímco rakouská škola vidí příčinu hospodářských kontrakcí v úvěrové expanzi a následných nadměrných investicích v poměru ke skutečným úsporám, Keynesiánci mají přesně opačný názor a za příčinu kontrakcí považují především nedostatečné investice a spotřebu v poměru k úsporám. Výsledkem je tedy nedostatečná agregátní poptávka, která by zajistila plnou zaměstnanost a efektivní využívání všech dostupných zdrojů. Agregátní poptávku lze částečně stimulovat ovšem jen do doby, než se ekonomické subjekty předluží a omezí svou aktivitu. Klíčovou úlohu podle obou zmíněných škol pak hraje nadměrná zadluženost, avšak následný postup řešení situace se však již liší.

„Zatímco podle Hayeka vyžaduje zotavení likvidaci nadměrných investic a zvýšení spotřebitelských úspor, podle Keynesa spočívá řešení v poklesu tendence k úsporám a zvýšení spotřeby s cílem udržet očekávání zisku ve firmách. Hayek předepisuje větší střídmost, Keynes větší výdaje.“ (Skidelsky, 2011)

Podle německého ekonoma J.G. Hulsmanna není primárně příčinou opakujících se hospodářských kontrakcí změna objemu peněz, ale obecně permanentní zásahy vlády do přirozeného trhu. Podle jeho názoru totiž ekonomické subjekty dokážou předvídat, poučit se z předchozích chyb a již je neopakovat. Naopak vláda jako jediná je schopná chybovat za jakýchkoliv podmínek, ovlivňovat trh ve snaze získat politické body a také permanentně rozšiřovat velikost svého úřadu. Vládní intervence pak narušují tržní prostředí, efektivní alokaci zdrojů, snižují efektivnost kapitálu a znemožňují ekonomickou kalkulaci investorů.⁴²

⁴¹ Šíma J., 2000, str. 55-60

⁴² Hulsmann J. G., 1998, str. 8-13

2. Zadlužování České a Polské ekonomiky

Cílem této kapitoly je analyzovat vývoj zadluženosti vybraných ekonomik a identifikovat příčiny rostoucí úvěrové expanze. Zadlužování ekonomik se stalo celosvětovým trendem. Ve vyspělých ekonomikách tento trend trvá již delší dobu, v rozvíjejících se ekonomikách je pak otázkou posledních let.

Na první pohled by se mohlo zdát, že jde pouze o přirozenou a pozitivní konvergenci rozvíjejících se ekonomik k vyspělým tržním ekonomikám. Avšak tento vývoj nemusí být zcela přirozený a může být do značné míry ovlivňován zvolenou fiskální a monetární politikou. Nabízí se zde otázka, zda se jedná o vývoj správným směrem nebo o patologický proces, jelikož přílišné zadlužování může vést k mnoha makroekonomickým problémům.

Pro analýzu byly vybrány dvě sousedící země, Česká republika a Polsko v období let 2000 až 2010. Obě ekonomiky si jsou v mnoha ohledech velmi podobné. Jedná se o ekonomiky v rozvíjející se fázi ekonomického vývoje, které prošly v nedávné době transformačním procesem a přechodem z centrálně plánovaného řízení na tržní systém. V obou sledovaných ekonomikách se ve zvoleném období uskutečnily poměrně zásadní proměny ve struktuře a výši zadluženosti. Navíc došlo k významným otřesům na světových trzích a následným hospodářským kontrakcím, které také zasáhly do vývoje obou ekonomik. Polsko jako jedna z mála zemí dokázalo těmto ekonomickým turbulencím odolat a vykazovalo sice klesající, ale přesto stabilní růst ekonomiky. Tento překvapivý růst mohl být ovlivněn úvěrovou expanzí a keynesiánským přístupem k hospodářské politice. Následující část práce se tak bude věnovat vývoji, struktuře a komparaci zadluženosti v obou vybraných ekonomikách.

Z hlediska národního hospodářství můžeme rozčlenit ekonomiku do čtyř základních sektorů: vládní instituce, domácnosti, finanční instituce a nefinanční podniky.

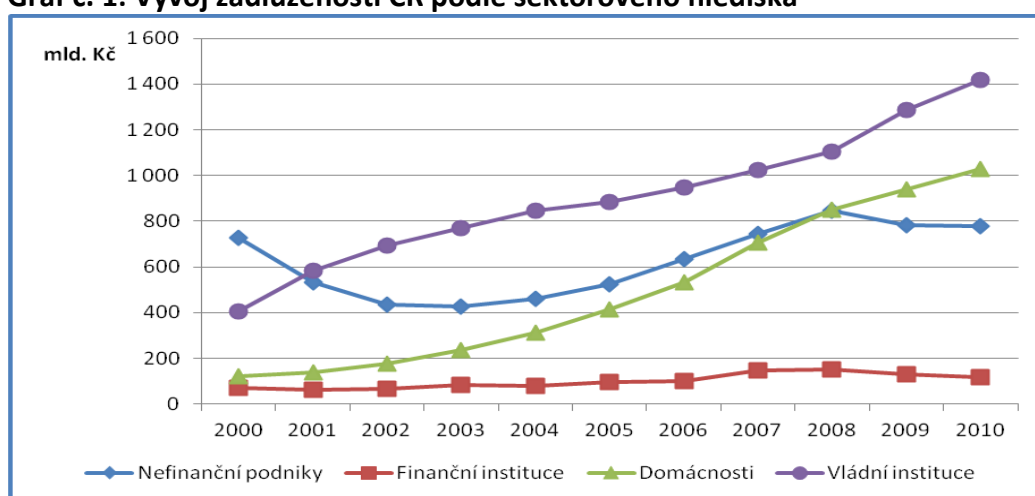
Následující graf zobrazuje vývoj zadluženosti ČR v období let 2000-2010 rozdělený podle jednotlivých sektorů.⁴³ Zadluženost sektoru vládních institucí roste nepřetržitě od

⁴³ Sleduje ČNB na základě měsíčních výkazů bank o úvěrech a pohledávkách za klienty.

Pozn.: Zadluženost u nebankovních institucí není zásadním faktorem a do analýzy není zahrnuta z důvodu nedostatku kvalitních dat a krátké časové řady zjišťovaných údajů (od roku 2005).

roku 1997 a v roce 2001 se stává nejvíce zadluženým sektorem ekonomiky. Zadlužení sektoru domácností se po dlouhou dobu udržovalo na nízké úrovni. Ovšem se začátkem nového tisíciletí se zadluženost domácností začala zvyšovat nebývalou rychlostí. V roce 2010 tak tvořily spolu se sektorem vládních institucí cca 70 % celkového zadlužení. Sektor nefinančních podniků byl sice až do roku 2000 nejvíce zadluženým sektorem ekonomiky, celkově však vykazuje poměrně stabilní úroveň zadlužení a od roku 1993 osciluje kolem hodnoty 600 mld. Kč. Posledním je sektor finančních institucí, který vykazuje dlouhodobě nízkou míru zadlužení a při srovnání s ostatními sektory je svou velikostí nepatrný.

Graf č. 1: Vývoj zadluženosti ČR podle sektorového hlediska⁴⁴

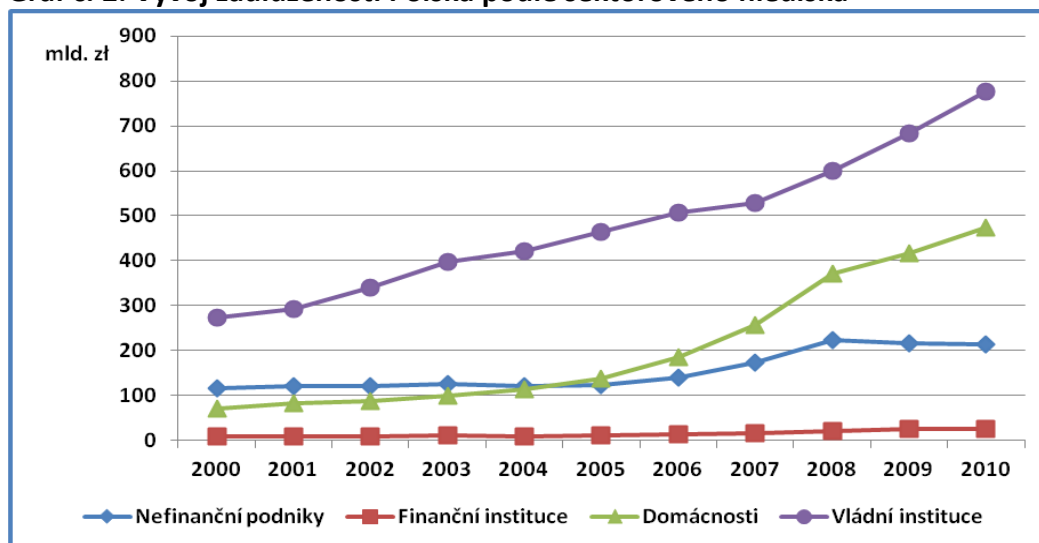


Zdroj: ČNB – systém časových dat, Eurostat, vlastní úprava

Co se týče zadluženosti Polské ekonomiky, při pohledu na graf č. 2 je zřejmé, že zde dochází k obdobnému vývoji. Sektory vládních institucí a domácností se během deseti let staly největšími tahouny zadlužování polské ekonomiky. Ve srovnání se situací v České republice hraje sektor vládních institucí v Polsku dominantnější úlohu a tvoří cca 50 % celkového zadlužení. Je to způsobeno zejména nízkým podílem zadluženosti sektoru nefinančních podniků. Tento trh podnikových úvěrů je obecně v celoevropském srovnání málo rozvinutý a tato skutečnost ukazuje na poměrně zásadní budoucí růstový potenciál. Ve srovnání s ČR se sektor domácností ve větší míře zadlužuje s pětiletým zpožděním, avšak s mnohem větší razancí v posledních letech.

⁴⁴ ⁴⁰ Zadluženost vládních institucí vyjadřuje veřejný dluh dle ESA95.

Graf č. 2: Vývoj zadluženosti Polska podle sektorového hlediska⁴⁵



Zdroj: NBP, Eurostat, vlastní úprava

V obou sledovaných ekonomikách se za posledních deset let staly vládní instituce a domácnosti nejvíce zadluženými sektory ekonomiky a navíc pokračují v dalším zadlužování. Zmíněné sektory tak sehrály klíčovou úlohu v oblasti úvěrové expanze, a proto se v další části práce zaměříme právě na ně.

2.1. Vývoj zadlužování domácností v ČR a Polsku

Česká republika

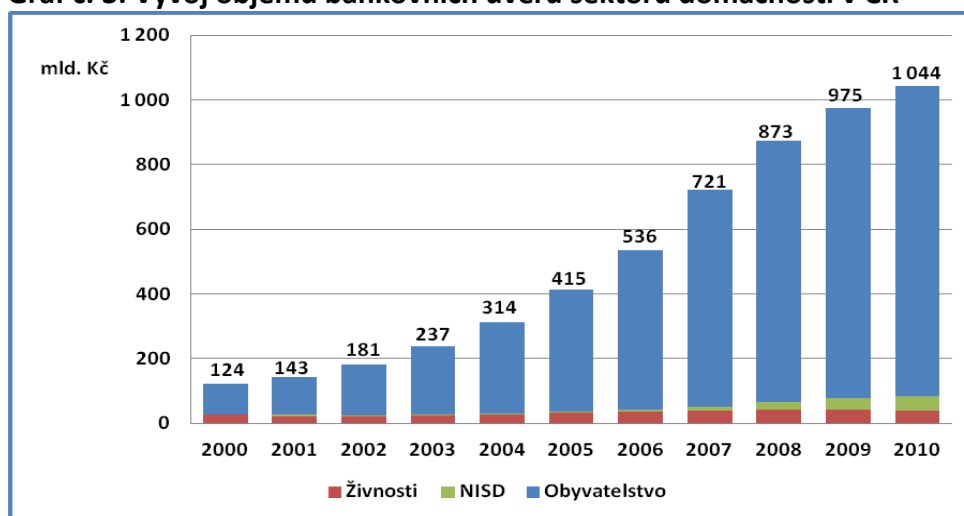
Zadluženost domácnosti se od vzniku samostatné České republiky v roce 1993 držela na poměrně nízké úrovni. Dlouhodobě se pohybovala kolem hodnoty 100 mld. Kč a tvořily ji z větší části dluhy živnostníků.⁴⁶ Nízká míra zadluženosti obyvatelstva byla způsobena především pomalou adaptací na tržní systém po pádu komunismu, nejistou budoucností, vysokými úrokovými sazbami a nepřipraveností bank poskytovat úvěrové produkty malým zákazníkům. Navíc česká společnost byla tradičně konzervativní ve vztahu k dluhům. Do konce 90. let se tedy nic zásadního v oblasti dluhu domácnosti nedělo.

Se začátkem nového tisíciletí však můžeme registrovat úvěrový zlom a exponenciální nárůst zadlužování českých domácností. Na následujícím grafu je zobrazen

⁴⁶ Ve statistikách ČNB (ARAD) jsou mezi domácnosti zahrnováni také živnostníci (fyzické osoby) a neziskové instituce sloužící domácnostem (NISD).

vývoj objemu bankovních úvěrů sektoru domácnosti v posledních deseti letech. V roce 2000 dosahovalo zadlužení domácností pouhých 124 mld. Kč. Za pouhých 10 let již objem dluhů poskytnutých domácnostem převyšuje 1 000 mld. Kč. Celkově tak došlo k nárůstu zadlužení o více než 800 %. Na tak výrazném nárůstu zadlužení se zásadně podílel segment domácnosti - obyvatelstvo, který tvořil v roce 2010 více jak 90 % celkového zadlužení. Další segment domácnosti - živnostníci zůstává s mírnými oscilacemi na stabilní úrovni, stejně jako mírně rostoucí segment neziskové instituce sloužící domácnostem.

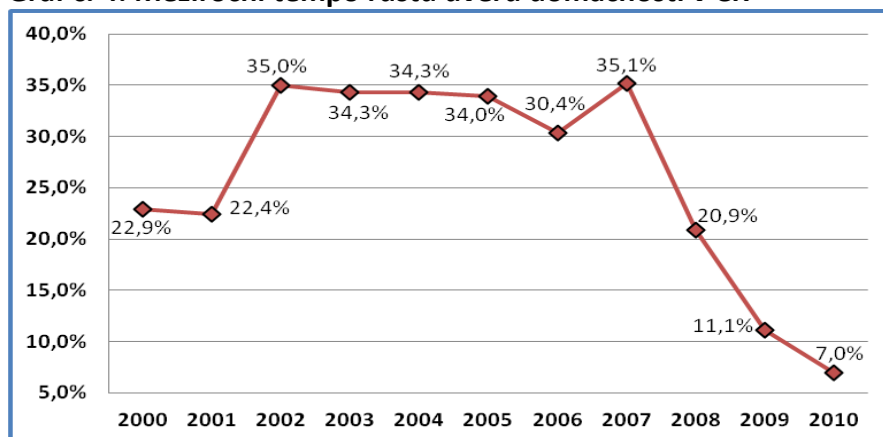
Graf č. 3: Vývoj objemu bankovních úvěrů sektoru domácnosti v ČR



Zdroj: ČNB – systém časových dat, vlastní úprava

Jelikož je segment domácnosti-obyvatelstvo (dále jen domácnosti) ve sledovaném období zcela klíčovým, zaměříme se v další analýze přímo na něj. Podíváme-li se na rychlost zadlužování zmíněného segmentu v posledních deseti letech, jsme svědky prudkého růstu úvěrů dosahujícího meziročně až 35 %. Začátek tohoto trendu můžeme zaznamenat již v roce 1997 a hlavní fáze úvěrového boomu připadá na rozmezí let 2002 – 2007. Ke konci sledovaného období je však patrné ochlazení tempa růstu úvěru. Tento pokles je ovlivněn především celosvětovou hospodářskou recesí, následnou úvěrovou kontrakcí a šířící se nejistotou na trzích.

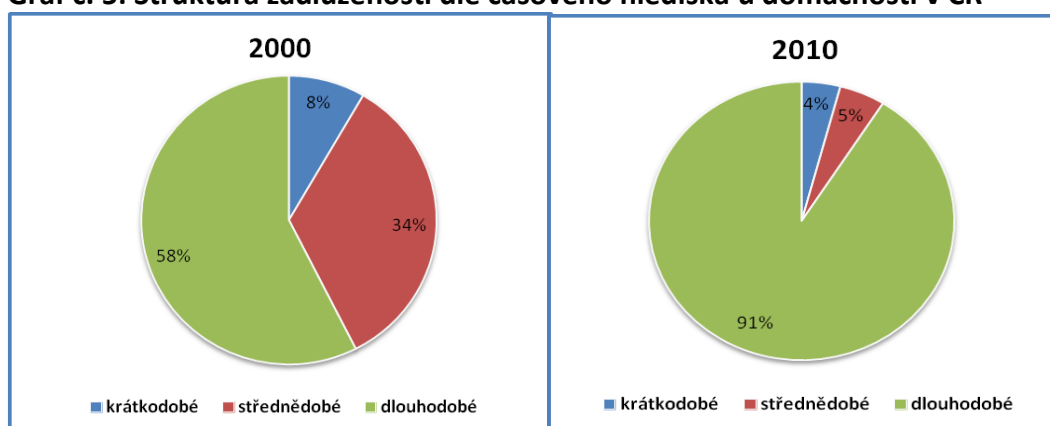
Graf č. 4: Meziroční tempo růstu úvěrů domácnosti v ČR



Zdroj: ČNB – systém časových dat, vlastní úprava

Při pohledu na strukturu úvěrů podle časového hlediska zjistíme, že došlo k zásadní změně. Během posledních deseti let narostl objem dlouhodobých úvěrů o více než 30 %. Stalo se tak především na úkor střednědobých úvěrů, které nevykazovaly tak zásadní růst. V roce 2010 se tak dlouhodobé úvěry podílely na celkovém zadlužení poměrem 91 %, což je více než 870 mld. Kč.

Graf č. 5: Struktura zadluženosti dle časového hlediska u domácností v ČR⁴⁷



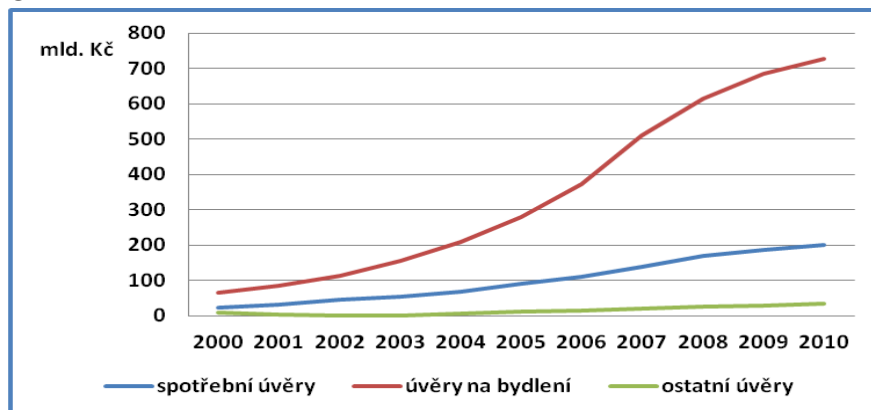
Zdroj: ČNB – systém časových dat, vlastní úprava

Co je příčinou takto zásadní změny a tendence se zadlužovat na delší období nám pomůže rozklíčovat následující graf. Na grafu č. 6 vidíme vývoj zadluženosti podle účelu na jaký je daný úvěr použit. Je evidentní, že úvěry na bydlení se staly v posledních letech faktorem zásadně ovlivňujícím narůst celkové zadluženosti. Tato skutečnost vysvětluje také změnu časové struktury dluhů, jelikož úvěry na pořízení bydlení (hypoteční úvěry, stavební spoření) jsou většinou dlouhodobého charakteru. V roce 2010 tak úvěry na

⁴⁷ Dle ČNB úvěry krátkodobé - do 1 roku, střednědobé - 1-5 let, dlouhodobé - nad 5 let.

bydlení tvořily až 76 % celkového zadlužení. Není překvapením, že v oblasti krátkodobých a střednědobých úvěru převažují zase úvěry spotřebitelské povahy.

Graf č. 6: Vývoj objemu poskytnutých bankovních úvěrů domácnostem podle účelu v ČR



Zdroj: ČNB – systém časových dat, vlastní úprava

Pro české domácnosti je charakteristické, že se zadlužují téměř výhradně v domácí měně. Podíl úvěru přijatých domácnostmi v cizí měně v roce 2010 tvořil jen 0,1 % celkového objemu poskytnutých úvěrů. Takto nízký objem cizoměnových úvěrů je zapříčiněn především dlouhodobě nižšími úrokovými mírami v domácí ekonomice ve srovnání se zahraničím. Domácnosti tak měly minimální zájem o půjčky denominované v cizí měně.

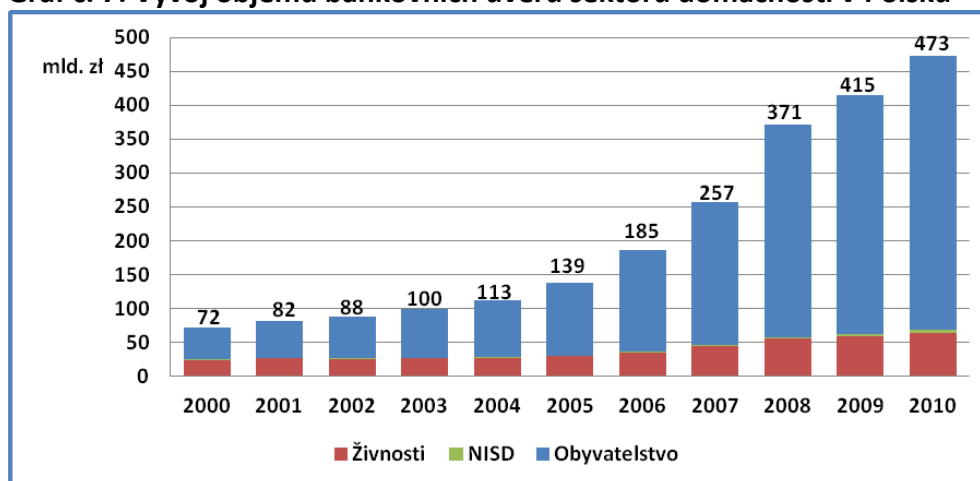
Polsko

Podíváme-li se na polské domácnosti, zadluženost se začala mírně zvyšovat již od roku 1996. Tento nárůst zadlužování byl způsoben jednak potransformační konsolidací bankovního sektoru a tedy zvýšenou ochotou bank poskytovat úvěry jednotlivcům, ale také ztrátou zábrán z života na dluh ze strany domácností. Následovalo ovšem období mírné korekce tempa zadlužování v letech 2001 -2004, které bylo způsobeno především poklesem výkonnosti polské ekonomiky, zvýšenými úrokovými mírami v domácí ekonomice a zpomalením tempa růstu cizoměnového zadlužování.⁴⁸ V tomto období se objem úvěru pohyboval kolem hodnoty 100 mld. zł. V roce 2005 objem úvěru domácností převýšil zadluženost sektoru nefinančních podniků a zaznamenal exponenciální růst. Stejně jako u českých domácností se během dekády stal největším přispěvatelem k

⁴⁸ Tyto souvislosti budou podrobněji rozebrány v následující podkapitole.

celkovému zadlužení segment domácnosti – obyvatelstvo. Jeho podíl na celkovém zadlužení v roce 2010 dosahoval 86 %. Segment Domácnosti – živnosti je ve sledovaném období ve srovnání s Českou republikou opět velice stabilní, avšak dosahuje mnohem vyššího podílu na celkovém zadlužení. Je to způsobeno především vyšším zastoupením agrárního sektoru v ekonomice Polska.

Graf č. 7: Vývoj objemu bankovních úvěrů sektoru domácnosti v Polsku

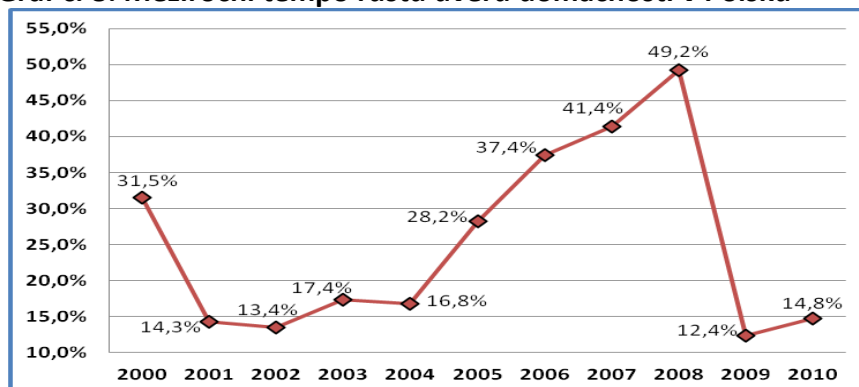


Zdroj: NBP, vlastní úprava

Při bližším pohledu na rychlost zadlužování segmentu domácnosti-obyvatelstvo (dále jen domácnosti) na následujícím grafu č. 8, je evidentní, že po několika letech menší dynamiky v oblasti úvěrování přichází v období let 2005- 2008 mimořádně silná úvěrová expanze. Průměrné tempo růstu úvěrů v tomto období dosahovalo více než 39 %. Polský finanční dozor byl poměrně znepokojen rostoucím tempem zadlužování domácností. Přijal proto již v roce 2006 nařízení „Rekomendacje S“ (poté několikrát novelizována) a v roce 2010 „Rekomendacje T“, které měly za cíl zvýšit informovanost klientů a omezit masivní poskytování půjček rizikovým skupinám. Tato nařízení ovšem neměla příliš velký vliv na zpomalení tempa zadlužování.⁴⁹ Teprve v roce 2009 spolu s příchodem finanční krize nastává kontrakce a razantní propad tempa růstu úvěrů. Hlavní příčinou tohoto zpomalení byla opět hospodářská recese ve většině ekonomik světa, následné zhoršení ekonomické situace polských domácností (růst nezaměstnanosti, pokles příjmů) a omezení úvěrování ze strany bankovního sektoru.

⁴⁹ BRE BANK, 2011, str. 10

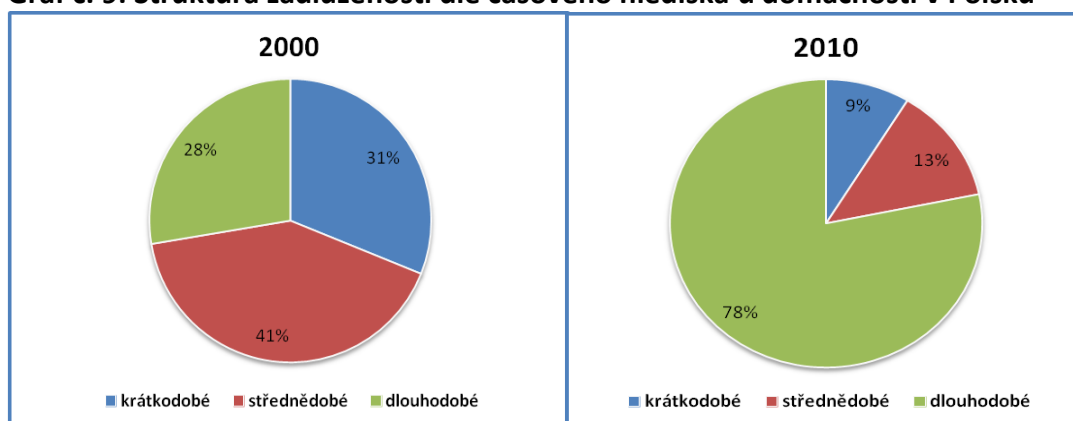
Graf č. 8: Meziroční tempo růstu úvěrů domácností v Polsku



Zdroj: NBP, vlastní úprava

Na dalším grafu vidíme strukturu zadluženosti podle časového hlediska. V roce 2000 byla situace poměrně vyrovnaná s největším zastoupením střednědobých úvěrů. O dekádu později je ovšem situace úplně jiná a stejně jako v případě ČR dlouhodobé úvěry s podílem ve výši 78 % dominují celkovému zadlužení.

Graf č. 9: Struktura zadluženosti dle časového hlediska u domácností v Polsku

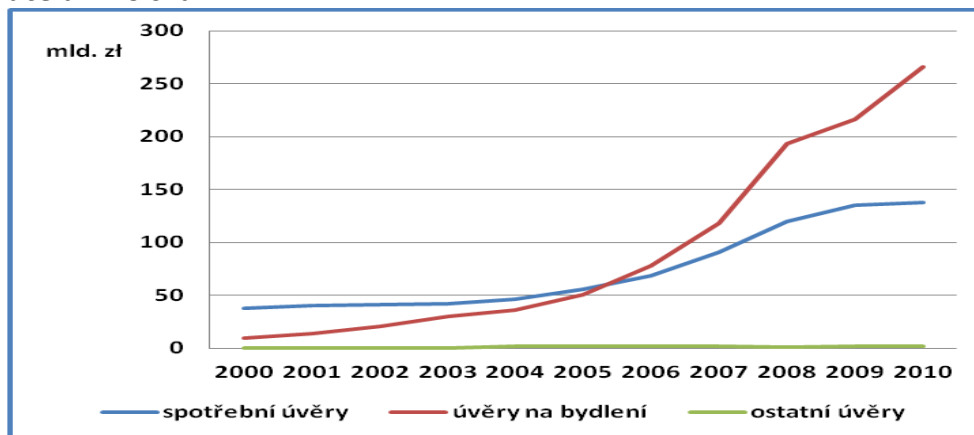


Zdroj: NBP, vlastní úprava

Diskutovaný trend je opět zapříčiněn výrazným nárůstem úvěrů na bydlení, které v letech 2005 - 2008 narůstaly v průměru více než 50 % ročně. V roce 2000 byl podíl úvěrů na bydlení na celkovém zadlužení pouhých 20 %, v roce 2010 již převyšuje 65 %. Na rozdíl od České republiky mají spotřebitelské úvěry v sektoru polských domácností mnohem větší význam. Až do roku 2005 tvořily spotřebitelské úvěry největší složku zadlužení. Vysoká dynamika růstu v následujících letech ovšem do značné míry omezila potenciál dalšího růstu. V roce 2010 tvořil podíl spotřebních úvěrů na celkovém zadlužení polských domácností 34 %, přičemž v České republice bylo zastoupení spotřebních úvěrů na

celkovém zadlužení o 14 % menší. V evropském srovnání Polsko obecně patří mezi země s vyšším podílem spotřebních úvěrů.⁵⁰

Graf č. 10: Vývoj objemu poskytnutých bankovních úvěrů domácnostem podle účelu v Polsku



Zdroj: NBP, vlastní úprava

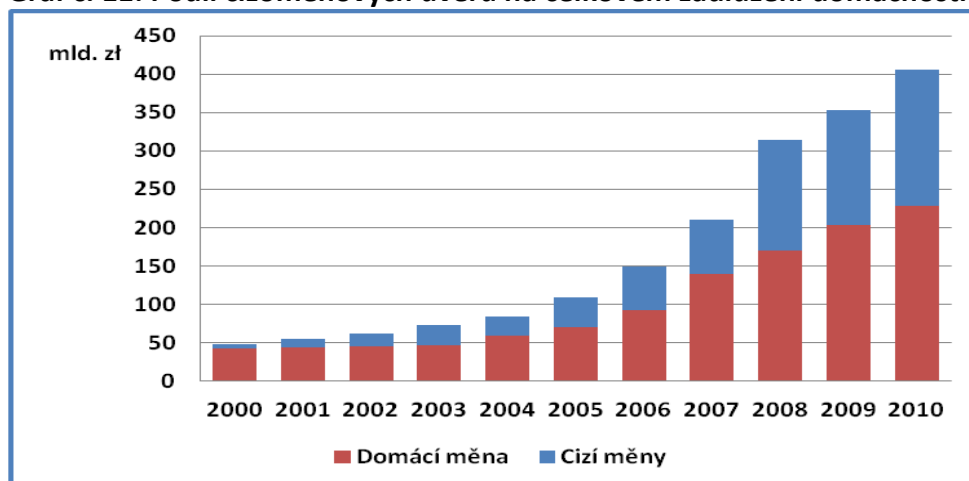
Během analyzovaného období došlo také k zásadní změně ve velikosti přijímaných úvěrů v cizí měně (graf č. 11). Od roku 2000 cizoměnové úvěry zaznamenávají rychlý nárůst a stávají se hlavním tahounem růstu celkové zadluženosti. Avšak od roku 2004 se také zvyšuje tempo růstu úvěrů v domácí měně. Hlavní fáze cizoměnového úvěrového boomu byla realizována především v letech 2005-2008. V roce 2008 tak tvoří úvěry v cizí měně 48 % podíl na celkových úvěrech domácností. Ovšem v posledních dvou letech analyzovaného období se růst úvěrů v cizí měně podstatně korigoval. Drtivá většina cizoměnových úvěrů je denominována ve švýcarském franku,⁵¹ a má dlouhodobou povahu (především úvěry na bydlení), což umožňuje částečně zmenšit kurzová rizika. Zadlužování v cizí měně je sice pro polské domácnosti velmi atraktivní variantou úvěrování, existují však značná rizika jak pro domácnosti, tak pro celou ekonomiku v případě zásadního oslabení polské měny. Proto již od roku 2006 je snahou omezovat tyto tendence v cizoměnovém zadlužování.⁵²

⁵⁰ Bystrzyński L., 2010, str. 6

⁵¹ 78% v roce 2008

⁵² Od 1. dubna 2006 mají banky povinnost prioritně nabízet úvěry v domácí měně a teprve po písemném odmítnutí žadatele mohou nabídnout úvěr v cizí měně.

Graf č. 11: Podíl cizoměnových úvěrů na celkovém zadlužení domácností v Polsku



Zdroj: NBP, vlastní úprava

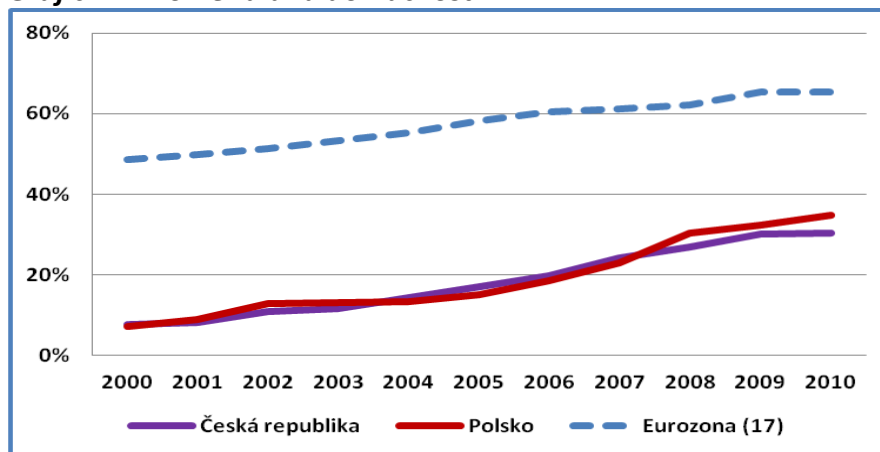
Komparace

Dosavadní analýza se soustředila především na vývoj zadluženosti a její struktury v čase v obou sledovaných ekonomikách. V následující části se zaměříme na několik základních ukazatelů, které umožňují mezinárodní srovnání míry zadluženosti a stanovení zatíženosti dluhem jednotlivých ekonomik. Zaměříme se přitom nejen na srovnání obou sledovaných ekonomik, ale také na situaci zadluženosti v dalších evropských rozvinutých státech. Reprezentantem těchto států budou hodnoty vycházející z průměrných hodnot 17 států tvořících eurozónu.

První ukazatel zadluženosti, kterým se budeme zabývat, vyjadřuje poměr agregovaného **dluhu domácností k HDP** dané země. Při pohledu na graf č. 12 je evidentní, že zadluženost obou analyzovaných ekonomik se vyvíjela obdobným způsobem a ve sledovaném období byla výrazně nižší než průměrná hodnota zadluženosti k HDP v zemích eurozóny. V roce 2000 byl podíl zadluženosti na HDP jak u České republiky, tak u Polska na téměř srovnatelné úrovni kolem 7 % HDP. Ve srovnání se zadlužením zemi eurozóny, které dosahovalo v té době 48 % HDP, jde o zadluženost téměř minimální. U obou analyzovaných ekonomik ovšem následovalo období značného zrychlení zadlužování, období, ve kterém míra zadluženosti rostla mnohem větším tempem než HDP. Během pouhých deseti let míra zadluženosti přesáhla 30 % HDP. Od roku 2009 se vlivem finanční krize v České republice další růst ukazatele zadluženosti k HDP téměř zastavil. Naopak Polsko, přestože se jako jediná z evropských zemí vyhnula recesi, pokračovalo v zadlužování a v roce 2010 podíl dluhu dosahoval téměř 35 % HDP. Proces konvergence

k vyspělým ekonomikám, co se týče velikosti dluhu, úspěšně probíhal v posledních deseti letech u obou zemí. Byl však do značné míry omezen pokračujícím růstem zadlužování vyspělých států eurozóny. Od roku 2000 se průměrná zadluženost států eurozóny zvýšila o 17 % a v roce 2010 dosahovala více než 65 % HDP. Zadluženost České republiky a Polska je tak stále poměrně nízká. Ve srovnání se zeměmi tvořícími eurozónu dosahuje zhruba polovičních hodnot.

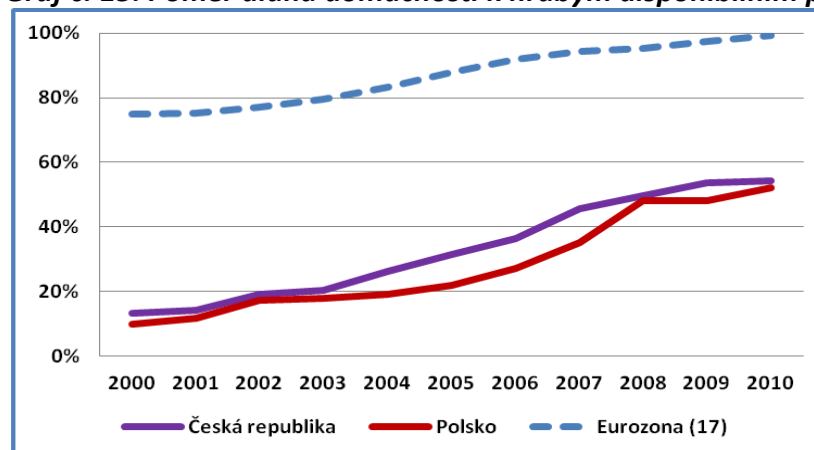
Graf č. 12: Poměr dluhu domácností k HDP



Zdroj: Eurostat, vlastní výpočty

Dalším ukazatelem vyjadřujícím relativní míru zadluženosti je poměr **dluhu domácností k hrubým disponibilním příjmům**. Na následujícím grafu č. 13 vidíme, že situace je obdobná jako u předchozího ukazatele. Podíl zadluženosti na disponibilních příjmech České republiky a Polska se vyvíjel téměř paralelně, přičemž tento ukazatel zadluženosti je u České republiky dlouhodobě o něco vyšší. Na začátku analyzovaného období tvořila zadluženost domácností v České republice pouze 13 % hrubých disponibilních příjmů. V Polsku byl tento podíl ještě o 3 % nižší. V dalších letech ovšem u obou ekonomik docházelo ke zvyšování tempa zadlužování. Zadluženost rostla více než příjmy domácností a v roce 2010 již dluhy tvořily více než 50 % hrubých disponibilních příjmů. To znamená, že domácnosti dlužily více než polovinu toho co za rok vydělají a můžou utratit. Ve srovnání s průměrnou hodnotou zadluženosti států eurozóny, která dosahovala v roce 2010 téměř 100 % disponibilních příjmů, je zadluženost analyzovaných ekonomik stále poměrně nízká.

Graf č. 13: Poměr dluhu domácností k hrubým disponibilním příjmům

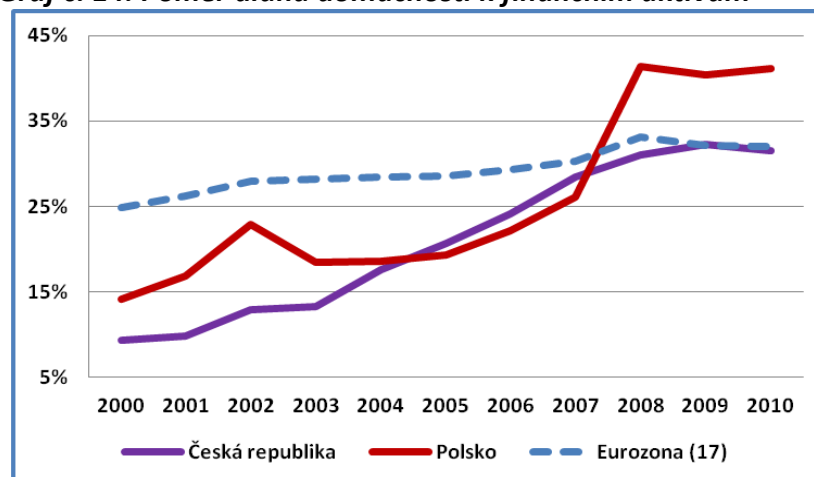


Zdroj: Eurostat, vlastní výpočty

Posledním ukazatelem vyjadřujícím velikost zadlužení je poměr **dluhu domácností k finančním aktivům**. Rovněž tento ukazatel nasvědčuje postupnému všeobecnému zvyšování dluhové zátěže domácností. Ovšem rozdíly mezi srovnávanými ekonomikami již nejsou natolik výrazné. Navíc během sledovaných deseti let rostla zadluženost v České republice a Polsku v mnohem větší míře než činil růst finančních aktiv a obě ekonomiky se tak dostaly v tomto ukazateli na úroveň eurozóny. Vývoj podílu zadluženosti k finančním aktivům byl u Polska více volatilní a především v roce 2008 zaznamenal poměrně razantní skok až na úroveň 41 %. Rapidní nárůst dluhu ve vztahu k aktivům byl způsoben především finančními otřesy na evropských trzích a následnými poklesy hodnot akciových titulů. Polský akciový trh je velice rozvinutý a domácnosti poskytují značné množství finančních prostředků investičním společnostem a investují do akcií. Pokles na trzích se tak okamžitě promítl do hodnoty finančních aktiv polských domácností, což vyústilo v růstu tohoto ukazatele.⁵³ Obdobný efekt jen v menší míře byl zaznamenán u eurozóny. V České republice k poklesu finančních aktiv domácností nedošlo. Je pozitivním zjištěním, že domácnosti mají stále více finančních aktiv než závazků.

⁵³ NBP, 2010, str. 6

Graf č. 14: Poměr dluhu domácností k finančním aktivům



Zdroj: Eurostat, vlastní výpočty

Růst zadluženosti domácností se projevil u všech zmíněných ukazatelů. V období let 2000 až 2010 tak evidentně došlo k zásadnímu zvýšení zatíženosti domácností dluhem. Míra zadluženosti domácností České republiky a Polska se ve sledovaném období pohybovala na srovnatelné úrovni, avšak v posledních dvou letech můžeme zaznamenat změnu této tendence. Co se týče České republiky, v důsledku předluženosti řady evropských ekonomik a následné hospodářské recese, došlo k úvěrové kontrakci. Ovšem v případě Polska došlo jen k částečnému omezení úvěrování a pro rok 2010 byl zaznamenán opětovný nárůst tempa zadlužování domácností.

Ve srovnání s rozvinutými západoevropskými zeměmi tvořícími eurozónu je velikost zadlužení jak České republiky, tak Polska zatím poměrně nízké. Avšak znepokojivá je dynamika, s jakou docházelo k zadlužování domácnosti u obou ekonomik.

2.2. Příčiny zadlužování sektoru domácností

Z předchozí analýzy vyplývá, že se začátkem nového tisíciletí došlo u domácností v obou vybraných ekonomikách k úvěrovému boomu. Domácnosti vydávaly větší množství prostředků, než tvořily jejich příjmy, a tento nesoulad dorovnávaly přijímáním nových úvěrů. Rychlost s jakou domácnosti navyšovaly svoje zadlužení, byla enormní. Postupně tak docházelo ke konvergenci v míře zadlužení k vyspělým ekonomikám. Konvergence byla ovšem do značné míry omezená, jelikož vyspělé ekonomiky sice s menší razancí, ale přesto pokračovaly v dosavadním trendu rostoucího zadlužování. Je tedy otázkou zda v analyzovaných ekonomikách pouze probíhá proces přibližování k určitému standardu

zadluženosti ve vyspělých zemích, jak často uvádějí nejrůznější analytici, nebo jsme svědky všeobecného přesunu zdrojů v čase na úkor budoucnosti a tento proces bude probíhat do té doby, než dosáhne již dále neúnosného bodu. V roce 2008 jsme byli svědky celosvětových ekonomických otřesů, které vznikly právě v souvislosti s krizí úvěrů ve Spojených státech. V důsledku této události došlo následně v ostatních zemích k určitému zpomalení úvěrové expanze. Tato korekce ovšem netrvala dlouho a již v roce 2010 byl zaznamenán v celé řadě států opětovný nárůst úvěrování.

V této kapitole se tak zaměříme na hlavní příčiny a determinanty tohoto enormně rychlého tempa zadlužování. Jelikož rychlé zadlužování domácností nemá pouze jedinou příčinu, ale je spíše výsledkem více současně působících faktorů, zaměříme se především na ty nejdůležitější. Podle publikace Českého statistického úřadu⁵⁴ a provedené analýzy Szczecinské University⁵⁵ jsou hlavními příčinami rychlého zadlužování domácností: příklon ke konzumu, hlad po vlastním bydlení, změněný náhled na dluhy, snadno dostupné půjčky, růst životního standardu a účinný finanční marketing.

Příčiny zadlužování domácností můžeme najít jak na straně poskytovatelů, tak na straně příjemců. Následující výčet hlavních příčin je tedy rozdělen na působící poptávkové a nabídkové faktory.

2.2.1. Poptávkové faktory

Prvním faktorem ovlivňujícím poptávku po úvěrech je změna **paradigma životního stylu** domácnosti. Výchozím bodem v obou ekonomikách byla nízká míra zadlužení domácností začátkem 90. let a tedy poměrně velký potenciál možného růstu. Po pádu komunismu a přechodu na tržní hospodářství se domácnosti postupně přizpůsobovaly konzumnímu stylu života, běžnému v rozvinutých tržních ekonomikách. Psychologická bariéra, která omezovala chuť domácností využívat při svém financování služeb a produktů bankovních domů, se pomalu vytrácela. S rostoucí nabídkou produktů na trhu rostla také potřeba okamžitého nákupu těchto statků a úvěrování tuto potřebu bez problému uspokojovalo. Navíc všeobecný pokles výnosů z konzervativních finančních instrumentů a růst cenové hladiny přispěly k poklesu důležitosti spoření v očích

⁵⁴ Dubská D., 2010

⁵⁵ Wałęga G, 2006

domácností. Život na dluh se tak pomalu stával zcela přirozenou skutečností. Zadlužování umožňovalo spotřebitelům spotřebovávat větší množství statků než kolik by bylo možné realizovat při aktuální výši jejich příjmu. Docházelo tak v podstatě k přesunu budoucích příjmu do současnosti a následnému růstu spotřeby. Ve sledovaném období došlo v České republice i v Polsku k nárůstu spotřeby domácností ve stálých cenách o 33 % resp. 42 %.⁵⁶ Podle Fisherova modelu mezičasové volby tak zadlužování umožnilo domácnostem dosáhnout nejvyšší možného uspokojení (indiferenční křivky). Spolu s uvedeným procesem ovšem také dochází k růstu dluhového zatížení ve formě samotného úvěru a dalších úroků.

Druhou skupinou poptávkových faktorů majících vliv na růst zadluženosti domácností je všeobecný **růst mezd**, nárůst **pocitu bohatství** domácností a pokračující **optimistické výhledy** ekonomiky do budoucna. Dlouhodobý růst příjmu přispíval ke zvyšování životní úrovně domácností. Ty se následně cítily být bohatšími a byly ochotny si na sebe brát větší riziko spojené s úvěry. V České republice se ve sledovaném období zvýšila průměrná hrubá měsíční mzda o 81 %, v Polsku byl zaznamenán nárůst o 68 %.⁵⁷ Pozitivní výhledy budoucí finanční situace byly navíc podporovány všeobecným růstem ekonomiky a růstem zaměstnanosti. Vyšší příjmy členů domácností také přispívaly ke zvýšení jejich bonity u bank a ty byly následně ochotnější v poskytování půjček. Stabilní růst výkonnosti ekonomiky a vstup České republiky a Polska v roce 2004 do Evropské unie dále posílil optimismus domácností a pocit růstu bohatství společnosti.

Jako další důležitou příčinu rychlého nárůstu dluhů, můžeme označit **příklon domácností k vlastnímu bydlení**. Z předešlé analýzy vyplývá, že úvěry na bydlení zaznamenaly od roku 2000 největší dynamiku růstu a v roce 2010 tvořily u obou ekonomik více než polovinu všech dluhů domácností. Během let 2000-2010 docházelo k růstu těchto úvěrů v České republice a Polsku v průměru 28 % resp. 40 % ročně. Tento faktor je do jisté míry spojen s předešlým, jelikož vyšší příjmy a nárůst bohatství přispívají k větší poptávce po vlastním bydlení. Rodiny žijící v podnájmu v panelových domech nebo v tzv. více generačních domech tak dostaly ten potřebný impulz k pořízení vlastního bydlení.

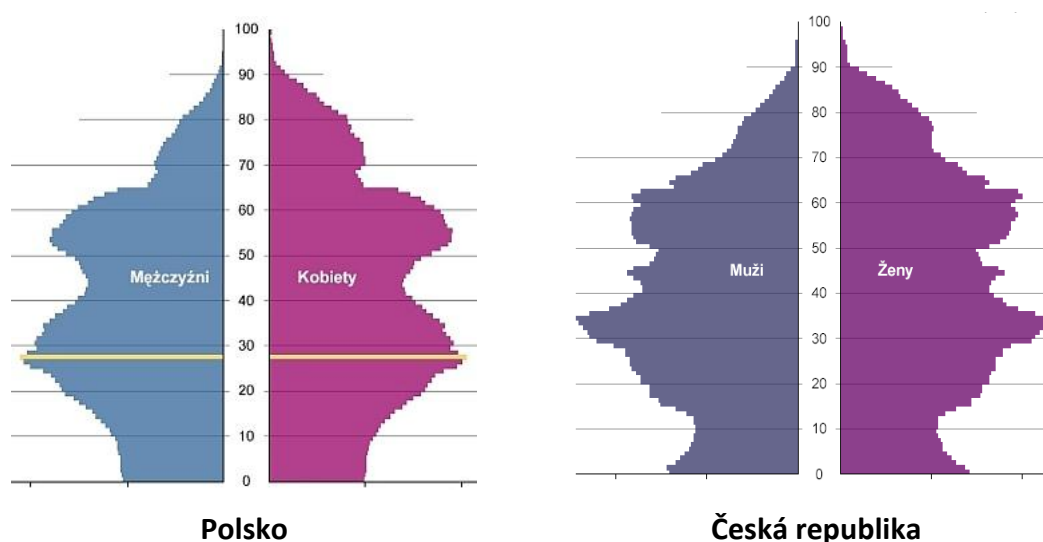
⁵⁶ Eurostat – National accounts

⁵⁷ GUS, MPSV

V současnosti tvoří nemovitosti ve většině domácností to nejcennější aktivum, jehož cena často překračuje finanční možnosti domácností, a proto jsou tyto nákupy financovány dluhy. K zadlužování domácností z důvodu financování bydlení sice docházelo v období poměrně levných půjček, ovšem také v období výrazného nárůstu cen nemovitostí. Tato skutečnost naznačuje, že rozhodování domácností nebylo zcela finančně opodstatněné. Touha po vlastním bydlení tak zřejmě převážila všechny související negativa.

Posledním faktorem, který jsem zařadil mezi poptávkové faktory, je **demografický vývoj** obyvatelstva. Na následujícím grafu je znázorněna věková struktura obyvatel v České republice a v Polsku.

Graf č. 15: Věková struktura obyvatelstva v ČR a v PL



Zdroj: ČSÚ, GUS

Rozdíly mezi oběma zeměmi nejsou příliš velké, přičemž charakteristické jsou dva věkové populační výkyvy. První výkyv (50. - 60. letí) je způsoben nárůstem porodnosti po druhé světové válce. Druhý výkyv tvoří populační ročníky 70. let, které jsou odrazem první populační vlny. Z uvedených grafů je tedy zřejmé, že ve sledovaném období let 2000-2010 se do produktivního věku dostávaly silné populační ročníky, které začaly řešit otázku bydlení a jeho zařizování. Tato skutečnost mohla do značné míry podpořit rychlost zadlužování domácností.

Podle Modighlieniho teorie životního cyklu by měly být půjčky realizovány především v mladém věku. Ovšem změna životního stylu v podobě relativně delší doby přípravy na zaměstnání a také nutnost určitého spolufinancování hypotečních úvěrů mohla zapříčinit posun této hranice až do produktivního věku.

2.2.2. Nabídkové faktory

Prvním nabídkovým faktorem majícím vliv na zvyšování zadluženosti domácností je **snadná dostupnost úvěrů** ze strany bank a nebankovních institucí. Banky v poslední době velmi zjednodušily a urychlily proces vyřizování a zpracování žádosti o úvěr. Klient se tak často dozví o schválení půjčky již v okamžiku návštěvy banky a další den již může disponovat s prostředky. Ve většině případů navíc banky nevyžadují zajištění úvěru a zcela dostačující je doložení výše příjmů. Nebankovní instituce mají většinou ještě větší míru volnosti při poskytování úvěrů. Většinou ani není potřeba prokazovat výši příjmů a nebankovní poskytovatelé úvěrů půjčí prakticky komukoliv na cokoliv. Je třeba ovšem počítat s mnohem vyššími úroky. Dalším důležitým faktorem umožňujícím lepší dostupnost úvěrů byl nástup nových technologií a především internetu. Při vyřizování půjčky již tak prakticky není třeba nikam chodit a všechno lze vyřídit přímo z domova.

Dalším důležitým faktorem na straně nabídky je úspěšný **finanční marketing**. V 90. letech se banky soustředily převážně na korporátní klientelu, teprve na začátku nového tisíciletí se banky začaly více orientovat na poskytování půjček fyzickým osobám. Reklamy na poskytování úvěrů se začaly objevovat téměř na každém rohu. Jsou nabízeny na pobočkách bank, můžeme je vidět v novinách, televizi, na internetu a jsou přikládány spolu s bankovními výpisy. Poskytovatelé půjček se cíleným marketingem snaží lidem vnutit představu, že kdo nemá nějaký úvěr, jako by ani neexistoval. Žadatelé jsou lákáni především na nízké úrokové sazby, o dalších poplatcích spojených zejména s vyřízením úvěru a vedením úvěrového účtu v bance se již často zapomíná. Nebankovní instituce se soustředí především na poskytování spotřebitelských úvěrů méně bonitním klientům, kteří by zřejmě u bankovních institucí neuspěli. Vyšší riziko spojené s půjčováním prostředků těmto klientům jsou však většinou kompenzovány relativně vysokými úroky. Banky se soustředí více na bonitnější klientelu a především na poskytování hypotečních úvěrů. Avšak spotřebitelské úvěry jsou pro ně také zajímavé, z důvodu relativně nízkých

poskytovaných částek. Nesplácení těchto úvěrů tudíž nepředstavuje pro banky tak velké riziko.

Posledním faktorem majícím vliv na růst množství úvěrů je skutečnost, že poskytování půjček je pro banky velice **výnosným byznysem**. Banky jsou finanční instituce často kotované na burzách. Ceny jejich akcií jsou z velké části ovlivněny ziskovostí bank. V období narůstající konkurence na bankovním trhu, klesají možnosti bank realizovat výhodné operace. Přiklání se tak poskytování úvěrů jako k poměrně jednoduché formě výdělku. Peněžní domy se snaží klientům poskytovat jen ty nejkvalitnější služby, aby byly co nejvíc úspěšné. Snaží se vytvářet rozmanité produkty a snižovat cenu půjčovaných peněz. V dobách pozitivního vývoje ekonomiky banky často snižují práh obezřetnosti a poskytují úvěry i méně bonitním klientům. Nebankovní instituce zase neváhají využít finanční negratnosti některých žadatelů a poskytnout půjčky za velmi vysoké úroky spolu se zakotvením rozhodčí doložky.

Kombinace výše uvedených faktorů tvoří hlavní determinanty masivní úvěrové expanze v obou ekonomikách po roce 2000. Existuje ovšem ještě jeden faktor s pohledu hospodářské politiky zcela zásadní, který stojí tak trochu nad všemi ostatními, a podstatně ovlivňuje celý proces úvěrování. Tím faktorem jsou úrokové sazby v ekonomice.

2.2.3. Úrokové sazby

Úrokové sazby jsou v podstatě měřítkem hodnoty peněz a zásadně ovlivňují jak poptávkovou tak nabídkovou stranu úvěrů. Pro příjemce úvěrů představují úrokové sazby cenu úvěrů a v případě jejich poklesu dochází ke zlevnění půjček. Pro poskytovatele znamená snížení úrokových sazeb pokles ceny peněz (zlevnění zdrojů) a v praxi často využívanou možnost navýšit své marže nebo poskytnout půjčky více rizikovým skupinám. Dochází tak k mnohem větší snaze bankovních institucí poskytovat úvěry a snižují se kritéria nutná pro poskytnutí úvěru.

Klíčovými úrokovými sazbami centrální banky, od kterých se odvíjejí všechny další sazby v ekonomice, jsou základní úroková sazba, diskontní sazba a lombardní sazba. Jak bylo pojednáno již v teoretické části, monetární politika centrální banky se snaží regulací krátkého konce výnosové křivky usměrňovat úrokové sazby v ekonomice, a tím korigovat

nežádoucí vývoj. Regulaci krátkodobé úrokové sazby centrální banka provádí pomocí operací na volném trhu. V České republice je tento proces uskutečňován především repo operacemi ve formě tendrů. Při těchto repo operacích dochází standardně ke čtrnáctidennímu uložení přebytečné likvidity⁵⁸ komerčních bank u centrální banky, přičemž centrální banka jako zajištění převede na komerční banku cenné papíry. Po uplynutí splatnosti proběhne reverzní operace, v níž je komerční bance vrácena jistina zvýšená o dohodnutý úrok, a komerční banka vrátí centrální bance poskytnutý kolaterál. Čím vyšší je tedy repo sazba, tím vyšší je také ochota komerčních bank ukládat prostředky u centrální banky, místo aby je půjčovaly dále do ekonomiky. V Polsku jsou hlavním měnovým nástrojem centrální bankou emitované cenné papíry (bony) nejčastěji se sedmi denní splatností. Centrální banka tak koupí nebo prodejem cenných papírů za základní úrokovou sazbu dodává nebo stahuje likviditu a reguluje úrokové sazby na peněžním trhu.

Podpůrným nástrojem jsou automatické facility, které umožňují komerčním bankám vypůjčení nebo uložení likvidity u centrální banky přes noc. Tyto operace jsou úročeny diskontní (uložení) a lombardní sazbou (vypůjčení) a vytvářejí tak určitý koridor, v němž se pohybují krátkodobé sazby na peněžním trhu.⁵⁹

Na následujícím grafu vidíme vývoj základních úrokových sazeb v České republice a v Polsku. V období let 1998-2010 je u obou ekonomik patrný dlouhodobý pokles úrokových sazeb k poměrně nízkým hodnotám. Nízké hodnoty byly udržovány především po roce 2002. V té době také došlo k největšímu nárůstu zadlužování domácností. Krátkodobé navýšení základních sazeb v obou ekonomikách bylo zaznamenáno v roce 2004. Centrální banky přistoupily k peněžní restrikci v období příznivého ekonomického růstu z důvodu zvýšeného rizika budoucí inflace a nejistoty v souvislosti se vstupem do Evropské unie.⁶⁰ Další mírné navýšení sazeb bylo provedeno v České republice v letech 2006-2008 a s ročním zpožděním v letech 2007-2008 v Polsku. K tomuto navýšení se centrální banky rozhodly především z důvodu očekávaného růstu cen energií a potravin. Měnová restrikce byla prováděna, přestože sílily signály o možném poklesu ekonomické aktivity zapříčiněné hospodářskými otřesy ve světě. Avšak od konce roku 2008 dochází

⁵⁸ V případě nedostatku likvidity bank proběhne opačná operace tzv. reverzní repo.

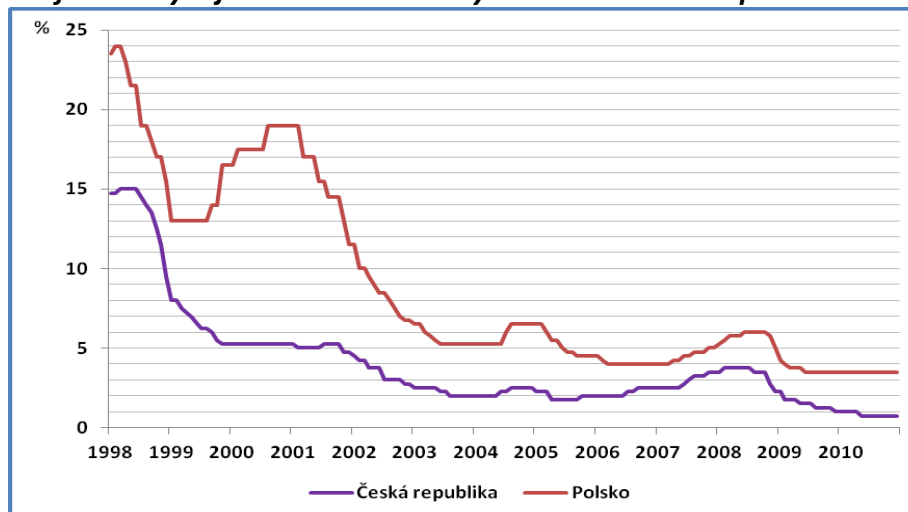
⁵⁹ ČNB, Měnověpolitické nástroje
NBP, Polityka pieniezna

⁶⁰ ČNB, Zpráva o inflaci 7/2004;

NBP, Sprawozdanie z wykonania zalozen polityki pienieznej w 2004 roku, 2005

v obou ekonomikách k opětovnému poklesu úrokových sazeb. Centrální banky se rozhodly k opětovné stimulaci ekonomik, jelikož situace na světových trzích začala zasahovat do vývoje v domácích ekonomikách. Byl očekáván pokles ekonomické aktivity, přičemž riziko možných inflačních tlaků bylo poměrně nízké.

Graf č. 16: Vývoj základních úrokových sazeb v České republice a v Polsku

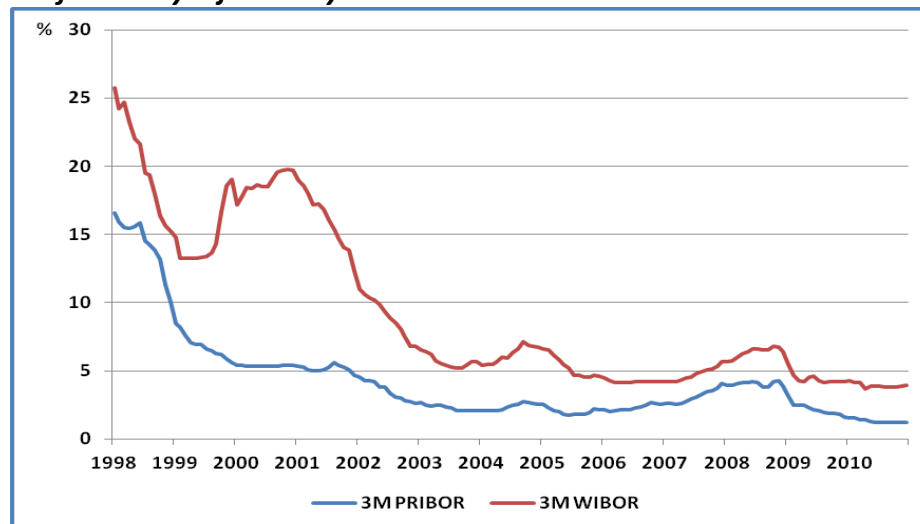


Zdroj: ČNB, NBP, vlastní úprava

Od základních úrokových sazeb se následně odvíjí výše sazeb na mezibankovním trhu, za které si banky mezi sebou půjčují likviditu. Banky si totiž mohou vybrat, zda uloží přebytečnou likviditu u centrální banky nebo jí půjčí jiné bance. Výše úroku z mezibankovních půjček je tak především ovlivněna základními sazbami centrální banky působením mechanismu nákladů příležitosti. Na výši mezibankovních sazeb ovšem působí také další faktory jako, např. délka výpůjčky, očekávaný další vývoj základních sazeb a důvěra mezi bankami. Všechny tyto faktory mohou do značné míry přispívat k odchýlení sazeb na mezibankovním trhu od sazeb určených centrální bankou.

Na grafu č. 17 můžeme vidět vývoj průměrné tříměsíční mezibankovní sazby v České republice (PRIBOR) a v Polsku (WIBOR). Je evidentní, že uvedené mezibankovní sazby do značné míry kopírují vývoj základních sazeb v daných ekonomikách a od roku 2002 se udržují na velmi nízkých úrovních. Začalo tedy období velmi levných peněz, které zásadně podpořilo ochotu bank poskytovat půjčky.

Graf č. 17: Vývoj úrokových sazeb na mezibankovním trhu v ČR a v PL



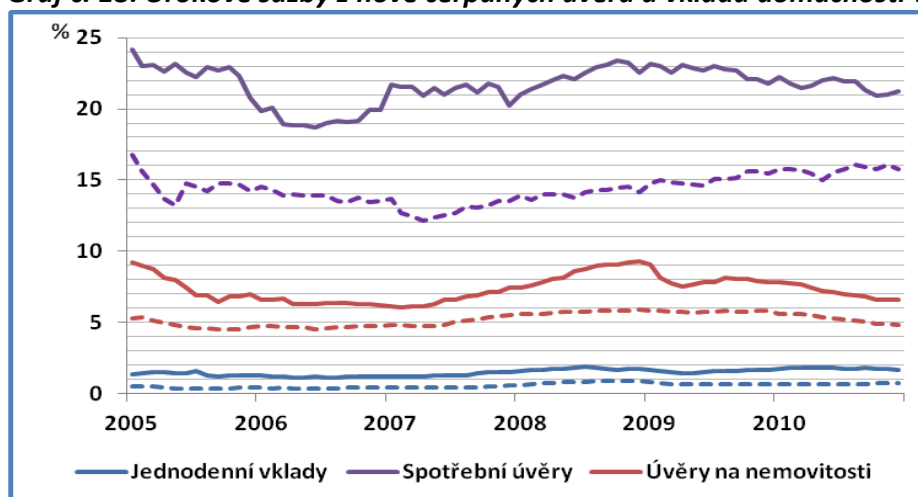
Zdroj: Eurostat, vlastní úprava

Z mezibankovních sazeb (PRIBOR, WIBOR) odvozují banky výši sazeb pro své klienty. Přičemž k těmto sazbám připočítají další nutné náklady banky, svůj zisk a rizikové přírážky. Rizikové přírážky vyjadřují míru úvěrového rizika spojeného s úvěrem. Jejich výše se odvíjí od délky splatnosti úvěrů, výše zajištění, dalšího výhledu vývoje ekonomiky a v neposlední řadě od bonity dlužníka. Správné určení úvěrového rizika je přitom klíčové, v opačném případě by totiž mohlo dojít k ohrožení samotné existence banky. Rozlišení kvalitních klientů od budoucích neplatičů je však poměrně složitý úkol. Většina spotřebních úvěrů je poskytována v menších částkách a bankám tak k posouzení bonity klienta stačí jen základní údaje, např. měsíční příjmy nebo úvěrová historie. V případě větších půjček nebo půjček na bydlení již banky uplatňují mnohem komplexnější přístup, který je však omezován snahou o minimalizaci nákladů. Ve většině případů tak banky pracují se skoringovými modely, které zařazují klienty do určitých rizikových skupin. Modely používané v jednotlivých bankách se vzájemně různí a jednotlivá kritéria pro výpočet bonity klienta banky pečlivě tají. Nejčastěji ovšem vychází z údajů uvedených v žádosti o úvěr, z úvěrových registrů a sociodemografických profilů (aplikační skoring) nebo také využívají údaje o finančním chování žadatelů (behaviorální skoring), např. charakter, výše a frekvence transakcí na bankovním účtu, úspěšnosti splacení minulých úvěrů atd. Kromě finančních údajů je také často zjišťován rodinný stav, vzdělání a pracovní zařazení žadatele nebo doba trvání posledního pracovního poměru. Podle dosaženého skóre je následně stanoven rating klienta, podle kterého se stanoví výše rizikové přírážky. Právě podcenění rizik a nízké požadavky na bonitu klienta přispěly

k úvěrové expanzi bank ve Spojených státech, která následně vyústila v celosvětovou finanční krizi a následnou hospodářskou recesi.⁶¹

Vývoj úrokových sazeb z úvěrů a vkladů bank za sektor domácnosti v České republice a v Polsku vidíme na dalším grafu. Výše těchto sazeb odráží míru rizika spojenou s jednotlivým typem úvěrů. V případě úvěrů na pořízení nemovitosti je míra rizika ze své podstaty menší, jelikož v případě nesplácení půjčky mohou banky přistoupit k prodeji dané nemovitosti a umořit tak zbytek dluhu. Úrokové sazby se obecně udržují na poměrně nízkých hodnotách. Ovšem v návaznosti na vývoj základních úrokových sazeb také zde dochází k mírnému zvýšení úrokových sazeb v letech 2007-2008, následované opětovným poklesem. Výjimku tvoří úrokové sazby ze spotřebních úvěrů v České republice, které pokračují v dalším růstu. Je to zřejmě zapříčiněno vyšší mírou rizikovosti těchto úvěrů v období nejistoty na trzích a přibývajícím počtem nesplácených úvěrů.

Graf č. 18: Úrokové sazby z nově čerpaných úvěrů a vkladů domácností v ČR a v PL



Zdroj: Eurostat, vlastní úprava

Pozn.: údaje pro ČR jsou v grafu vyznačeny přerušovanou čarou.

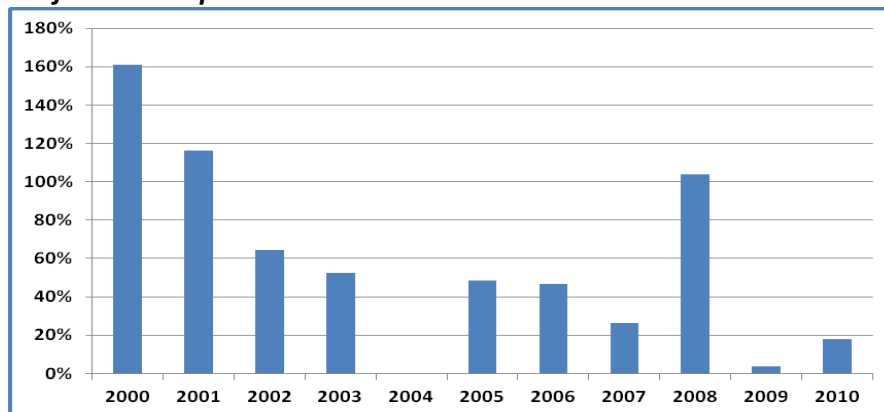
Jak vyplývá z předešlých analýz, ve srovnání s Českou republikou se úrokové sazby v Polsku dlouhodobě udržují na relativně vyšší úrovni. Vyšší úrokové míry přiměly domácnosti poohlédnout se za dalšími možnostmi financování svých finančních potřeb. Rozhodly se proto využít možnosti, které mezinárodně propojený finanční systém nabízí, a začaly přijímat úvěry denominované v cizí měně.⁶² Tato skutečnost byla podporována posilujícím kurzem polské měny a perspektivou dalšího posilování do budoucna. Na

⁶¹ Bukač, P., 2011

⁶² Zahraniční matky bank financují cizoměnové úvěry svých dcer.

následujícím grafu je zobrazen vývoj dynamiky zadlužování domácností v cizí měně. Největší tempa růstu úvěrů můžeme registrovat na začátku sledovaného období do roku 2003 a následně v letech 2005-2008. Tempo zadlužování domácností v cizí měně v uvedených letech bylo značné, průměrný meziroční růst činil 56 %. Pro srovnání v předešlých letech 1997-2000 dosahovalo průměrné tempo růstu cizoměnových úvěrů jen 6 % ročně.

Graf č. 19: Tempo růst úvěrů v cizí měně za sektor domácností v Polsku

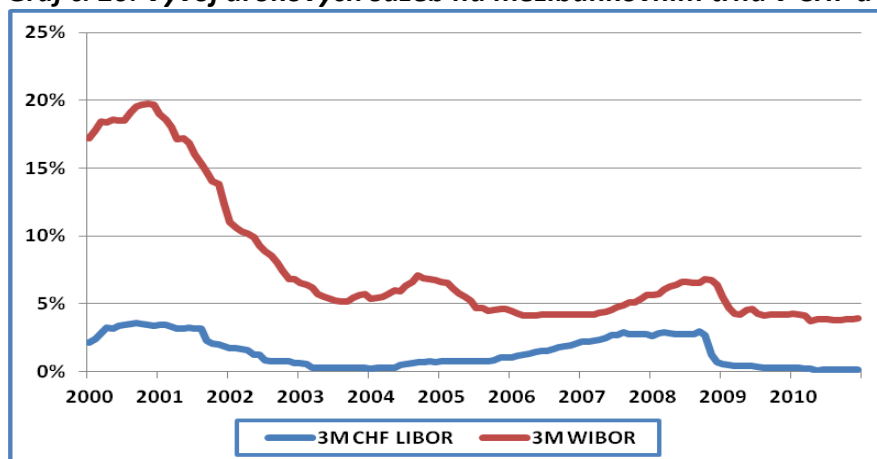


Zdroj: NBP, vlastní úprava

Jen pro připomenutí do roku 2008 tvořil podíl cizoměnových úvěrů na celkových dluzích domácností v Polsku 48 % a z toho 78 % bylo denominováno ve švýcarských francích. Volba švýcarské měny jako té hlavní přitom nebyla náhodná. Švýcarsko totiž tradičně patří mezi země s nejnižší úrokovou mírou a navíc se vyznačuje obecně stabilní ekonomikou.

Jak již bylo zmíněno, mezibankovní úrokové sazby stanovují cenu peněz na mezibankovním trhu a jsou tak hlavním faktorem ovlivňujícím výslednou hodnotu úrokových sazeb pro klienty. Srovnáme-li vývoj tříměsíční mezibankovní úrokové sazby ve Švýcarsku a Polsku, můžeme konstatovat, že ve sledovaném období jsou švýcarské mezibankovní sazby na mnohem nižší úrovni. Není proto překvapením, že domácnosti přistoupily k této levnější formě úvěrování.

Graf č. 20: Vývoj úrokových sazeb na mezibankovním trhu v CHF a v PL

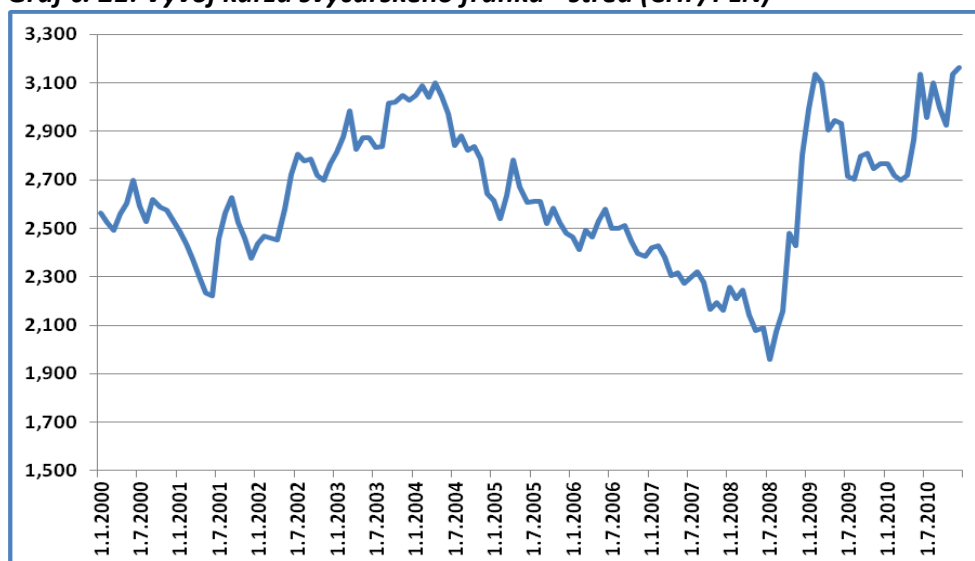


Zdroj: NBP, SNB, vlastní úprava

Ačkoliv jsou nízké sazby ve Švýcarsku při rozhodování domácností o úvěrech nepochybně zásadní, můžeme si všimnout, že v období nejmenšího úrokového diferenciálu mezi těmito sazbami v letech 2005-2008 docházelo v Polsku k silné expanzi cizoměnových úvěrů. Na oblíbenost zadlužování se polských domácností ve švýcarské měně má tak evidentně vliv také jiný faktor. Tím dalším důležitým faktorem je vývoj měnového kurzu.

Na následujícím grafu je znázorněn vývoj kurzu švýcarského franku vůči polskému zlotému v letech 2000-2010. Při srovnání vývoje kurzu s dynamikou zadlužování (graf č. 19) zjistíme, že v obdobích slabšího kurzu CHF/PLN docházelo k podstatnému nárůstu cizoměnových úvěrů. Naopak v letech, kdy docházelo k apreciaci kurzu se dynamika podstatně oslabovala.

Graf č. 21: Vývoj kurzu švýcarského franku - střed (CHF/PLN)



Zdroj: SNB, vlastní úprava

Oba uvedené faktory tak podstatnou měrou přispěly k růstu cizoměnového zadlužování polských domácností. V prvních čtyřech letech sledovaného období převládal vliv nízkých úrokových sazeb ve Švýcarsku, v letech 2005-2008 byl zase hlavním tahounem cizoměnového zadlužení depreciační vývoj kurzu švýcarského franku vůči zlotemu.

Negativním signálem pro domácnosti je razantní apreciacie měnového kurzu v posledních dvou letech sledovaného období. Tento vývoj je zapříčiněn nejistotou na světových trzích, následným odlivem investorů z rizikovějších oblastí (Polsko) a větší poptávkou po bezpečnějších aktivech, jako je např. zlato nebo právě švýcarský frank.⁶³

Z předchozí analýzy vyplývá, že nízké úrokové sazby spolu s dalšími působícími faktory výrazně přispěly k expanzi bankovních úvěrů v obou ekonomikách. Navíc v případě Polska kombinace relativně vyšších úrokových sazeb v domácí ekonomice a příznivý vývoj měnového kurzu zapříčinily narůst zadlužování domácností v cizí měně. Tato skutečnost podstatně zvýšila rizika jak pro domácnosti, tak pro celou ekonomiku v případě podstatnějšího oslabení polské měny. Výrazným zadlužením polských domácností v cizí měně došlo také k omezení účinnosti transmisního mechanismu a tedy k oslabení vlivu monetární politiky na vývoj ekonomiky.

V posledních dvou letech sledovaného období v důsledku hospodářského útlumu docházelo k dalšímu snižování základních úrokových sazeb až na historická minima a tedy snahám o další stimulaci obou ekonomik.

2.3. Vývoj zadlužování vládního sektoru v ČR a Polsku

Česká republika

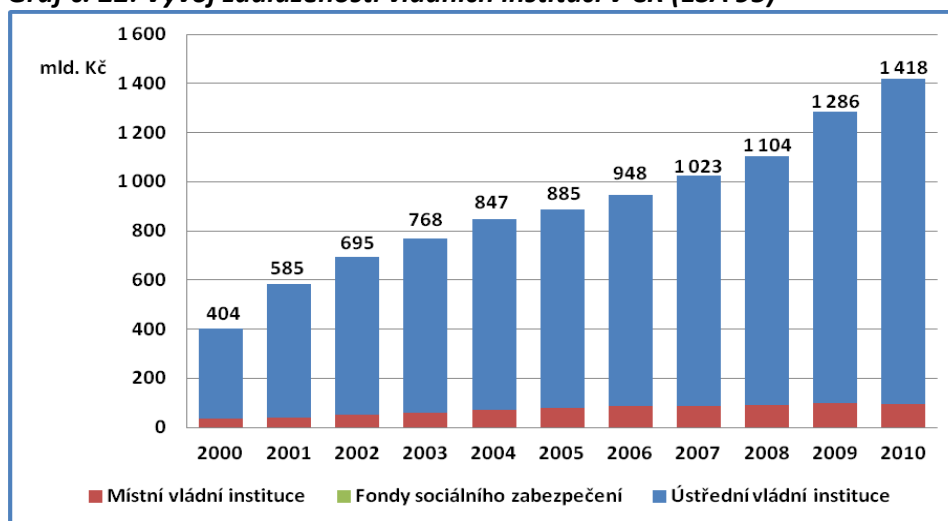
Míra zadluženosti vládního sektoru Československa na počátku transformace byla poměrně nízká, což také přispělo k příznivé výši dluhu nově vznikající České republiky. Tento počáteční dluh byl vytvořen sečtením dvou položek. Zaprvé převzetím části dluhu od bývalé federace, která tvořila cca 98 mld. Kč a zadruhé již existujícím dluhem České republiky (obligace ČR, závazky ČSOB) ve výši 65,6 mld. Kč. Celková výše dluhu České republiky tedy činila na začátku roku 1993 necelých 164 mld. Kč, což tvořilo v relativním vyjádření 17% HDP. V následujících letech velikost vládního dluhu stagnovala a navíc

⁶³ PAP, 2010

především z důvodu příznivého růstu ekonomiky docházelo k poklesu podílu dluhu na HDP. V roce 1996 tak patřily vládní instituce Česká republiky se zadlužením pouhých 11% HDP mezi nejméně zadlužené v Evropě. Charakteristické pro toto období byla také tendence převodu přímých vládních úvěrů do formy dluhopisů a snaha o snižování zahraničního zadlužení.⁶⁴

Od roku 1997 ovšem nastává změna dosavadního trendu a dochází ke zvyšování zadluženosti vládních institucí jak v absolutním tak v relativním vyjádření. Ve sledovaném období let 2000- 2010 je již zvyšování dluhu vládních institucí zcela běžnou skutečností a objem dluhu narůstá průměrně o 100 mld. Kč ročně. Na následujícím grafu můžeme vidět, že zatímco v roce 2000 dosahuje zadlužení vládních institucí zhruba 400 mld. Kč, jen o deset let později se zadluženost zvýšila více než 3 krát. Sektor vládních institucí je tvořen ústředními vládními institucemi (centrální vláda), místními vládními institucemi (místní správy a samosprávy) a fondy sociálního zabezpečení (parafiskální fondy). Ve většině států je výrazně dominující složkou zadlužení centrální vláda a je tomu tak i v případě České republiky. Podíl dluhu ústředních vládních institucí na celkovém veřejném (vládním) zadlužení ve sledovaném období neklesl pod 90 % a tvořil tak klíčový segment zadlužování. Co se týče dluhů na místní úrovni, můžeme zaznamenat taktéž nárůst objemu dluhu, avšak svou velikostí jsou stejně jako fondy sociálního zabezpečení v celkovém srovnání pouze marginální.

Graf č. 22: Vývoj zadluženosti vládních institucí v ČR (ESA 95)

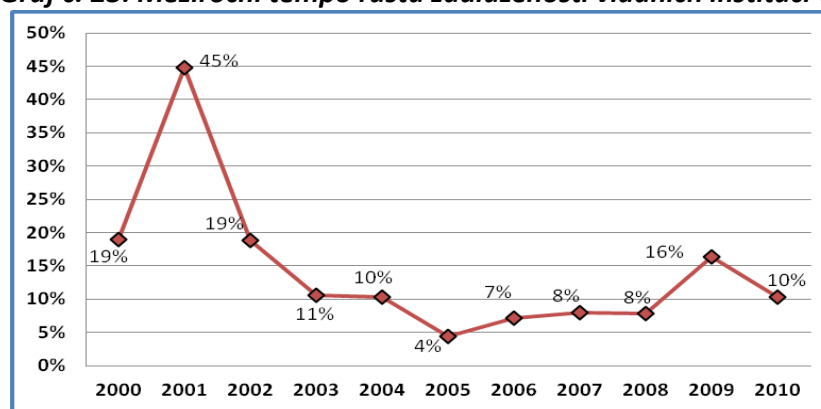


Zdroj: ČNB, vlastní úprava

⁶⁴ Dvořák P., 2008, str. 97-98

Co se týče dynamiky zadlužování vládních institucí v České republice, je zřejmé, že dochází k relativně stabilnímu tempu růstu objemu dluhu. Průměrná dynamika růstu úvěru v letech 2000 až 2010 dosahovala 14 %. Výjimečná situace nastala pouze v roce 2001, ve kterém byl zaznamenán poměrně razantní výkyv. Během jednoho roku došlo k nárůstu dluhu vládních institucí o více než 180 mld. Kč. Tento vysoký nárůst zadluženosti především v letech 2000 – 2002, byl zapříčiněn potřebou řešit zátěž nákladů transformace a sanovat portfolia největších bank a významných nefinančních institucí⁶⁵ (více v kapitole 2.4.2).

Graf č. 23: Meziroční tempo růstu zadluženosti vládních institucí v ČR

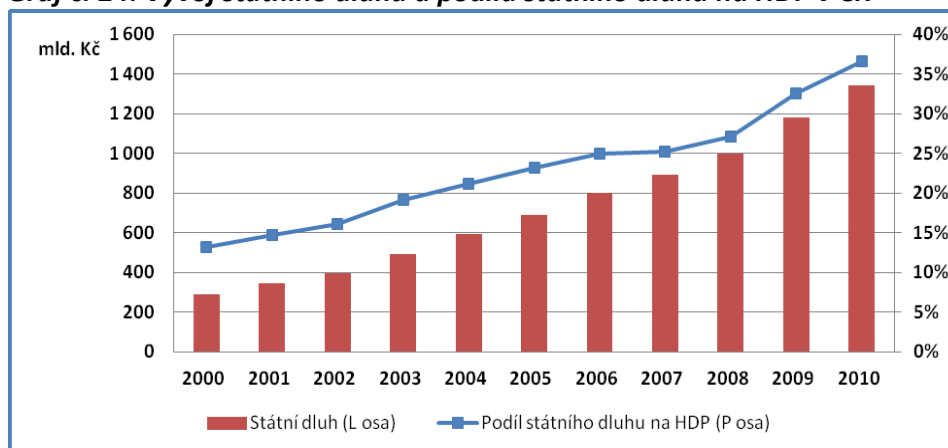


Zdroj: ČNB, vlastní úprava

Z výše zmíněných skutečností vyplývá, že hlavním tahounem zadlužování vládních institucí je dluh centrální vlády (můžeme definovat jako státní dluh). Na dalším grafu vidíme celkovou velikost státního dluhu jak v absolutním tak v relativním vyjádření, vycházející z údajů ministerstva financí. Je zřejmé, že ve sledovaném období došlo k nárůstu státního dluhu o více než 1 000 mld. Kč a v roce 2010 dosahoval hodnoty 1 344 mld. Kč. K růstu zadlužení docházelo také v relativním vyjádření, podílem dluhu na HDP. Zrychlená dynamika zadlužování je z tohoto ukazatele patrná zejména v letech 2009-2010, což bylo z velké části způsobeno recesí a poklesem HDP. V roce 2010 tak tvořil státní dluh 36,6 % HDP a za pouhých deset let se zvýšil o více než 23 %.

⁶⁵ Dubská D., 2007

Graf č. 24: Vývoj státního dluhu a podílu státního dluhu na HDP v ČR



Zdroj: MF ČR, vlastní úprava

Z hlediska struktury státního dluhu (tabulka č. 1) je zjevné, že ve sledovaných letech zcela dominoval dluh domácí nad dluhem zahraničním. V případě domácího dluhu je patrná tendence snižování podílu krátkodobých dluhopisů na úkor těch dlouhodobějších. V roce 2000 tvořily krátkodobé dluhy více než 60 % celkového domácího dluhu a o deset let později již pouhých 11 %. Co se týče zahraničního dluhu, je sice svým objemem podstatně menší než dluh domácí, přesto od roku 2004 vlivem úspěšných emisí dluhopisů v zahraničí jeho podíl postupně narůstá. Do roku 2010 tak podíl zahraničního dluhu na celkovém zadlužení státu dosáhl 23 % a během dekády se tak zvýšil o 16 %. V posledních letech k růstu zahraničního dluhu přispívají také půjčky od Evropské investiční banky. Dluhy zařazené do položky ostatní závazky postupně klesají a jsou tvořeny především státem převzatými závazky od ČSOB a směnkami.

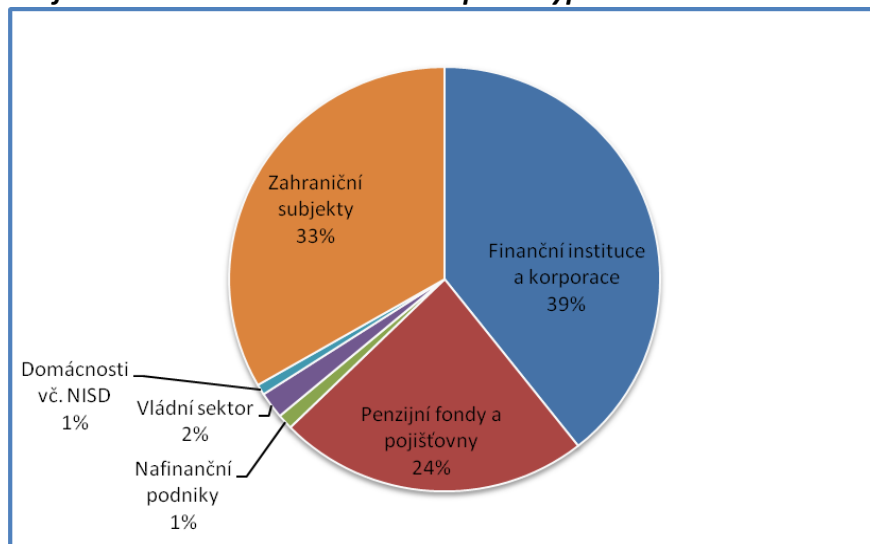
Tabulka č. 1: Struktura a vývoj státního dluhu v ČR (mld. Kč)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
STÁTNÍ DLUH CELKEM	289,3	345,0	395,9	493,2	592,9	691,2	802,5	892,3	999,8	1 178,2	1 344,1
Domácí dluh	269,6	336,2	386,7	479,9	522,6	581,8	680,9	769,3	814,3	926,7	1 036,3
Státní pokladniční poukázky	165,3	186,6	164,1	160,6	125,5	94,2	89,6	82,2	78,7	88,2	113,3
Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy	104,3	149,6	222,6	319,3	397,0	487,5	588,9	687,1	735,6	838,5	923,0
Ostatní zdroje	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahraniční dluh	19,7	8,8	9,2	13,3	70,3	109,4	121,6	123,0	185,5	251,5	307,8
Zahraniční emise dluhopisů	0,0	0,0	0,0	0,0	48,8	78,9	84,1	83,7	137,9	193,0	240,3
Půjčky od EIB	0,0	0,0	2,5	11,7	20,7	29,7	36,7	38,7	46,8	57,9	67,2
Ostatní závazky	19,7	8,8	6,8	1,6	0,9	0,8	0,8	0,6	0,8	0,6	0,3

Zdroj: MF ČR, vlastní úprava

Z hlediska rozložení státního dluhu podle jeho věřitelů je evidentní, že největším držitelem státního dluhu jsou domácí instituce. Segment finančních institucí a korporací obsahující především komerční banky dosahuje 39 %, podstatnou roli věřitele hrají také penzijní fondy a pojišťovny s téměř třetinovým podílem. Významné jsou také zahraniční subjekty, které v posledních letech významně navýšili podíl dluhových instrumentů České republiky ve svých portfoliích. Pro srovnání v roce 2000 byl podíl zahraničních subjektů pouze zhruba 10 %. Poptávka ze strany zahraničních subjektů indikuje, že jsou zatím dluhové instrumenty českého státu považovány za relativně bezpečnou investici. Ostatní sektory nejsou z hlediska držby státních dluhů příliš významné.

Graf č. 25: Rozložení státního dluhu podle typu věřitele v ČR v roce 2010



Zdroj: MF ČR, vlastní úprava

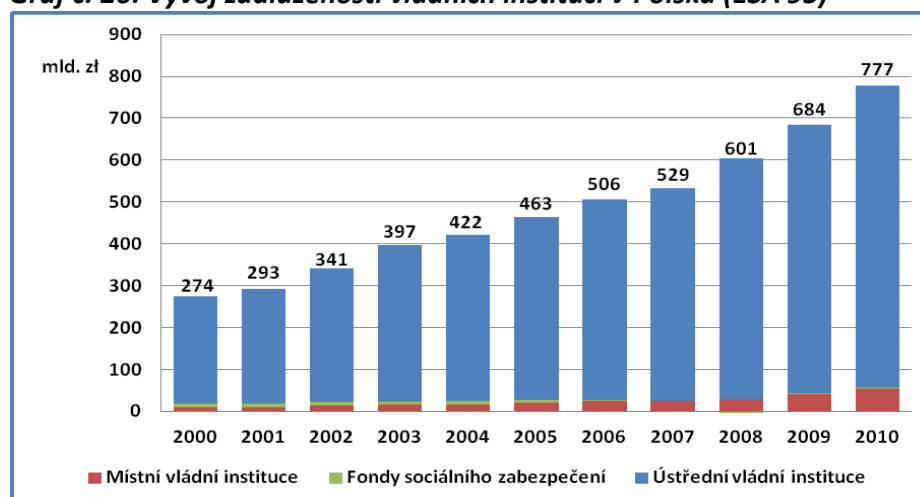
Polsko

Vývoj zadluženosti vládních institucí v Polsku prošel mnohem bouřlivějším procesem, než tomu bylo v případě České republiky. Celá 70. léta v Polsku byla ve znamení masivního přílivu poměrně levných půjček ze západu. Polsko ve snaze o co nejrychlejší rozvoj a dohánění hospodářsky rozvinutého západu (import strojů a technologií) se ve velké míře zadlužovalo. Zcela zásadní v tomto období byly pro Polsko výnosy z exportu uhlí a mědi, které umožnily relativně úspěšné splácení všech zahraničních dluhů. Podle slov E. Gierka prvního tajemníka Polské dělnické strany, bylo Polsko v 70. letech vzorným dlužníkem, splácejícím včas všechny dluhy i s úroky. Extremní růst dluhu Polska sice na jedné straně zvyšoval hrubý domácí produkt a životní úroveň všech obyvatel. Ovšem na straně druhé byla většina dluhů směřována do spotřeby a

především do neproduktivní výroby (odhadem pouze 20% směřovalo na produktivní investice). Krizové se pro Polsko stala 80. léta. Všeobecný nárůst úrokových sazeb ve světě a přicházející recese, kdy došlo k poklesu cen exportovaných surovin, přispěly k postupnému předlužení Polska a neschopnosti splácet své závazky (1982). Prováděná úsporná opatření v dalších letech vedla k razantnímu poklesu životní úrovně obyvatel, následným protestům veřejnosti a v konečném důsledku přispěla k pádu komunizmu. Změna režimu ovšem neznamenala zánik všech dluhů. Avšak částečnou odměnou pro Polsko za obalení komunizmu byla korekce výše dluhu a prodloužení doby splácení. Polsku se nakonec podařilo splatit většinu zahraničního dluhu ze 70 let již do roku 2009.⁶⁶

Jak můžeme vidět na následujícím grafu, zůstatky historického dluh ze 70. a 80. let nejsou jedinou příčinou poměrně vysokého zadlužení vládních institucí v Polsku. Od roku 2000 začalo docházet k dalšímu nárůstu dluhů a za pouhých deset let se míra zadlužení vládního sektoru zvýšila o více než 500 mld. zł. Na konci roku 2010 byla výše veřejného dluhu zhruba 777 mld. Kč. Stejně jako u České republiky je v Polsku v oblasti dluhu zcela dominantní segment centrální vlády, místní instituce a parafiskální fondy jsou mírou zadlužení téměř bezvýznamné. Avšak u místních vládních institucí můžeme zaznamenat ve sledovaném období poměrně zásadní nárůst tempa zadlužování, dosahující v průměru 19 % ročně. Tento nový trend v zadlužování je zapříčiněn především potřebou spolufinancování investic z evropských fondů⁶⁷.

Graf č. 26: Vývoj zadluženosti vládních institucí v Polsku (ESA 95)



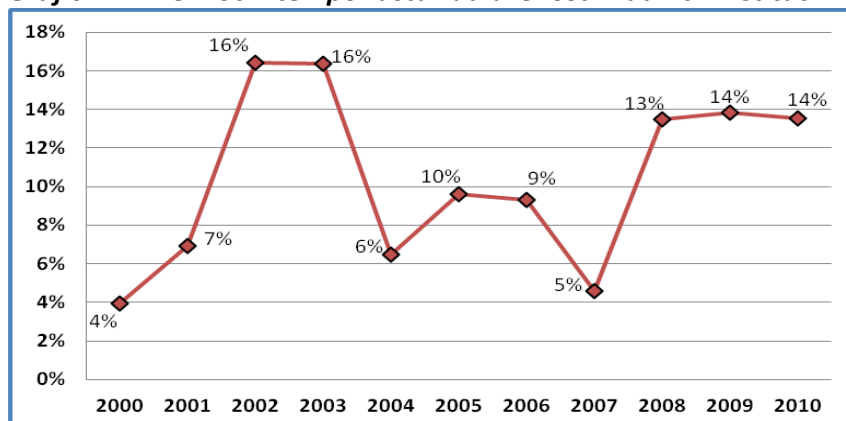
Zdroj: MF PL, vlastní úprava

⁶⁶ Zalega D., 2011

⁶⁷ Cieślak-Wróblewska A., 2012

Na dalším grafu můžeme vidět vývoj tempa zadlužování vládních institucí v Polsku. K největší dynamice růstu úvěru docházelo především v letech 2002 - 2003 a následně v období let 2008 - 2010. Ve srovnání s Českou republikou bylo tempo růstu zadluženosti v Polsku téměř shodné a dosahovalo v průměru 11% ročně.

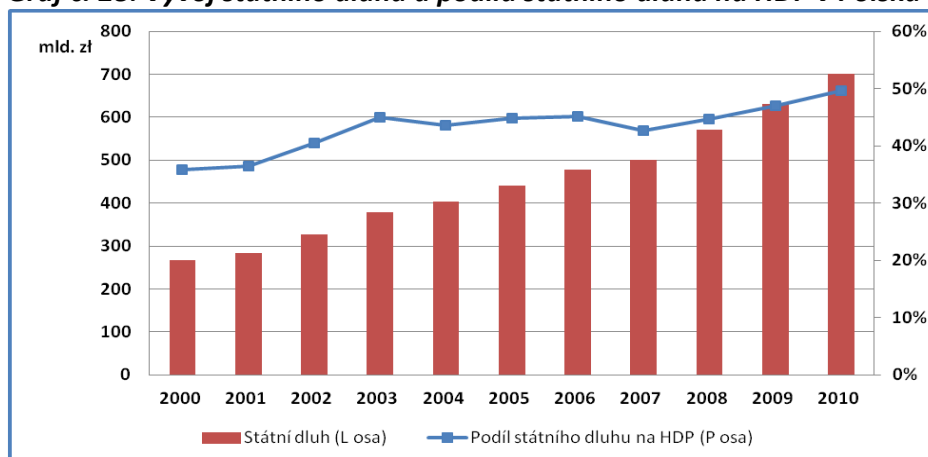
Graf č. 27: Meziroční tempo růstu zadluženosti vládních institucí v Polsku



Zdroj: MF PL, vlastní úprava

Jak již bylo zmíněno, klíčovým v oblasti zadlužování vládních institucí je segment centrální vlády. Při bližším pohledu na tento segment (graf č. 28) je zřejmé, že od roku 2000 docházelo k systematickému navyšování dluhů a v roce 2010 překročil státní dluh hranici 700 mld. Kč. Prakticky v celém sledovaném období docházelo také k růstu podílu dluhu na HDP, s výjimkou let 2004-2007, kdy tento podíl stagnoval především v důsledku výrazného růstu ekonomiky.

Graf č. 28: Vývoj státního dluhu a podílu státního dluhu na HDP v Polsku



Zdroj: MF PL, vlastní úprava

Struktura státního dluhu Polska (tabulka č. 2) je ve srovnání s Českou republikou do značné míry odlišná. Domácí dluh není tak dominantním, jelikož zahraniční dluh tvoří

poměrně významný podíl na celkovém zadlužení státu. Vyšší objem zahraničního dluhu především na začátku sledovaného období je odkazem mohutného zahraničního zadlužování Polska v 70. a 80. letech. Tyto dluhy (Pařížský klub, Londýnský klub) se dařilo v posledních letech poměrně úspěšně splácet, a proto také do roku 2001 celkový zahraniční dluh klesal. Avšak od roku 2002 dochází k opětovnému zvyšování zahraničního zadlužení taženého novými emisemi zahraničních dluhopisů a půjčkami od mezinárodních institucí. U domácího dluhu dochází k dlouhodobému nárůstu, který je kryt v první řadě emisí dlouhodobějších dluhových instrumentů. Tempo růstu domácího dluhu je ve vztahu k dluhu zahraničnímu podstatně vyšší a dochází tak ke zvyšování jeho podílu na celkovém zadlužení státu. V roce 2000 tvořil domácí dluh 55 % podíl na celkovém státním dluhu, o deset let později již podíl dosahoval 72 %.

Závazky zařazené pod položku ostatní zdroje, zahrnující především emitované dluhopisy v souvislosti s restrukturalizací, dále pak závazky vzniklé z důvodu neústavního zmrazení mezd ve státním sektoru a omezení valorizace důchodů z let 1991 až 1992, jsou postupně umořovány.⁶⁸

Tabulka č. 2: Struktura a vývoj státního dluhu v Polsku (mld. zł)

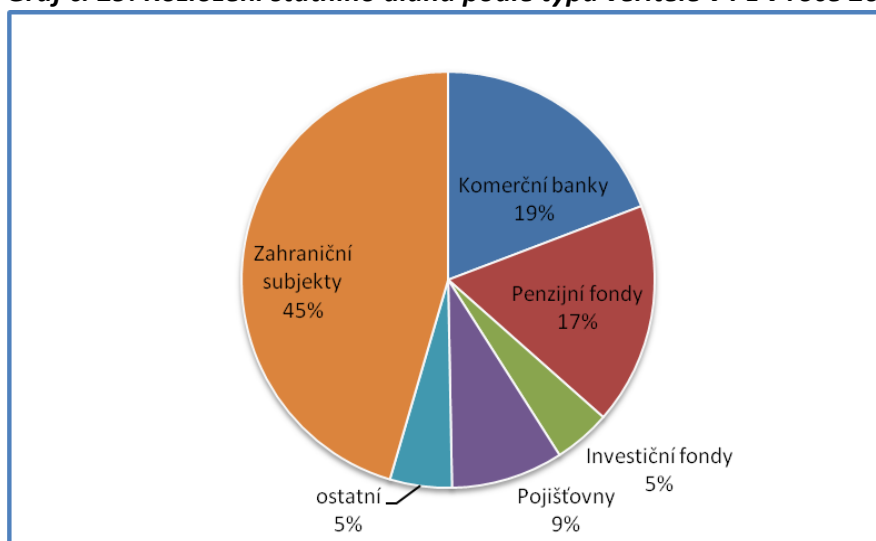
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
STÁTNÍ DLUH CELKEM	266,8	283,9	327,9	378,9	402,9	440,2	478,5	501,5	569,9	631,5	701,9
Domácí dluh	146,0	185,0	219,3	251,2	291,7	315,5	352,3	380,4	420,2	462,7	507,0
Státní pokladniční poukázky	23,4	35,2	42,0	48,1	46,9	24,4	25,8	22,6	50,4	47,5	28,0
Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy	94,1	123,5	153,9	184,5	226,6	278,4	317,0	350,9	360,8	405,4	471,3
Spořicí státní dluhopisy	2,0	6,1	7,7	7,5	9,1	8,6	7,2	6,3	7,9	9,3	7,6
Ostatní zdroje	26,5	20,3	15,7	11,2	9,1	4,1	2,3	0,6	1,1	0,5	0,1
Zahraniční dluh	120,8	98,9	108,6	127,8	111,2	124,7	126,2	121,1	149,7	168,8	194,8
Zahraniční emise dluhopisů	22,5	23,4	29,2	44,3	48,5	83,9	90,6	92,3	121,2	134,1	155,5
Pařížský klub	87,7	65,0	66,0	67,1	50,3	25,2	17,9	10,5	3,2	0,3	0,3
Půjčky od mezinárodních institucí	9,6	9,8	11,5	15,3	12,0	15,3	17,4	18,2	25,0	34,2	38,9
Ostatní závazky	1,0	0,8	1,9	1,1	0,5	0,4	0,2	0,2	0,4	0,2	0,2

Zdroj: MF PL, vlastní úprava

⁶⁸ MSP, 2006

Klíčovými věřiteli státního dluhu jsou zahraniční subjekty, jejich podíl se během sledovaného období nepatrně zvýšil především vlivem větší participace v oblasti domácího dluhu. Domácí instituce jsou držiteli 50 % státního dluhu a z toho jedna třetina je v držení komerčních bank, jejich podíl však postupně klesá. Od roku 2000 byl největší nárůst držby státního dluhu zaznamenán u penzijních fondů. Tento nárůst souvisí především s reformou důchodového systému v Polsku a zavedením kapitálového financování (druhý pilíř) v roce 1999.⁶⁹

Graf č. 29: Rozložení státního dluhu podle typu věřitele v PL v roce 2010



Zdroj: MF PL, vlastní úprava

Komparace

Stejně jako v případě domácností se v následující části práce zaměříme na srovnání velikosti a trendu zadlužování u obou ekonomik. Pro analýzu použijeme ukazatel relativní zadluženosti – podíl **dluhu/deficitu na HDP**, který umožňuje lepší srovnání zadluženosti mezi jednotlivými státy. Zaměříme se nejen na srovnání analyzovaných ekonomik, ale také na situaci v rozvinutých západoevropských státech. Reprezentantem těchto států budou opět hodnoty vycházející z průměrných hodnot 17 států tvořících eurozónu.

V souvislosti s Evropskou unií byla také stanovena konvergenční kritéria (Maastrichtská kritéria) ve fiskální oblasti, které vstoupily v platnost v roce 1993. Tyto fiskální kritéria vznikly kvůli obavě z krátkodobé i dlouhodobé fiskální nerovnováhy

⁶⁹ Na základě Ustawy o funduszach emerytalnych, 28.8.1997.

členských zemí tvořících Evropskou měnovou unií. Členské státy usilující o vstup do měnové unie musejí tak splnit následující podmínky:⁷⁰

- Deficit veřejných financí. Poměr plánovaného nebo skutečného schodku veřejných financí k HDP v tržních cenách nepřekročí 3 % kromě případů, kdy
 - referenční poměr podstatně klesl nebo se neustále snižuje, a to až k úrovni, která se blíží referenční hodnotě,
 - překročení referenční hodnoty bylo pouze výjimečné a dočasné a poměr zůstává blízko referenční hodnoty.
- Veřejný dluh. Poměr veřejného dluhu v tržních cenách k HDP nepřekročí 60 %, s výjimkou případů, kdy se poměr dostatečně snižuje a blíží se uspokojivým tempem k referenční hodnotě.

Tyto podmínky musejí být dodržovány na základě Paktu stability a růstu i nadále po vstupu do měnové unie.

Stanovená fiskální kritéria do značné míry přispěla k umravňování státu v oblasti zadlužování. Avšak existuje celá řada kritických názorů označujících fiskální kritéria jako příliš rigidní, neberoucí v úvahu situaci v jednotlivých zemích a pozici v hospodářském cyklu.⁷¹ Je pravdou, že sankce za neplnění kritérií byly nastaveny poměrně tvrdě a proto se ve většině případů ani neuplatňovaly. V průběhu let tak docházelo v řadě států, včetně těch významných jako je Německo nebo Francie, k neplnění stanovených fiskálních pravidel.

V roce 2009 byly navíc do polské ústavy zakotveny dluhové brzdy (progi ostrożnościowe) ve výši 50 %, 55 % a 60 % podílu veřejného dluhu na HDP⁷² a již při překročení 55 % hranice je vyžadována realizace zcela zásadních fiskálních opatření.

Již z údajů uváděných v předchozím textu o zadluženosti vládních institucí v absolutním vyjádření jsme mohli konstatovat, že obě analyzované ekonomiky ve sledovaném období pokračovaly v další tvorbě dluhů. Následující graf tuto skutečnost

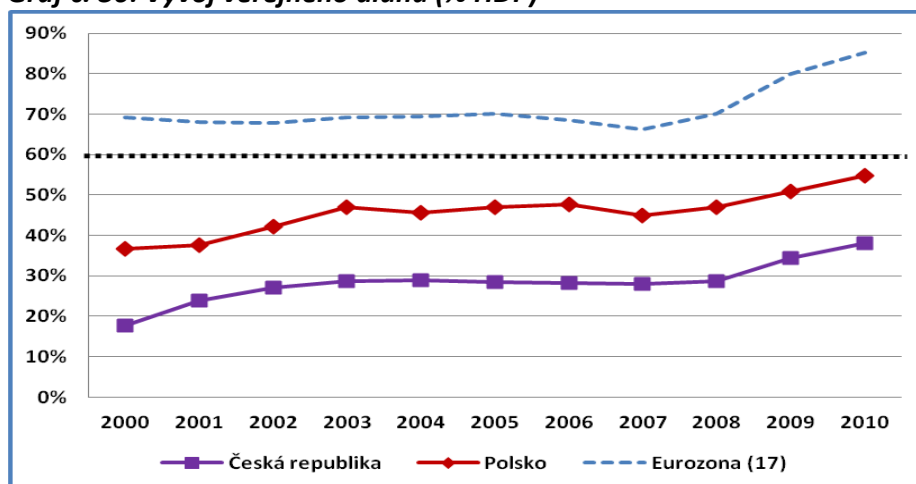
⁷⁰ Dvořák P., 2008, str.92

⁷¹ tamtéž

⁷² Ustawa z dnia 27. 8. 2009 r. o finansach publicznych. Pozn. podle vládní metodiky GFS 1986.

potvrzuje také v relativním vyjádření. Ve srovnání s Českou republikou dosahuje veřejný dluh v Polsku vyšších hodnot, avšak k dalšímu navyšování dluhu dochází v obou ekonomikách obdobným způsobem. V roce 2010 tak veřejný dluh v České republice a Polsku činil 38,1 % resp. 54,8 % HDP. Veřejný dluh v Polsku se tak výrazně přiblížil jak k domácím, tak k evropským referenčním hodnotám a zásadně tak snížil další fiskální manévrovací prostor vlády. Co se týče křivky reprezentující státy tvořící eurozónu, je sice do značné míry nadhodnocena třemi státy (Belgie, Itálie, Řecko) jejichž výše veřejného dluhu se pohybuje kolem 100 % HDP, vypovídá však o stagnaci míry zadlužení a snaze o konsolidaci veřejného dluhu. Ovšem je třeba poznamenat, že k tomuto vývoji docházelo v období zvýšeného růstu většiny ekonomik. Naopak negativní vývoj v posledních dvou letech sledovaného období je částečně ovlivněn celosvětovou recesí a poklesem HDP.

Graf č. 30: Vývoj veřejného dluhu (% HDP)

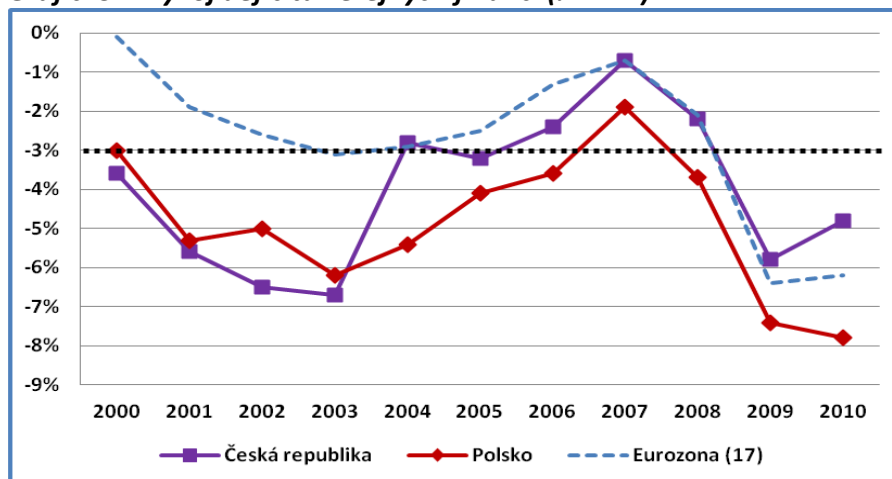


Zdroj: Eurostat, vlastní úprava

Saldo veřejných financí, jak již bylo uvedeno, vyjadřuje krátkodobou fiskální nerovnováhu, která následně přispívá ke vzniku dlouhodobé nerovnováhy a tedy veřejného dluhu. Jak můžeme vidět na dalším grafu schodkové financování je u obou ekonomik permanentního rázu a tvoří tak zásadní problém veřejných financí. Deficity veřejných financí států eurozóny nejsou v průměru tak velké a s výjimkou krizových let 2009 – 2010 se jim daří fiskální kriteria plnit. U obou analyzovaných ekonomik je situace o trochu horší. Dosáhnout maximální hodnoty deficitu ve výši 3 % se příliš nedaří. Od roku 2003 sice dochází k určitému zlepšení, ovšem nesmíme zapomínat, že se jedná o období vysokého hospodářského růstu. Ve srovnání s Českou republikou je Polsko od roku 2004 méně disciplinované a dosahuje větších deficitů. Tato skutečnost je nejvíce patrná

v krizových letech 2009 a 2010, ve kterých deficit veřejných financí byl více než 7 %. K takto výrazným deficitům došlo i přesto, že Polsko jako jediná z evropských zemí nezaznamenalo recesi.

Graf č. 31: Vývoj deficitu veřejných financí (% HDP)



Zdroj: Eurostat, vlastní úprava

2.4. Příčiny zadlužování vládního sektoru

Jak vyplývá z předchozí analýzy, klíčovou oblastí rostoucího zadlužování sektoru vládních institucí ve sledovaném období v obou ekonomikách je centrální vláda. Hlavní příčinou zadlužování na této úrovni jsou krátkodobé fiskální nerovnováhy a tedy opakované deficity státního rozpočtu.

2.4.1. Státní rozpočet

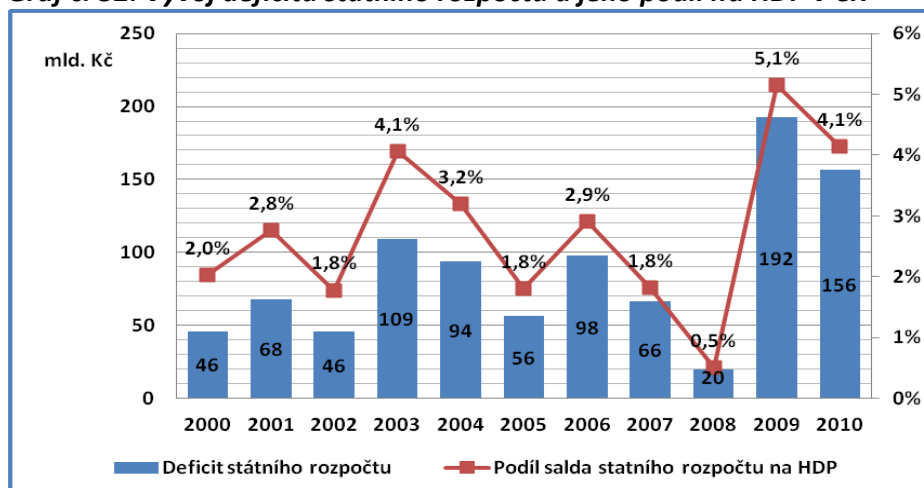
Co se týče České republiky, v letech 2000 - 2008 rostly příjmy státního rozpočtu poměrně plynule. Výjimkou byl pouze rok 2003, ve kterém došlo k poklesu příjmu státního rozpočtu o více než 5 mld. Kč. Tento pokles byl způsoben především razantním snížením nedaňových příjmů. Od roku 2009 můžeme zaznamenat projevy spojené s nepříznivým hospodářským vývojem a legislativními změnami na příjmové straně, kdy došlo k razantnímu poklesu prakticky všech daňových příjmů (především však daní příjmových). Klíčovými příjmy státního rozpočtu jsou příjmy daňové, které v roce 2010 tvořily 86 % podíl na celkových příjmech. Z daňových příjmů jsou nejvýznamnější spotřební daň, DPH a pojistné na sociální zabezpečení. Ve sledovaném období je charakteristický trend

postupného zvyšování významu nepřímých daní (spotřební daň, DPH), tyto daně díky nadprůměrnému růstu významně přispěly ke zvyšování celkových příjmů státního rozpočtu.

V oblasti výdajů státního rozpočtu dochází od roku 2000 také k jejich soustavnému zvyšování, avšak dynamika růstu postupně oslabuje. Tato skutečnost pramení ze snahy vlády omezovat výdajovou stranu rozpočtu. K meziročnímu poklesu výdajů ovšem dochází až v roce 2008 v souvislosti s úspornými opatřeními vlády (zákon o stabilizaci veřejných rozpočtů). S příchodem recese v roce 2009 dochází opět k výraznému navýšení výdajů státního rozpočtu. Největšími výdaji státního rozpočtu jsou běžné výdaje – transfery a sociální výdaje. Obě tyto položky spolu se státním dluhem tvořily ve sledovaném období nejvíce rostoucí výdaje. V oblasti sociálních výdajů rostly hlavně důchody a podpora v nezaměstnanosti. Co se týče transferů, byly klíčovými položkami růstu výdajů transfery veřejným rozpočtům. Ve srovnání s výchozím rokem 2000 se do roku 2010 sice příjmy státního rozpočtu zvýšily o 71 %, avšak na straně výdajů došlo k razantnějšímu zvýšení o 83 %.

Z důvodu výše uvedeného vývoje dochází v celém sledovaném období k deficitům státního rozpočtu a tedy potřebě dluhového financování schodku. Výše schodku státního rozpočtu má od roku 2000 značně kolísavý vývoj. Podstatnější zvýšení deficitu bylo zaznamenáno především v letech 2003 a 2006. Deficit z roku 2003 byl zapříčiněn poklesem na straně příjmu státního rozpočtu. V roce 2006 k vyššímu deficitu přispěl jak pokles příjmů, tak nárůst výdajů. Nejnižší deficit státního rozpočtu ve sledovaném období byl dosažen v roce 2008, byl ovšem následován enormním schodkem v roce 2009 vzniklým v souvislosti s příchodem hospodářského ochlazení. Schodek státního rozpočtu ve zmíněném roce dosáhl výše 192 mld. Kč a přispěly k němu opět obě strany rozpočtu. V období let 2000 – 2010 tak deficit státního rozpočtu dosahoval v průměru 2,7 % HDP.

Graf č. 32: Vývoj deficitu státního rozpočtu a jeho podíl na HDP v ČR



Zdroj: ČNB, vlastní úprava

V Polsku docházelo k růstu příjmu státního rozpočtu prakticky v celém sledovaném období, výjimku tvořil pouze rok 2010. Pokles příjmu v tomto roce byl však způsoben vyřazením poskytovaných dotací EU z příjmu státního rozpočtu⁷³. K nárůstu příjmu státního rozpočtu od roku 2000 sice docházelo, ale dynamika růstu byla poměrně mírná. Výjimkou bylo období let 2005-2007 s téměř 15 % průměrným meziročním růstem příjmů. Takto vysoký nárůst příjmu byl dosažen především zásluhou růstu příjmu z přímých daní. Je třeba poznamenat, že zmíněné období bylo obecně obdobím vysokého růstu ekonomiky Polska. K poklesu příjmu v následujících krizových letech 2009 – 2010 nedošlo pouze zásluhou růstu nepřímých daní a nedaňových příjmů. Stejně jako v případě České republiky jsou klíčovými příjmy státního rozpočtu příjmy daňové (89 % v roce 2010) a v rámci těchto příjmů jsou nejvýznamnější spotřební daň a DPH. Největším tahounem růstu příjmu státního rozpočtu jsou opět především nepřímé daně.

V oblasti výdajů státního rozpočtu Polska docházelo k jeho zvyšování taktéž v celém sledovaném období⁷⁴. Od roku 2003 navíc můžeme zaznamenat v oblasti dynamiky růstu výdajů výrazně rostoucí trend. Tento trend byl sice mírně korigován v letech 2008 – 2009, v následujícím roce však došlo k opětovnému zvýšení tempa růstu výdajů. Největšími výdaji státního rozpočtu jsou transfery veřejným institucím a sociální dotace. Sociální příjmy a výdaje v Polsku nejsou součástí státního rozpočtu. Pro tyto operace jsou vytvořeny zcela speciální fondy (např. „FUS“, „FER“), řízeny státními

⁷³ PFE, 2010

⁷⁴ Výjimkou rok 2010, kdy došlo k poklesu. Tento pokles byl však způsoben pouze vyčleněním dotací EU do speciálního fondu.

institucemi („ZUS“, „KRUS“), které tak plní funkci prvního pilíře sociálního zabezpečení. Sociální dotace v případě státního rozpočtu jsou tedy přímými platbami pokrývajících vzniklé deficity fondů v jednotlivých letech. Co se týče tempa růstu výdajů, k nejrychleji rostoucím položkám ve sledovaném období patřily výdaje na platy a kapitálové výdaje na investiční nákupy. Od výchozího roku 2000 do roku 2010 vzrostly příjmy státního rozpočtu o 85 %, avšak výdaje dosáhly 95 % nárůstu.

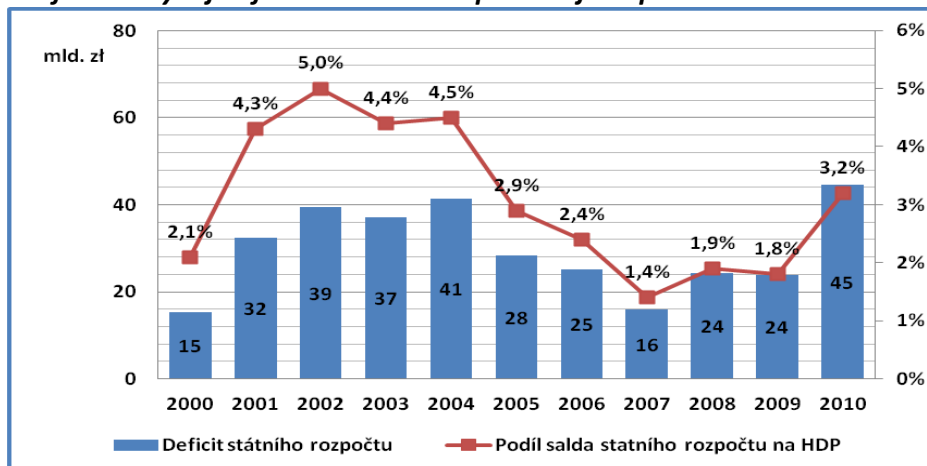
Výdajové straně rozpočtu jak v případě Polska tak České republiky dominují povinné zákonem nebo jinými právními normami stanovené výdaje (tzv. mandatorní výdaje) a také výdaje u kterých existuje nepřímá povinnost státu vynakládat finanční prostředky (tzv. quasi mandatorní výdaje). Mezi nejvýznamnější mandatorní výdaje můžeme zařadit např. sociální transfery, platby státu do zdravotního pojištění, příspěvky do rozpočtu EU, výdaje na dluhovou službu, aj. Quasi mandatorními výdaji jsou např. výdaje na zahraniční pomoc, platy zaměstnanců veřejného sektoru, výdaje na aktivní politiku zaměstnanosti nebo výdaje na kapitolu ministerstva obrany. Uvedené výdaje se pohybovaly ve sledovaném období kolem hodnoty 70 % všech výdajů státního rozpočtu, přičemž v posledních letech byl zaznamenán výrazný nárůst především v oblasti mandatorních výdajů. Ve srovnání s ostatními evropskými zeměmi se jedná o poměrně vysoký podíl, do značné míry ovlivňující velikost deficitu státního rozpočtu v jednotlivých letech. Takto vysoký podíl mandatorních a quasi mandatorních výdajů vyjadřuje poměrně velkou zatíženost státního rozpočtu povinnými platbami a omezenou manévrovací schopnost stabilizační fiskální politiky.⁷⁵

Co se týče deficitů státního rozpočtu, také v případě Polska jsme svědky převládajících deficitů v celém sledovaném období. Od výchozího roku 2000 dochází k jejich postupnému zvyšování, v důsledku vyšší dynamiky růstu výdajů ve srovnání s příjmy. Avšak v období let 2005 – 2007 můžeme zaznamenat změnu růstového trendu a pokles vykazovaných deficitů státního rozpočtu. Tento vývoj je zapříčiněn vyšší dynamikou růstu na příjmové straně rozpočtu v souvislosti s vysokým ekonomickým růstem Polska v uvedeném období. Stejně jako v případě České republiky se hospodářské ochlazení v závěru sledovaného období projevilo opětovným nárůstem deficitů, ovšem

⁷⁵ Kasperowicz-Stępień A., 2011, str. 83-92; ASOCR, 2011

v mnohem menší míře. V celém sledovaném období dosahovaly deficity státního rozpočtu v průměru 3 % HDP ročně.

Graf č. 33: Vývoj deficitu státního rozpočtu a jeho podíl na HDP v PL



Zdroj: GUS, vlastní úprava

Jak v České republice, tak v Polsku bylo v celém sledovaném období, již dopředu plánováno s negativním saldem státního rozpočtu. Tento trend byl udržován přesto, že v obou ekonomikách docházelo k poměrně výraznému hospodářskému růstu (především v letech 2004 - 2007). Podle keynesiánců je nanejvýš vhodné v dobách ekonomického ochlazení dodatečně stimulovat ekonomiku vládními výdaji financovanými dluhem. Ovšem v dobách konjunktury by měly být přebytkové rozpočty schopny tyto dluhy splácet. Keynes tedy obhajoval pouze krátkodobé deficity. V současnosti je realizována politika, R. Higgsem označovaná jako „vulgární keynesiánství“⁷⁶, kdy dochází ke keynesiánské dluhové stimulaci také v dobách poměrně úspěšného vývoje ekonomiky. Dlouhodobé deficitní financování, ke kterému v současnosti dochází, je ovšem z dlouhodobé perspektivy neudržitelné.

Přesnější vymezení příčin vzniku deficitů rozpočtu nám pomůže určit stanovení cyklické a strukturální složky. Cyklický deficit vzniká v důsledku působení hospodářského cyklu na příjmy a výdaje rozpočtu. Vznik cyklických deficitů souvisí většinou s působením automatických stabilizátorů. Strukturální deficit označován také jako cyklický očištěný deficit je část deficitu, která zůstane po odečtení cyklické složky. Strukturální deficit vzniká, přestože se ekonomika pohybuje na úrovni potenciálního produktu a plné zaměstnanosti. Tento deficit je považován za vědomou fiskální politiku vlády. Je odrazem

⁷⁶ Higgs R., 2011

diskrečních zásahů vlády do ekonomiky a nastavení parametrů fiskálního systému.⁷⁷ „Fiskální politika může být stabilizačním prvkem ekonomického vývoje, při nevhodném nastavení však může být sama zdrojem ekonomických šoků. Čím blíže vyrovnanosti jsou veřejné rozpočty ve své strukturální části a čím nižší je akumulovaný dluh veřejných financí, tím větší je v době hospodářského oslabení prostor pro působení automatických stabilizátorů a pro případné provádění diskrečních opatření.“ (ČNB, 2011, str. 18)

Je třeba brát v potaz, že stanovení cyklické a strukturální složky deficitu je pouhým odhadem, a proto se hodnoty určené jednotlivými institucemi (např. OECD, EK, ESCB) částečně liší. Pro identifikování zmíněných složek deficitu jsou v této práci použity výpočty Evropské komise⁷⁸, která primárně vychází z metodiky vyvinuté OECD. Tato metoda je postavena na zpracování dat, která v sobě zahrnují celý sektor vládních institucí.

V následující tabulce můžeme vidět vývoj jednotlivých komponent salda vládního sektoru v letech 2000 – 2010 v České republice a v Polsku. Z těchto údajů je zcela evidentní, že v celém sledovaném období vykazují veřejné rozpočty deficitní charakter a strukturální složka je hlavním tvůrcem negativního salda vládního sektoru u obou ekonomik. Meziroční změna strukturálního deficitu vyjadřuje fiskální impulz, který vláda svou politikou vysílá do ekonomiky. Od roku 2000 byl do ekonomiky vyslán převážně kladný fiskální impulz, výjimkou byly pouze roky 2004, 2007 a 2010 v případě České republiky a roky 2002, 2005 a 2007 v případě Polska, kdy došlo k meziročnímu zlepšení salda. V posledních dvou letech sledovaného období je patrná rozdílná reakce na hospodářské ochlazení. Zatímco v případě Polska byla zaznamenána poměrně výrazná fiskální expanze, v České republice byla reakce mnohem mírnější a navíc v roce 2010 byla viditelná určitá snaha o konsolidaci (tzv. Janotův balíček).

⁷⁷ Ochrana F., 2010, str. 138

⁷⁸ Výpočet základní metodou pomoci Coob-Douglasovy produkční funkce.

Tabulka č. 3: Hodnoty příspěvků cyklické a strukturální komponenty salda vládního sektoru (v % HDP)

ČR	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Saldo vládního sektoru	-3,6	-5,6	-6,5	-6,7	-2,8	-3,2	-2,4	-0,7	-2,2	-5,8	-4,8
Strukturální saldo	-2,7	-4,9	-5,6	-5,9	-2,4	-3,8	-4,1	-3,0	-4,3	-5,2	-4,5
Cyklická složka rozpočtu	-0,9	-0,7	-0,9	-0,8	-0,4	0,6	1,7	2,3	2,1	-0,6	-0,3
PL											
Saldo vládního sektoru	-3,0	-5,3	-5,0	-6,2	-5,4	-4,1	-3,6	-1,9	-3,7	-7,4	-7,8
Strukturální saldo	-3,4	-5,2	-4,3	-5,8	-5,5	-4,0	-4,0	-2,8	-4,6	-7,1	-7,5
Cyklická složka rozpočtu	0,4	-0,1	-0,7	-0,4	0,1	-0,1	0,4	0,9	0,9	-0,3	-0,3

Zdroj: EK – databáze AMECO, vlastní úprava

2.4.2. Ostatní vlivy

Jak již bylo uvedeno, hlavní příčinou zadlužování sektoru vládních institucí u obou ekonomik jsou permanentní deficity státního rozpočtu. Ovšem k zadlužování sektoru vládních institucí přispívají také další faktory, svým objemem však již nejsou tolik významné.

Místní vládní instituce

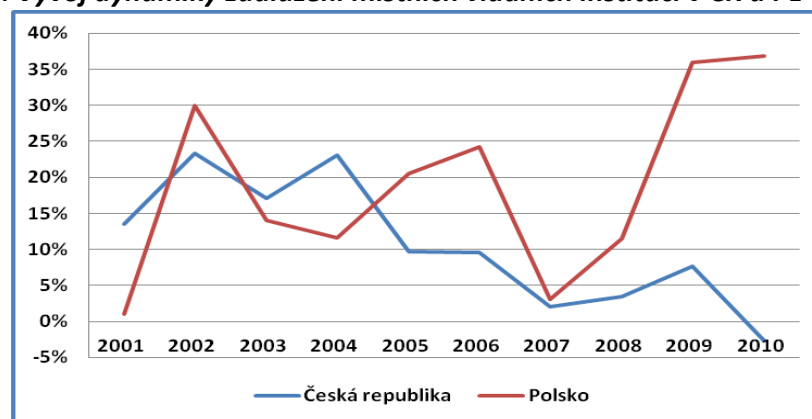
Zadluženost místních vládních institucí tedy územních samosprávních celků v České republice činila v roce 2000 téměř 36 mld. Kč a do roku 2010 se zvýšila již na 95 mld. Kč, v průměru tak docházelo k 11 % meziročnímu růstu. Přestože docházelo ve sledovaném období k nárůstu dluhu, dynamika zadlužování postupně klesala. Nejvyššího tempa růstu bylo dosaženo v letech 2002 a 2004. Naopak v roce 2010 byl dokonce zaznamenán mírný pokles zadlužení. Ve sledovaném období tak došlo k poklesu podílu dluhu místních vládních institucí na celkovém zadlužení sektoru vládních institucí z 9 % v roce 2000 na 7 % v roce 2010.

Co se týče zadluženosti místních vládních institucí v Polsku, v roce 2000 činil dluh tohoto segmentu 10 mld. zł a během deseti let došlo ke zvýšení dluhu na 54 mld. zł. Ve srovnání s Českou republikou tedy docházelo v Polsku k vyšší dynamice zadlužování, meziroční růst zadlužení dosahoval v průměru 19 %. Z grafu č. 34 je patrné, že k největší dynamice zadlužování docházelo především v závěru sledovaného období (v letech 2009 a 2010). Není tedy překvapující zjištění, že podíl dluhu místních vládních institucí na

celkovém zadlužení sektoru vládních institucí ve sledovaném období vzrostl ze 4 % v roce 2000 na 7 % v roce 2010.

Do budoucna tak představuje segment místních vládních institucí v Polsku mnohem větší riziko, co se týče dalšího zadlužování.

Graf č. 34: Vývoj dynamiky zadlužení místních vládních institucí v ČR a PL



Zdroj: ČNB, MF PL, vlastní úprava

Přebírání dluhů státem

Faktorem, který částečně ovlivnil velikost veřejného dluhu v obou ekonomikách, jsou závazky přebírané státem. Tyto závazky byly ve formě poskytovaných státních úvěrových garancí a také ve formě přebíraných soukromých dluhů, v důsledku transformace systému na tržní hospodářství. Přebírané závazky v souvislosti s transformací probíhaly zejména v prvních letech sledovaného období, tento vliv však pomalu odeznívá a do budoucna tento faktor nepředstavuje zásadní riziko pro další zadlužování. Navíc poměrně velká část těchto nákladů byla průběžně kompenzována realizovanými příjmy z privatizace.

Mimorozpočtové vlivy

Dalším faktorem ovlivňujícím velikost veřejného zadlužení jsou dluhy generované mimorozpočtovými fondy. Tyto fondy poskytují zdroje pro financování na předem explicitně vymezené činnosti (např. životní prostředí, kultura, doprava) a mohou tak být použity pouze na daný účel. V České republice v roce 2000 existovalo 20 různých mimorozpočtových fondů, v Polsku bylo těchto fondů vytvořeno 13. Důvodem vzniku

těchto účelových fondu a vládních institucí je snaha o určitou decentralizaci a umožnění více zdrojového financování veřejných statků a služeb. Svou roli při vzniku také sehrála snaha o ochranu důležitých výdajů proti škrtům, vyhnutí se problémům při realizaci některých programů a také lobby zájmových skupin, které chtějí směřovat prostředky pouze vybraným směrem. Celkově se tyto instituce podílí na tvorbě celkového veřejného dluhu pouze menší částí a nejsou tak pro veřejné rozpočty zásadním problémem.

3. Makroekonomické souvislosti zadlužování

Z předchozí kapitoly je zřejmé, že ve sledovaném období jak Česká republika, tak Polsko prožívaly období silné úvěrové expanze (především v letech 2005 - 2008). V této práci analyzované sektory vlády i domácností byly zásadně ovlivněné pozitivním vývojem ekonomiky a docházelo ke zvyšování spotřeby a investic. V souvislosti se zmíněným vývojem ekonomiky vstupovaly ekonomické subjekty také do většího rizika a kromě financování výdajů z vlastních zdrojů, přistupovaly k dluhovému financování a zvyšovaly tak svou finanční zatíženost do budoucna. Růst zadlužování pak v analyzovaném období přispíval k dodatečné stimulaci ekonomiky a růstu HDP.

Hrubý domácí produkt⁷⁹ je peněžním vyjádřením celkové hodnoty statků a služeb nově vytvořených v daném období na určitém území. Tento ukazatel se nejčastěji používá ke stanovení výkonnosti ekonomiky států. Makroekonomická výkonnost, která je souhrnným vyjádřením konkurenceschopnosti ekonomiky, je velmi úzce spojena s vývojem agregátní poptávky. Ta může být chápána jako souhrn domácí poptávky (konečná spotřeba a tvorba hrubého kapitálu) a čistého vývozu. Platí tedy známá makroekonomická identita:⁸⁰

$$\text{HDP} = C + I + NX$$

Podle uvedené rovnice se hrubý domácí produkt (HDP) rovná součtu konečné spotřeby (C - výdaje domácností a vládních institucí na konečnou spotřebu), tvorby hrubého kapitálu (I - hrubé investice) a čistého vývozu (NX - rozdíl mezi vývozem a dovozem zboží a služeb).

Jednotlivé komponenty přispívají k celkovému HDP různým podílem. Z krátkodobého hlediska je pro ekonomický růst podstatný vývoj jednotlivých složek poptávky. Rozdílná růstová dynamika těchto složek ovlivňuje ekonomický růst a při konstantním tempu ekonomického růstu může docházet ke změně struktury poptávky. Je

⁷⁹ ČSÚ, HDP – metodika, 2012

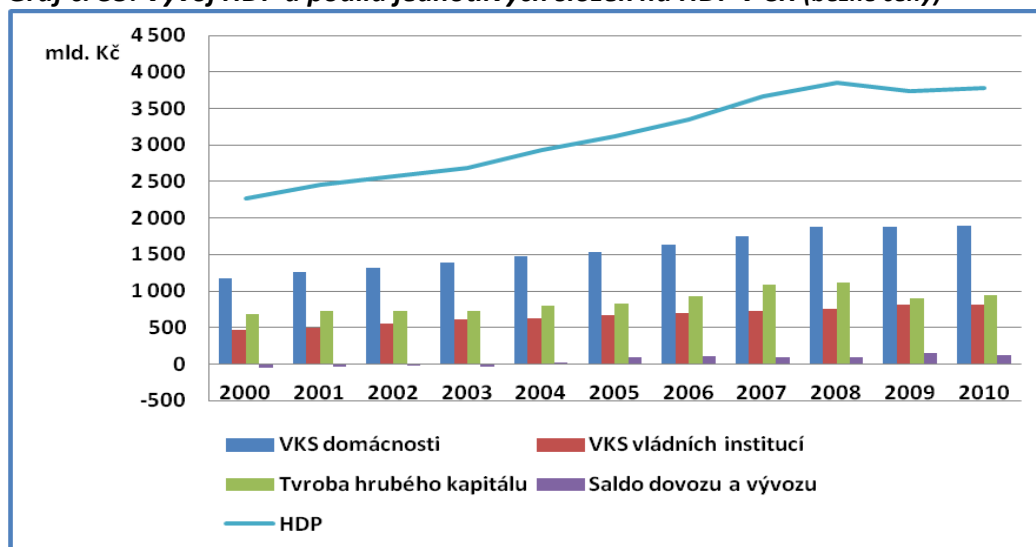
⁸⁰ Spěváček V., 4/2006, str. 1-2.

proto důležité se zaměřit na jednotlivé složky a definovat čím byl ve skutečnosti růst HDP podmíněn.⁸¹

Na následujícím grafu můžeme vidět vývoj podílu jednotlivých složek HDP v České republice. Je evidentní, že spotřeba domácností tvoří rozhodující část užití HDP a podstatně tak přispívá k celkovému produktu. Konečná spotřeba domácností se ve sledovaném období zvyšovala obdobně jak HDP a v průměru dosahovala poloviny celkového objemu HDP. Ve sledovaném období největší nárůst podílu zaznamenal zahraniční obchod, který přešel v průběhu roku 2004 ze záporných hodnot do přebytků. V důsledku globální krize finančního sektoru a recese světové ekonomiky došlo v roce 2009 k poklesu HDP a následné faktické stagnaci.

Ve srovnání s ostatními Evropskými zeměmi je v České republice celkově podíl soukromé spotřeby na HDP relativně nízký. Naopak je charakteristický vysoký podíl veřejné spotřeby, investic a zahraničního obchodu.⁸²

Graf č. 35: Vývoj HDP a podílu jednotlivých složek na HDP v ČR (běžné ceny)



Zdroj: Eurostat – National accounts, vlastní úprava

Pozn.: VKS domácností – včetně NISD

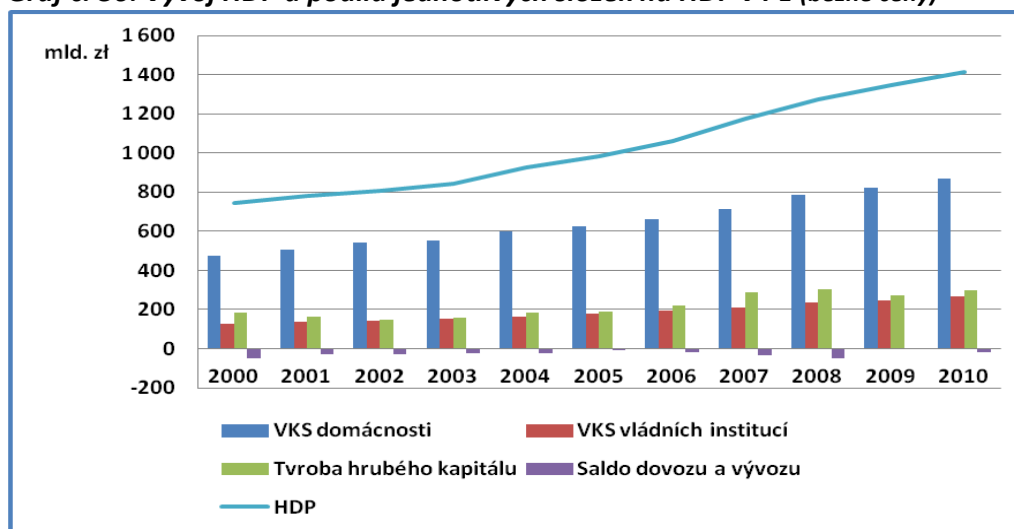
Ve srovnání s Českou republikou hraje spotřeba domácností v Polsku mnohem zásadnější úlohu při tvorbě HDP. V letech 2000 - 2010 představovala spotřeba domácností v průměru 63 % celkového užití HDP. Takto vysoký podíl je také pozorovatelný u větších

⁸¹ Spěváček V., 4/2006, str. 2.

⁸² Tamtéž, str. 3.

evropských zemí (např. Německo, Itálie), které jsou více soběstačné a méně závislé na zahraničním vývoji. Podíl tvorby hrubého kapitálu je relativně nízký a srovnatelný s podílem výdajů na konečnou spotřebu (VKS) vládních institucí. Teprve od roku 2006 můžeme zaznamenat podstatnější navýšení. Zahraniční obchod není příliš významnou složkou a vypovídá o menší závislosti Polska na zahraničí. Tento faktor také významně přispěl k tomu, že Polsko jako jediná z Evropských zemí se dokázala vyhnout recesi a dále pokračovala v růstu.

Graf č. 36: Vývoj HDP a podílu jednotlivých složek na HDP v PL (běžné ceny)



Zdroj: Eurostat – National accounts, vlastní úprava

Pozn.: VKS domácností – včetně NISD

Preciznější pohled na podíly jednotlivých komponent HDP a možnost srovnání obou zemí dostaneme, pokud budeme vycházet z propočtů v mezinárodních cenách⁸³. Složky poptávky v takovém případě totiž nebudou odrážet cenové relace dané země a jejich vypovídací schopnost bude přesnější. Následující tabulka ukazuje strukturu poptávky České republiky, Polska a EU-15 za rok 2002 ve srovnatelných cenách.

Tabulka č.4: Struktura poptávky (v %HDP, průměrné ceny OECD)

	EU-15	ČR	Polsko
Soukromá spotřeba	59,0	50,2	58,2
Veřejná spotřeba	19,3	30,2	28,2
THFK	18,8	19,1	13,6
Saldo ZO	1,7	-0,9	-1,5

Zdroj: Spěvák (2006) na základě dat OECD, vlastní úprava

⁸³ Složky jsou přepočteny pomocí parity kupní síly.

Údaje z tabulky č. 4. opět potvrzují nižší podíl spotřeby domácností v České republice a investic v Polsku. Naopak obě země jsou charakteristické vysokým podílem veřejné spotřeby ve srovnání s EU-15.

Abychom mohli zhodnotit vliv jednotlivých složek poptávky na růst HDP, musíme stanovit jejich příspěvek k růstu HDP.

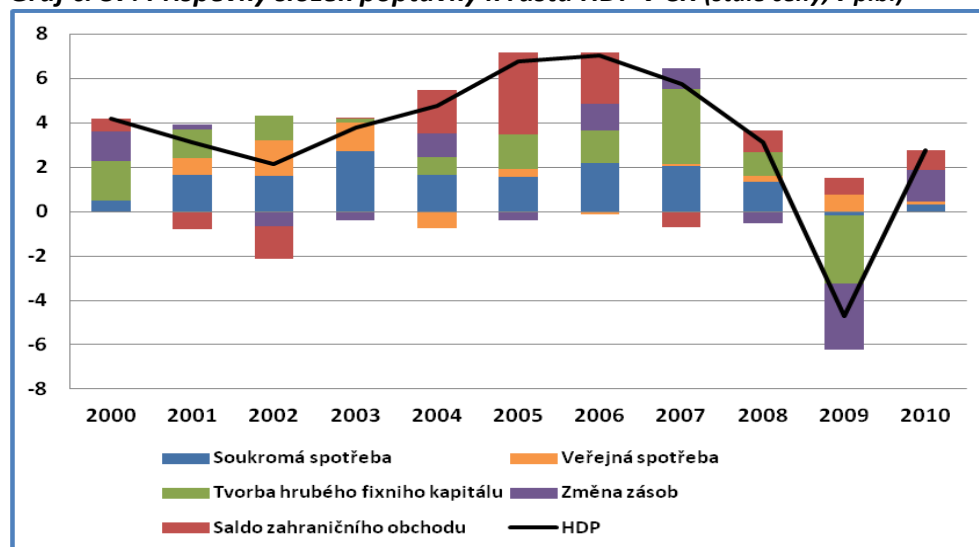
Jako nejstabilnější složku růstu HDP v České republice můžeme označit soukromou spotřebu, která v letech 2001-2008 každoročně přispívala k růstu HDP v průměru téměř 2 p. b. Vliv veřejné spotřeby nebyl příliš významný s výjimkou let 2001 – 2003 a krizového roku 2009. Tvorba hrubého fixního kapitálu na začátku sledovaného období přispívala k růstu HDP, zejména zásluhou investic realizovaných v sektoru nefinančních podniků (PZI) v oblasti strojních investic. V letech 2005 – 2008 se sektor nefinančních podniků nadále nejvíce podílel na rychlém růstu investic, ovšem výrazně narůstal podíl investic do bydlení, který odrážel poptávku domácností po bydlení. Určitou roli v nárůstu investic do bydlení sehrálo i zvýšení DPH ze stavebních prací k 1. lednu 2008. Saldo zahraničního obchodu znatelným způsobem přispívá k růstu HDP teprve od roku 2004. Výrazně kladné saldo zahraničního obchodu bylo způsobeno zejména růstem zahraniční poptávky (přistoupení do EU), masivním přesunem výroby do ČR a také náběhem produkce v rámci automobilového průmyslu. V souvislosti s příchodem recese v roce 2009 došlo k poklesu soukromé spotřeby a výraznému propadu investic a zásob, což přispělo k výraznému prohloubení HDP.⁸⁴

Prudký pokles zásob je ovšem typickým jevem pro většinu ekonomik v recesi, kdy nedostatečná poptávka a nejisté výhledy nutí výrobce i odběratele k čerpání ze zásob a teprve s příchodem hospodářského oživení dochází k jejich růstu stimulujícím růst HDP.⁸⁵

⁸⁴ Zprávy o inflaci (7/2002, 10/2005, IV/2008)

⁸⁵ Spěváček V., Vintrová R., 2010, str. 30

Graf č. 37: Příspěvky složek poptávky k růstu HDP v ČR (stálé ceny, v p.b.)

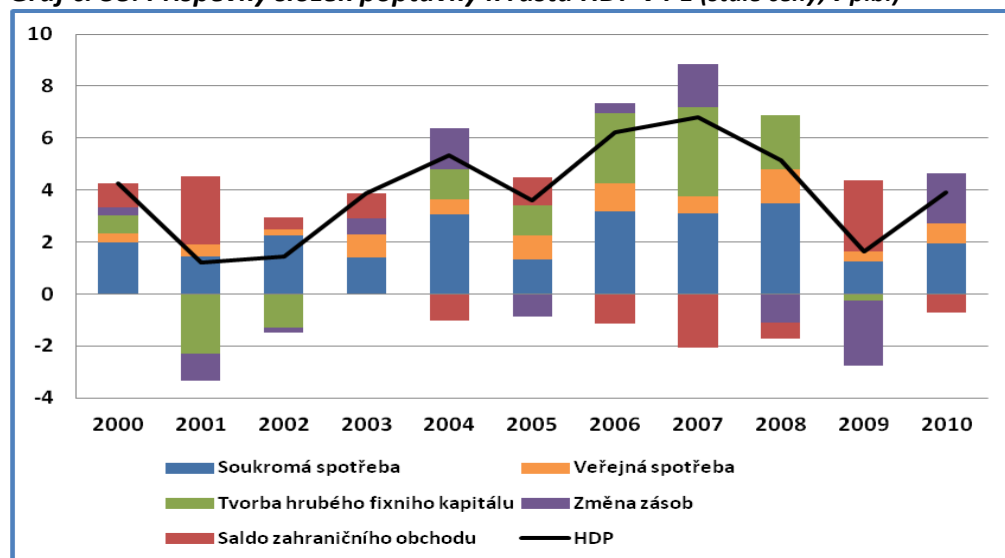


Zdroj: EK – databáze AMECO, vlastní úprava

Spotřeba domácností v Polsku je opět nejstabilnější složkou HDP, ovšem ve srovnání s Českou republikou představuje mnohem důležitější komponent. Ve sledovaném období přispívala spotřeba domácností k růstu HDP v průměru 2,2 p. b. a svůj pozitivní vliv si uchovala také v období ekonomického ochlazení. Veřejná spotřeba každoročně přispívala k růstové výkonnosti Polska, ovšem nikdy nebyla zcela dominantním růstovým faktorem. Tvorba hrubého fixního kapitálu v prvních letech sledovaného období zažívala značný propad. Důvodem poklesu byla pokračující stagnace ekonomiky ovlivněné ruskou krizí (1998) a také poměrně vysoký růst investic v letech 1995-1999. V následujících letech však došlo k oživení hospodářství, spotřebitelské poptávky a investice se staly klíčovým zdrojem růstu HDP. Zahraniční obchod byl v Polsku podstatným růstovým faktorem zejména v letech, kdy docházelo k poklesu domácí poptávky a následnému poklesu importu. V krizovém roce 2009 se Polsku jako jediné ekonomice v Evropě podařilo udržet meziroční růst HDP. Z grafu č 38 je patrné, že růstu bylo dosaženo zejména zásluhou menšího propadu v domácí poptávce a poklesem importu zboží a služeb (pozitivní vliv na čistý export).⁸⁶

⁸⁶ Raporty o inflacji (2002, 10/2007, 10/2009)

Graf č. 38: Příspěvky složek poptávky k růstu HDP v PL (stálé ceny, v p.b.)



Zdroj: EK – databáze AMECO, vlastní úprava

Sektor domácností

Podle ekonoma P. Kohouta (2007) byla motorem hospodářského růstu posledních let silná úvěrová expanze především v oblasti soukromého sektoru. Domácnosti financované levnými úvěry zvyšovaly svou spotřebu a investice do bydlení (exploze trhu s hypotékami). Ekonomiky byly taženy růstem zadlužování a v takovém případě zkrátka nemohou nerůst. Samozřejmě, že tento růst nemůže být nekonečný a má své meze.

Silná úvěrová expanze v sektoru domácností byla také potvrzena v této práci (kapitola 2) jak v případě České republiky tak Polska.

Spotřeba domácností je základní složkou konečné spotřeby, která významným způsobem ovlivňuje celkový růst HDP. Domácnosti jsou jako jeden ze sektoru národního hospodářství vymezený jako sektor spotřebitelů a jejich základní funkcí je tedy spotřeba. Domácnosti jsou však obecně také významným tvůrcem národních úspor, které jsou základem ekonomického růstu. Změna orientace domácností ve prospěch spotřeby, pokles úspor a posun domácností z pozice věřitele do pozice dlužníka může být vážným makroekonomickým problémem.⁸⁷

Podle prof. Spěváčka (2006, str. 13) mezi klíčové faktory ovlivňující růst spotřeby sektoru domácností patří: disponibilní důchody, míra úspor, majetek (bohatství), půjčky a úvěry.

⁸⁷ Hronová S., 2008, str. 190

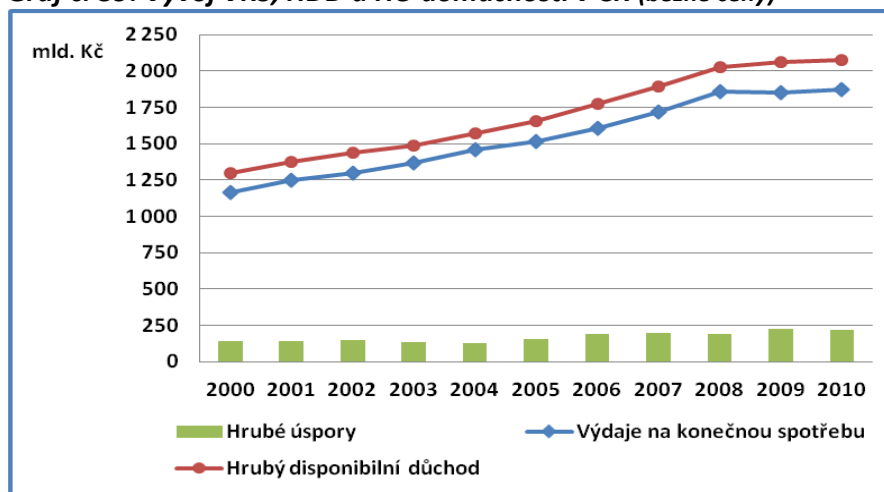
Přestože dochází k růstu významu efektu vyplývajícího z nárůstu bohatství, zůstává vývoj disponibilního důchodu hlavním faktorem ovlivňujícím spotřební chování domácností. Disponibilní důchod je jakýmsi konečným příjmem domácností, který je použit na spotřebu nebo tvorbu úspor. Zcela zásadní je zde měnící se sklon k úsporám, který významně ovlivňuje konečný dopad změny disponibilního důchodu na spotřebu domácností. V letech, kdy dochází k růstu sklonu k úsporám, spotřební výdaje zaznamenávají nižší dynamiku než disponibilní důchody a v případě poklesu sklonu k úsporám je vliv obrácený. Obecně jsou úspory klíčovým zdrojem pro budoucí spotřebu a financování investic. Soukromá spotřeba je z větší části hrazena z běžného důchodu, může být ovšem financována také z jiných zdrojů. Těmi jsou především úvěry poskytované domácnostem. Úvěry přímo nezvyšují disponibilní důchody domácností, jelikož jde o finanční transakci, která zvyšuje pouze finanční pasiva a hrubý dluh domácností, ale zvyšují spotřebu a tedy snižují objem celkových úspor (zbytková veličina disponibilního důchodu po odečtení spotřeby).⁸⁸

Výdaje na konečnou spotřebu domácností v České republice stabilně rostou již od roku 1998. V roce 2000 VKS domácností činily 1 162 mld. Kč, do roku 2010 vzrostly na 1 871 mld. Kč. Během pouhých deseti let tak došlo ke zvýšení spotřeby o 61 %. V reálném vyjádření, tzn. bez ohledu na cenový vývoj, se spotřeba českých domácností ve sledovaném období zvýšila o 33 %. Do roku 2008 docházelo k meziročnímu růstu VKS, ovšem v následujících dvou letech se růst fakticky zastavil.

Jak je zřejmé z následujícího grafu, VKS v podstatě kopírují vývoj hrubého disponibilního důchodu (HDD). V roce 2010 dosahoval HDD domácností 2 074 mld. Kč, ve srovnání s výchozím rokem 2000 (1 300 mld. Kč), tedy došlo k nárůstu o 60 %. Největší akcelerace HDD byla zaznamenána v letech 2005-2008, kdy meziroční růst dosahoval v průměru 7 %. Od roku 2009 HDD domácností stejně jako VKS stagnují. (mzdy)

⁸⁸ Spěváček V., 4/2006, str. 14 - 15

Graf č. 39: Vývoj VKS, HDD a HÚ domácností v ČR (běžné ceny)



Zdroj: Eurostat – National accounts, vlastní úprava

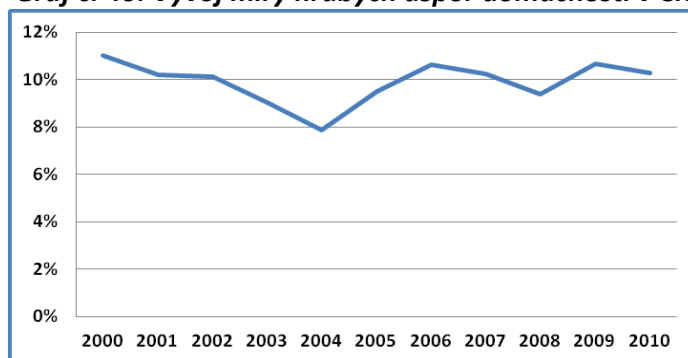
Jak je z grafu č. 39 dále patrné, příjmy a spotřeba domácností ve sledovaném období rostou, přičemž výše hrubých úspor (HÚ) se příliš významně nemění. Domácnosti tak využívaly vyšších příjmů především k uspokojení spotřeby a na úspory již toho mnoho nezbývalo. Navíc v některých letech⁸⁹ přírůstky disponibilních příjmů ani nepostačovaly na pokrytí narůstající spotřeby. Při bližším pohledu na objem úspor můžeme zaznamenat od roku 2005 přece jen určitou změnu trendu. Zatímco do roku 2004 docházelo k pozvolnému poklesu hrubých úspor, v následujících letech se trend obrátil (zejména zásluhou nárůstu úspor v letech 2005, 2006 a 2009). Změnu v chování domácností můžeme také pozorovat u ukazatelů vyjadřujících sklon k úsporám a spotřebě.

Míra spotřeby (sklon ke spotřebě) je definována jako poměr spotřeby a důchodu, míra úspor (sklon k úsporám) jako poměr úspor a důchodu⁹⁰. Jedná se o veličiny reciproční, vyjadřující jakou část disponibilního důchodu domácnosti používají na spotřebu a jakou část na tvorbu úspor. Postupný pokles míry úspor domácností je z grafu č. 40 patrný až do roku 2004, kdy bylo dosaženo nejnižší hodnoty 7,9 % (pro srovnání v roce 1995 dosahovala míra úspor 15 %). V následujících letech se však klesající trend zastavil a došlo ke zvýšení této proporce na 10,3 % v roce 2010. Sklon ke spotřebě byl nejvyšší v roce 2004 (92,1 %), poté již docházelo k poklesu pod hranici 80 %.

⁸⁹ Roky 2001, 2003, 2004, 2008, 2010.

⁹⁰ Podle SNA 93 se navíc připočítávají příspěvky do penzijního systému.

Graf č. 40: Vývoj míry hrubých úspor domácností v ČR



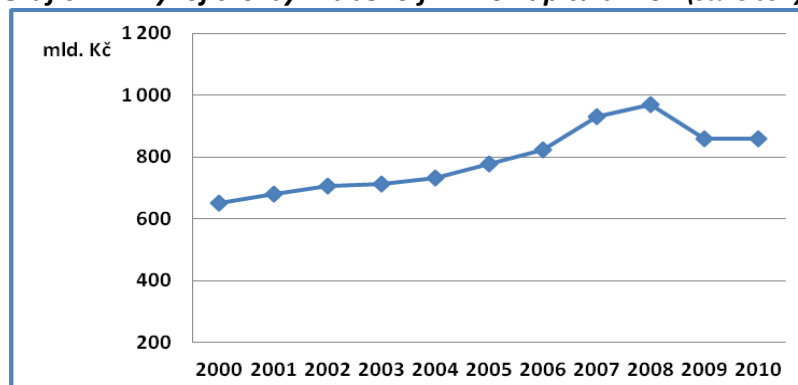
Zdroj: Eurostat – National accounts, vlastní úprava

Investice jsou v systému národního účetnictví označovány jako tvorba hrubého kapitálu. Do této položky jsou zahrnovány tvorba hrubého fixního kapitálu, změna stavu zásob a čisté pořízení cenností. Na tvorbě hrubého kapitálu má největší podíl kapitál fixní. Fixní kapitál v sobě zahrnuje pořízení a úbytky hmotných a nehmotných fixních aktiv, které mají charakter dlouhodobé spotřeby a jejichž cena převyšuje určenou hranici (např. investice do budov, staveb, strojů a zařízení nebo softwaru).⁹¹

Investice klíčovým způsobem ovlivňují budoucí výkon ekonomiky. Jak ale podotýká M. Zámečník „Pokud nejsou přetaveny v dlouhodobý hospodářský růst, jsou k ničemu a je přitom lhostejno, zda je financuje vláda nebo soukromý sektor.“ (Zámečník, 2012)

Tvorba hrubého fixního kapitálu v České republice (graf č. 41) narůstala stabilně až do roku 2008. Průměrné tempo růstu investic v období let 2000 až 2008 dosahovalo 5 % s viditelnou akcelerací v letech 2005-2007. V roce 2009 nastal ovšem propad investic s následnou stagnací.

Graf č. 41: Vývoj tvorby hrubého fixního kapitálu v ČR (stálé ceny)



Zdroj: Eurostat – National accounts, vlastní úprava

⁹¹ Sedláček P., 2006, str. 477

V následující tabulce můžeme vidět vývoj podílů jednotlivých sektorů na celkové tvorbě hrubého fixního kapitálu. Z tabulky je zřejmé, že rozhodujícím činitelem je sektor nefinančních podniků s více než polovičním podílem. Avšak dochází k jeho postupnému poklesu na úkor sektorů domácností a vládních institucí.

Investice sektoru vládních institucí jsou ovlivněny možnostmi veřejných rozpočtů financovat infrastrukturální investice. Co se týče domácností, nárůst podílů souvisí především s rychlým růstem hypotečních úvěrů v posledních letech.⁹²

Tabulka č.5: Podíl sektorů na tvorbě hrubého fixního kapitálu v ČR (v % běžných cen)

	2000	2005	2010
Nefinanční podniky	66,4	62,5%	56,4
Finanční instituce	2,6	1,7%	2,3
Vládní instituce	12,1	16,5%	17,8
Domácnosti	18,9	19,3	23,4

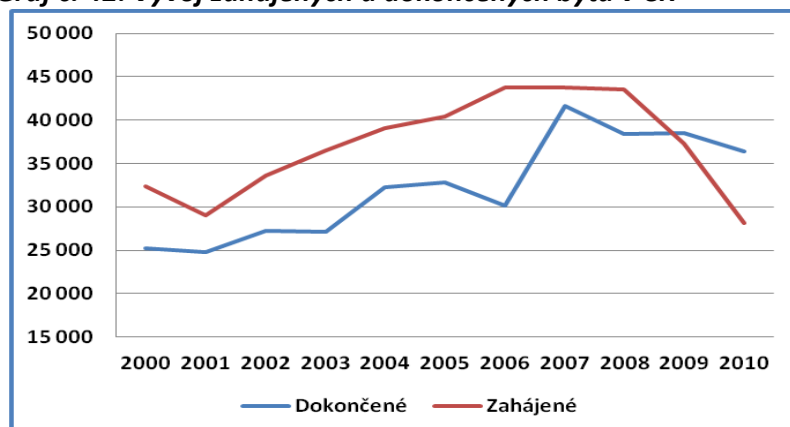
Zdroj: Eurostat – National accounts, vlastní výpočty

Tvorba hrubého fixního kapitálu sektoru domácností v roce 2010 v běžných cenách činila 216 mld. Kč a ve srovnání s výchozím rokem 2000 (123 mld. Kč) došlo ke zvýšení o 76 %. Největšího dynamika růstu investic byla zaznamenána v roce 2002 a následně v období let 2005 – 2007, kdy průměrný meziroční růst investic činil 14 %. Největším tahounem růstu v tomto období byly investice do obydlí.

V souvislosti se zvyšováním poptávky domácností po vlastním bydlení zaznamenalo konjunkturu také stavebnictví. Nárůst investic do obydlí se projevil v růstu bytové výstavby. Na dalším grafu můžeme vidět celkový nárůst zahájených a dokončených bytů v ČR. Ve srovnání s výchozím rokem 2000 bylo v roce 2007 zahájeno o téměř 12 tis. více nových bytů a o 16 tis. více bylo dokončeno. Stejně jako v případě hypotečních úvěrů byl v posledních dvou letech sledovaného období zaznamenán pokles nově zahájených bytů. Mírnější reakce u dokončených bytů je způsobena určitou setrvačností v minulosti realizovaných investic.

⁹² Spěváček V., 2010, str.22

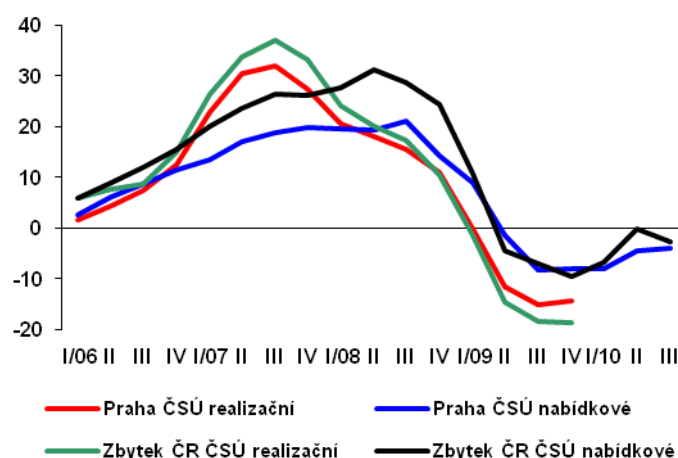
Graf č. 42: Vývoj zahájených a dokončených bytů v ČR



Zdroj: ČSÚ - Bytová výstavba, vlastní úprava

Nárůst poptávky po bydlení se také projevil v cenách nemovitosti (graf č.43), které zaznamenaly poměrně vysoký nárůst s vrcholem v roce 2007. V následujících letech ovšem hospodářské ochlazení a pokles poptávky zapříčinilo stagnaci a dokonce mírné snížení cen bytů.

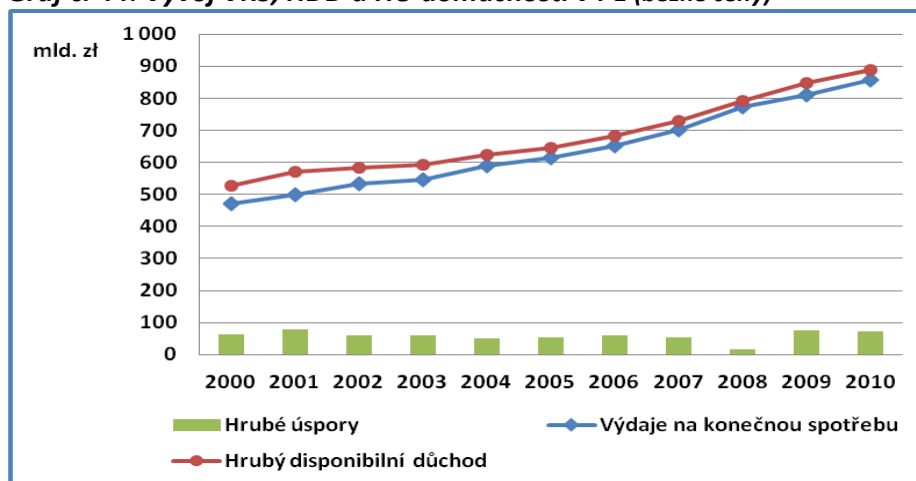
Graf č. 43: Vývoj průměrných cen bytů v ČR (meziroční změny v %)



Zdroj: ČNB, Zpráva o inflaci, 4/2010, str. 53

Co se týče Polska (graf č.44), VKS domácností mají v celém sledovaném období poměrně stabilní rostoucí trend s nárůstem dynamiky v letech 2006-2008. V roce 2010 dosahovaly VKS domácností 857 mld. zř, což ve srovnání s výchozím rokem 2000 (469 mld. zř) představuje navýšení spotřebních výdajů o 82 % (v reálném vyjádření došlo k nárůstu o 43 %). Období hospodářské recese se v Polsku na spotřebních výdajích projevuje pouze okrajově. Nedochozí k tak zásadnímu propadu spotřeby, jako např. v Západní Evropě, je pouze zaznamenáno částečné zpomalení tempa růstu.

Graf č. 44: Vývoj VKS, HDD a HÚ domácností v PL (běžné ceny)



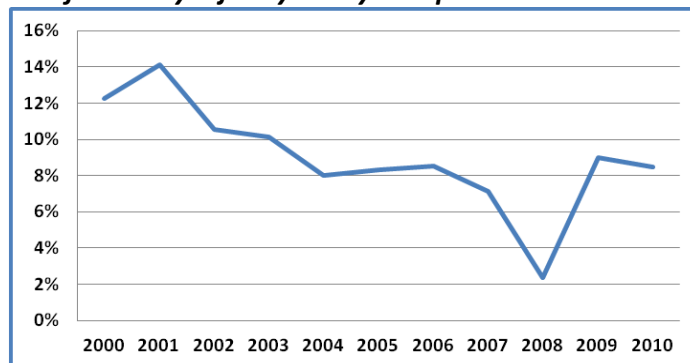
Zdroj: Eurostat – National accounts, vlastní úprava

Také v případě Polska, VKS domácností reagují na vývoj disponibilního důchodu a přizpůsobují mu svou spotřebu. Dynamika růstu VKS ve sledovaném období ovšem přesahuje tempo růstu HDD a prakticky ve všech letech jsou přírůstky spotřeby vyšší než přírůstky úspor. Ve srovnání s výchozím rokem 2000 se do roku 2010 HDD domácností zvýšil „pouze“ o 69 %. Polské domácnosti tak v letech 2000 až 2010 v podstatě žily nad své možnosti, přikláněly se především ke spotřebě a navíc snižovaly velikost svých úspor.

Tato skutečnost je také patrná z ukazatelů sklonu k úsporám a spotřebě. Míra úspor (sklon k úsporám) polských domácností prakticky soustavně klesá až do roku 2008, kdy dosahuje velmi nízké hodnoty 2 % (graf č.45). V následujícím roce sice dochází k určité korekci (9 %), nicméně míra úspor pořád zůstává v evropském srovnání na poměrně nízké úrovni a pod mírou úspor vykazovanou v České republice (od roku 2004)⁹³. Sklon ke spotřebě jako reciproční veličina měla až do roku 2008 růstovou trajektorii a téměř celý disponibilní důchod byl vydán na spotřebu (98 % v roce 2008). V následujících dvou letech z důvodu určité obezřetnosti polských domácností se sklon ke spotřebě poněkud zmírnil.

⁹³ Srovnávání míry úspor mezi Českou republikou a Polskem je pouze orientační z důvodu možných metodologických a institucionálních rozdílů.

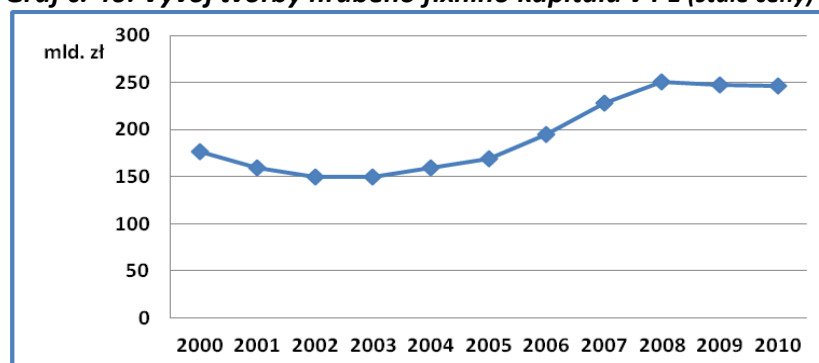
Graf č. 45: Vývoj míry hrubých úspor domácností v PL



Zdroj: Eurostat – National accounts, vlastní úprava

V souvislosti s negativním vývojem ekonomiky zažívaly investice, na rozdíl od spotřeby, v prvních letech sledovaného období v Polsku mírný pokles. K růstu investic začalo docházet až od roku 2004, ovšem se značně vysokou dynamikou především v letech 2006-2008. V následujících letech se kvůli obavám z negativního vývoje světových ekonomik růst investic prakticky zastavila a stagnoval.

Graf č. 46: Vývoj tvorby hrubého fixního kapitálu v PL (stálé ceny)



Zdroj: Eurostat – National accounts, vlastní úprava

Stejně jako v případě České republiky, největší podíl na tvorbě hrubého fixního kapitálu v Polsku (tabulka č.6) připadá na nefinanční podniky, které však zaznamenávají výrazný pokles. Naopak podíl sektorů vládních institucí a domácností se zvyšuje. Pokles podílu sektoru domácností v roce 2010 je zapříčiněn především vysokými růsty investic sektoru vládních institucí v posledních letech sledovaného období.

Tabulka č.6: Podíl sektorů na tvorbě hrubého fixního kapitálu v PL (v % běžných cen)

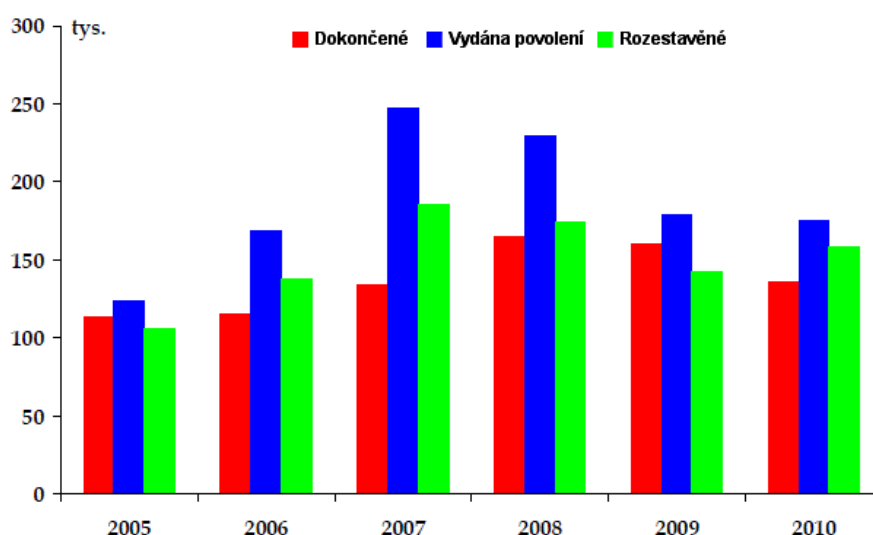
	2000	2005	2010
Nefinanční podniky	64,0	51,4	46,4
Finanční instituce	5,5	2,8	1,8
Vládní instituce	10,0	18,7	28,3
Domácnosti	20,4	27,1	23,5

Zdroj: Eurostat – National accounts, vlastní výpočty

Tvorba hrubého fixního kapitálu sektoru domácnosti v běžných cenách v roce 2000 dosahovala 36 mld. zř a během pouhých deseti let došlo k navýšení investic o 83 % (66 mld. v roce 2010). Největšího tempa růstu investic bylo dosaženo v letech 2007- 2008, průměrný roční růst v tomto období dosahoval 16 %. Dynamika investic byla v tomto období obdobně jako v České republice ovlivněna především investicemi do obydlí.

Tato skutečnost se projevila také na vývoji ve stavebnictví a na trhu s nemovitostmi. Z následujícího grafu můžeme vyčíst, že růst poptávky a investic do bydlení značně stimuloval stavební průmysl. Narůstal nejen počet nově vydaných stavebních povolení, ale také množství již dokončených bytů. V závěru sledovaného období je patrný pokles stavební aktivity zapříčiněný poklesem poptávky po bydlení a stagnací investic.

Graf č. 47: Vývoj počtu vydaných stavebních povolení a rozestavěných, dokončených bytů v Polsku (v tis.)

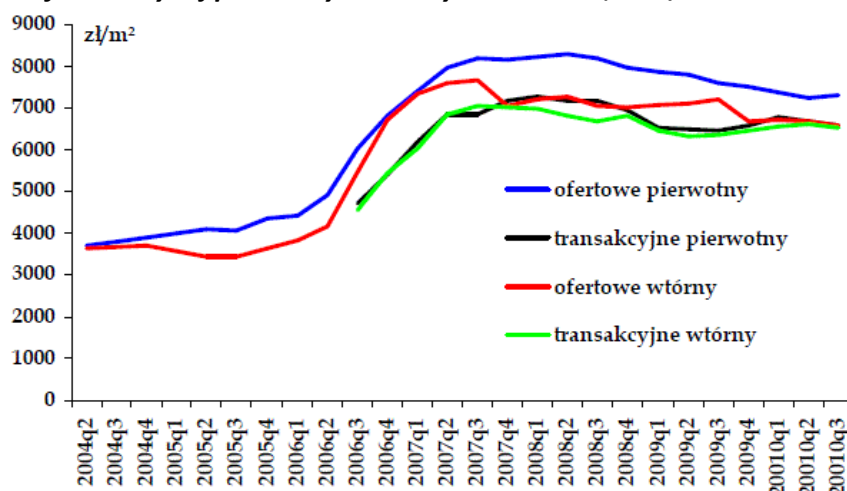


Zdroj: NBP, Raport o inflacji 3/2011, str. 33, vlastní úprava

Vysoký růst poptávky po bydlení se v Polsku projevil také v nárůstu cen bytů (graf č. 48). Nadměrný růst cen nemovitosti může být přitom pro ekonomiku velmi nebezpečný. Jak uvádí Hlaváček a Komárek, růst cen nemovitostí může být příznakem „bubliny“, jejíž splasknutí by mohlo mít závažné makroekonomické a sociální dopady. Historické zkušenosti přitom ukazují, že efekt náhlého splasknutí bubliny na trzích nemovitostí jsou doprovázeny ztrátami výstupu a trvají v průměru delší dobu (4 roky). Bublina na trzích nemovitostí navíc znamenají větší hrozbu pro finanční stabilitu země, v případě významného podílu hypotečních úvěrů na celkových úvěrech. Výrazný propad

cen nemovitostí tak může následně ovlivnit jak spotřebu a investice domácností (kanálem bohatství), tak bankovní sektor, jelikož ceny nemovitostí působí v roli zástavy při úvěrových operacích.⁹⁴ Ovšem jak v případě České republiky, tak Polska nedošlo zatím k přehřátí trhu s nemovitostmi, jako např. ve Španělsku. Výraznější pokles cen nemovitostí nebyl zaznamenán. Rostoucí trend byl pouze korigován zhoršující se ekonomickou situací v obou ekonomikách, v souvislosti se světovým hospodářským vývojem a následným poklesem poptávky po nemovitostech.

Graf č. 48: Vývoj průměrných cen bytů v Polsku (zl/m²)⁹⁵



Zdroj: NBP, Raport o inflacji 3/2011, str. 33

Pozn.: modrá křivka – nabídková, černá křivka – realizační

Zadlužování domácností v České republice a Polsku s kulminací v roce 2008 tedy přispělo k dodatečné stimulaci obou ekonomik. Docházelo k růstu jak spotřeby domácností, tak investic (do nemovitostí). Zvýšená poptávka po bydlení spolu s nízkými úrokovými sazbami podpořily stavební průmysl a promítly se také do rostoucích cen nemovitostí. Celosvětová hospodářská recese a šířící se nejistota na trzích se v roce 2009 projevila v sektoru domácností korekcí spotřebitelské poptávky, investic a dynamiky zadlužování.

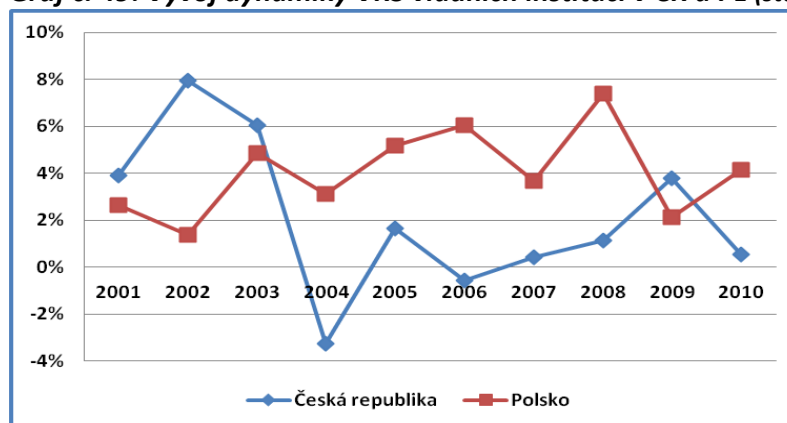
⁹⁴ Hlaváček M., Komárek L., 2009, str. 80

⁹⁵ Výpočet proveden na základě údajů ze 7 největších měst Polska.

Sektor vládních institucí

V České republice bylo dosahováno nejvyšší dynamiky VKS vládních institucí především v letech 2001-2003 a následně v roce 2009 (graf č.49). Rok 2002 byl z části ovlivněn mimořádnými výdaji ministerstva obrany (vojenská letadla).⁹⁶ Pro rok 2003 zase došlo k novému začlenění SŽDC do sektoru vlády.⁹⁷ V ostatních letech VKS domácností mírným tempem narůstaly s výjimkou let 2004 a 2006, kdy byl zaznamenán pokles. Během sledovaného období tak celkově došlo ke zvýšení konečné spotřeby vládních institucí o více než 23 %.

Graf č. 49: Vývoj dynamiky VKS vládních institucí v ČR a PL (stálé ceny)



Zdroj: Eurostat – National accounts, vlastní úprava

Jak vyplývá z tabulky č. 5, ve sledovaném období podíl investic vládních institucí na celkové tvorbě hrubého fixního kapitálu v České republice postupně narůstá. Rostoucí trend je také patrný z následujícího grafu vyjadřujícího vývoj investic vládních institucí v běžných cenách. Významnější pokles je zaznamenán teprve v roce 2010, z důvodu snahy o konsolidaci veřejných financí. Výrazný výkyv v roce 2003 souvisí zřejmě s mimořádnými výdaji na odstraňování následků povodní v předchozím roce. Ve sledovaném období narůstaly investice v průměru 13 % ročně.

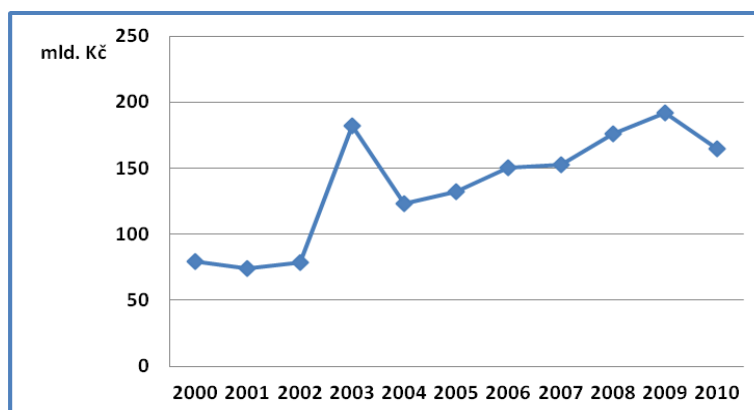
Celkově vykazuje sektor vládních institucí ve sledovaném období nadprůměrnou investiční aktivitu, a ač to nevypadá, v oblasti investic obsazuje čelní místa mezi evropskými zeměmi.⁹⁸

⁹⁶ Zpráva o inflaci, 10/ 2002, str. 15

⁹⁷ Zpráva o inflaci 7/2003, str. 16

⁹⁸ Zámečník M., 2012

Graf č. 50: Vývoj tvorby hrubého fixního kapitálu sektoru vládních institucí v ČR (běžné ceny)

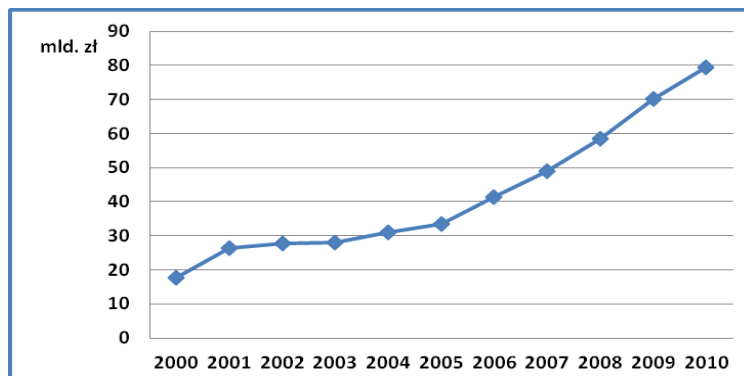


Zdroj: Eurostat – National accounts, vlastní úprava

Co se týče Polska, dochází ve sledovaném období k poměrně stabilnímu růstu VKS vládních institucí (graf č. 49) a ve srovnání s Českou republikou je dynamika růstu na mnohem vyšší úrovni. Během let 2000 až 2010 došlo k navýšení konečné spotřeby vládních institucí v Polsku o téměř 50 %.

Jak vyplývá z údajů v tabulce č. 6 nárůst podílu investic vládních institucí na celkové tvorbě hrubého fixního kapitálu v Polsku, je poměrně značný. Na následujícím grafu můžeme vidět vývoj investic sektoru vládních institucí v Polsku. Z grafu je evidentní, že po období mírného růstu do roku 2005 dochází v následujících letech k razantnímu zvýšení investic. V letech 2006 – 2010 dosahoval průměrný meziroční růst investic téměř 20 %. Takto razantní nárůst je z části ovlivněn investicemi realizovanými v souvislosti s přípravou na evropský fotbalový šampionát v roce 2012.

Graf č. 51: Vývoj tvorby hrubého fixního kapitálu sektoru vládních institucí v PL (běžné ceny)



Zdroj: Eurostat – National accounts, vlastní úprava

Přestože jsou jak v případě České republiky, tak Polska v růstovém období vykazovány permanentně deficity veřejných financí, dochází ke zvyšování spotřeby a investic vládních institucí a tedy dodatečné stimulaci HDP.

V posledních letech se staly veřejné finance jedním z hlavních nebezpečí pro světové ekonomiky. Finanční krize v celé řadě zemí výrazně přispěla k růstu veřejného zadlužení. Státní finance však nebyly v pořádku již delší dobu. V letech 2000 až 2010 převažovaly ve většině evropských zemí rozpočtové deficity, které představovaly významný fiskální impulz. Došlo tak ke zvýšení úrovně ekonomiky a zkreslení jejich skutečného stavu.⁹⁹

Jak již bylo uvedeno v teoretické části práce, fiskální politika vlády by měla plnit funkci určitého stabilizátoru ekonomiky. V období poklesu hospodářské aktivity by měl být realizována stabilizační opatření expanzivního charakteru. Naopak v období, kdy hodnoty růstu ekonomického výkonu převyšují hodnoty růstu rovnovážného, by měla mít fiskální politika spíše restriktivní charakter. Fiskální politika by se tedy měla snažit o vyhlazování extrémů hospodářského cyklu a primárně působit proticyklicky. Jelikož cyklická složka rozpočtu má v obou ekonomikách podstatně menší vliv a automatické stabilizátory působí od své podstaty proticyklicky, zaměříme se v další části pouze na aktivní fiskální politiku vlády. O charakteru a vhodnosti realizované fiskální politiky se přesvědčíme na následujícím grafu.

Na grafu je zobrazen vývoj změny primárního cyklicky očištěného salda (neboli primárního strukturálního salda), tedy salda očištěného o cyklickou část a platbu úroků z dluhu. Uvedené saldo poskytuje pohled na fiskální politiku bez vlivu aktuální fáze hospodářského cyklu a je měřítkem pro hodnocení uvolněnosti či přísnosti fiskální politiky.¹⁰⁰ Součástí grafu je také mezera výstupu, která představuje odchylku mezi reálným a potenciálním produktem a vypovídá o pro/proti cykličnosti fiskální politiky.

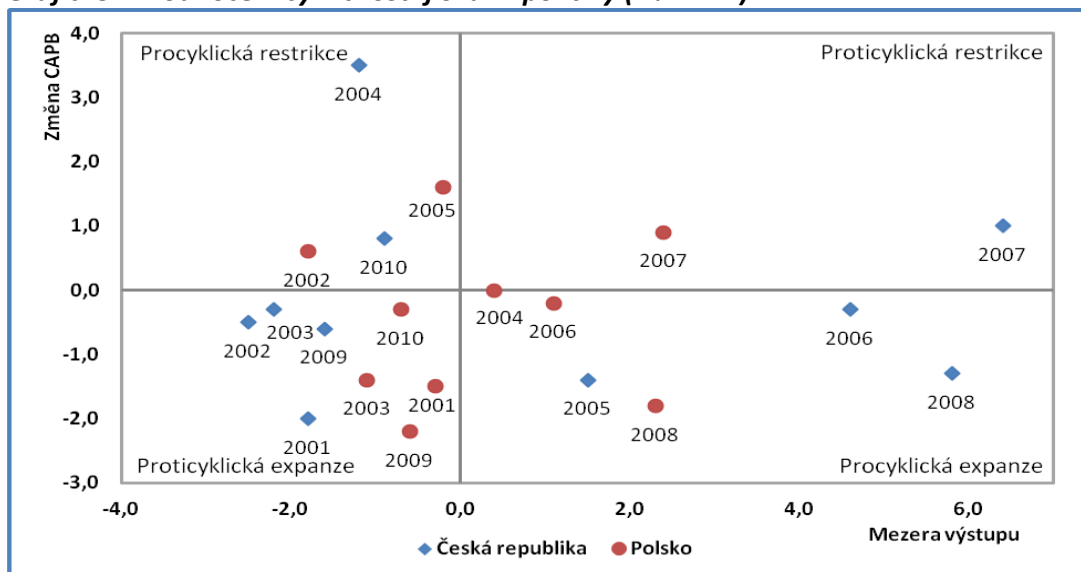
Z grafu je zřejmé, že od roku 2000 v obou ekonomikách převažoval expanzivní charakter fiskální politiky. Působení fiskální politiky nebylo však pouze v žádoucím proticyklickém směru, ale poměrně často docházelo také k procyklickému působení. Fiskální politika byla v České republice procyklická v letech 2004 – 2006, 2008 a 2010. V

⁹⁹ Patria Finance, 2010

¹⁰⁰ ČBA, 2009, str. 9

Polsku, docházelo k procyklickému působení fiskální politiky v letech 2002, 2005 – 2006 a 2008.

Graf č. 52: Hodnocení cykličnosti fiskální politiky (v % HDP)



Zdroj: EK – databáze AMECO, *Economic forecasts (autumn 2011)*, vlastní úprava

Pozn. CAPB – cyklicky očištěné primární (strukturální) saldo

Jak již bylo zmíněno, výpočet strukturální komponenty salda veřejných rozpočtů a mezery výstupu obsahuje celou řadu odhadovaných veličin, např. elasticity, potenciální produkt, a proto na ně musíme pohlížet s určitou rezervou. Získané výsledky podle použité metody (ČNB, OECD¹⁰¹) vykazují určité odlišnosti, ve směru působení fiskální politiky jsou však velice podobné.

Hodnocení vhodnosti aplikované fiskální politiky je z důvodu časového zpoždění účinnosti opatření poměrně složité. Můžeme však konstatovat, že hlavním problémem deficitu veřejných rozpočtů je jeho strukturální komponenta, způsobená především sociálními mandatorními výdaji (sociální transfery) a je tak pod přímou kontrolou vlády. Mandatorní výdaje se tvoří poměrně autonomně a nezávisle na vývoji vládní fiskální politiky. Potřeba provedení reforem stávajících programů je tedy nutností. Vliv proticyklicky působících vestavěných automatických stabilizátorů je totiž často převýšen negativním vlivem procyklicky působícími aktivními diskrečními prvky nebo právě pasivními mandatorními výdaji. Skutečnost, že obě ekonomiky trpí rostoucími strukturálními potížemi, kdy se deficity zvyšují v období značného ekonomického růstu a

¹⁰¹ ČNB, 2012;
OECD, 2010, str. 74

přispívají tak k expanzivnímu charakteru fiskální politiky, do značné míry narušuje makroekonomickou stabilizační funkci fiskální politiky.

Analýza Patrie Finance¹⁰² se pokusila kvantifikovat vliv fiskální politiky na ekonomiky eurozóny a zemí střední Evropy v letech 2000-2009. Při výpočtu bylo rozlišováno mezi výdajovými stimuly a vlivem změny daní, které mohou mít rozdílné dopady na ekonomiku. Pro stanovení vlivu fiskální politiky na ekonomiky byly použity multiplikátory pro jednotlivá opatření, které vycházely z rešerše Mezinárodního měnového fondu. Většina studií analyzovaných zemí použila v uvedeném období fiskální stimulaci oběma způsoby. V případě České republiky a Polska působila fiskální politika skrze rozpočtové příjmy restriktivně, došlo ke zvýšení podílu příjmu na HDP. Naopak podíl vládních výdajů na HDP vzrostl a fiskální politika tedy působila expanzivně. Při analýze byl také zohledněn vliv negativního efektu vytěsňování na soukromé investice a spotřebu, který je blíže vysvětlen v kapitole 1.4.2. Výsledky analýzy ukazují, že země eurozóny si prohloubením veřejného zadlužení pomohly k vyšší ekonomické úrovni a např. Itálie, Španělsko a Portugalsko by bez fiskálních stimulů nerostlo vůbec. V případě České republiky a Polska docházelo v uvedeném období k průměrnému růstu 3,4 % resp. 3,9 % ročně. Bez rostoucího zadlužení a fiskálních stimulů by tento růst činil pouze 2,3 % resp. 2,7 %.

¹⁰² Patria Finance, 2010

Závěr

Zadlužování, a tedy cestování peněz v čase, je v současné době zcela běžnou a samozřejmou součástí dnešního světa. Dokonalé konkurenční prostředí v rámci tržních ekonomik vyvíjí obrovské tlaky jak na ekonomické subjekty, tak i na řadové občany, aby neustále zvyšovali svůj potenciál úspěšnosti a udrželi svou pozici na trhu. Jak ekonomické subjekty, tak občané a nakonec i stát se snaží buď využít pákové efekty k zlepšení svého postavení, anebo spotřebou budoucích výnosů udržet svůj aktuální status quo v naději, že problémy pominou a situace se zase zlepší.

Zadlužování ve vyspělých zemích jak v sektoru domácností, tak vládních institucí trvá již delší dobu, za kterou se podařilo oběma sektorům nashromáždit poměrně rozsáhlý objem dluhů. Rozvíjející se ekonomiky, ke kterým patří Česká republika a Polsko, se snaží dohnat vyspělé země objemem svých dluhů nebývalou rychlostí. Skoro to vypadá, jakoby existovala nějaká přirozená míra zadluženosti, a obě ekonomiky se snaží této hranice dosáhnout co nejdříve. Je ovšem skutečností, že ve vyspělých ekonomikách dochází taktéž k dalšímu zadlužování, v některých případech až na hranici únosnosti, a je tedy otázkou, na kolik je konvergence k míře zadluženosti vyspělých zemí cestou správným směrem.

Míra zadluženosti sektoru domácností v České republice a v Polsku byla po pádu komunistických režimů na poměrně nízké úrovni. Teprve na začátku nového tisíciletí propukla úvěrová expanze v nebývalé míře. Největší nárůst dynamiky úvěrů domácností v České republice byl zaznamenán v letech 2002 – 2007. V Polsku nastal určitý posun největšího boomu v úvěrování z důvodu stagnace ekonomiky na období let 2005 – 2008. Zadluženost polských domácností je na rozdíl od těch českých charakteristická vysokým podílem spotřebitelských úvěrů a velkým objemem úvěrů na bydlení denominovaných v cizí měně, především ve švýcarském franku. Celková zadluženost domácností v České republice a v Polsku je na obdobné úrovni, a ve srovnání s rozvinutými evropskými státy je poměrně nízká. Zarážející je ovšem tempo, s jakým dochází v posledních letech k nárůstu úvěrů. Takto vysoká dynamika zadlužování se může velmi rychle stát zdrojem makroekonomických problémů.

Cílem diplomové práce je identifikace příčin rychlého růstu zadlužování České republiky a Polska v letech 2000 - 2010. Tento růst zadlužení je zkoumán z hlediska zadlužování domácností a vládních institucí.

Závěry kapitoly 2.2 ukazují, že příčiny zadlužování sektoru domácností u obou ekonomik jsou vyústěním několika současně působících faktorů. Na straně spotřebitelů působila zejména změna životního stylu domácností a příklon ke spotřebnímu stylu života. Domácnosti v souvislosti s pozitivním vývojem ekonomiky a růstem mezd se cítily být bohatšími. Zvyšovaly tak svou současnou spotřebu a investovaly prostředky na pořízení vlastního bydlení. Svou roli také sehrál demografický faktor a příchod poválečné generace do produktivního věku. Příčiny zadlužování ovšem nebyly jen na straně spotřebitelů, ale znatelně také přímo na straně poskytovatelů půjček. Poskytování úvěru je poměrně výnosným businessem. Vhodně aplikovaný marketing a jednoduchá dostupnost úvěrů jsou pro spotřebitele velkým lákadlem. Zřejmě nejdůležitějším faktorem, který v podstatě umožnil vznik tak silné expanze úvěrů, je v posledních letech uvolněná monetární politika centrálních bank. V České republice přispěly nízko udržované základní úrokové sazby ke zlevnění úvěrů a tedy zvýšení ochoty přijímat i poskytovat úvěry. V Polsku byla situace trochu jiná. Relativně výše udržované základní úrokové sazby centrální banky a posilující kurz zlotého, umožnily polským domácnostem využít při úvěrování jedny z nejnižších úroků na světě (švýcarský frank) a zadlužovat se v cizí měně. Vyšší základní úrokové sazby v Polsku tak paradoxně přispěly ke zvýšení rizikovosti úvěrů polských domácností pro ekonomiku.

Kapitola 2.3 se věnuje míře zadlužení vládních institucí v České republice a v Polsku. V České republice byla míra zadluženosti vládních institucí historicky na nízké úrovni a teprve od roku 1997 dochází k růstu zadlužení stabilním tempem. Situace v Polsku byla poněkud odlišná, sektor vládních institucí byl nucen splácet poměrně vysoké zahraniční zadlužení ze 70. let. Postupné umořování dluhu a pokles zadluženosti probíhal v podstatě až do roku 2000, kdy dochází k opětovnému nárůstu zadlužení. Celkový dluh vládního sektoru v Polsku dosahuje ve srovnání s Českou republikou vyšších hodnot, ovšem rostoucí trend a rychlé přibližování se k hodnotám vyspělých evropských států je patrný u obou ekonomik. Schodkové financování je u obou ekonomik dlouhodobého rázu. Ve srovnání s Českou republikou je Polsko od roku 2004 méně disciplinované a dosahuje

větších deficitů. V krizových letech navíc dochází k dalšímu zvyšování deficitu veřejných financí, přestože Polsko jako jediná z evropských zemí nepocítla recesi.

Hlavní příčinou dynamického nárůstu zadluženosti sektoru vládních institucí byly u obou ekonomik každoroční deficity státních rozpočtů. Ve sledovaném období sice docházelo jak u České republiky, tak i u Polska k nárůstu rozpočtových příjmů, ovšem realizované výdaje dosahovaly mnohem vyšších hodnot a přispívaly tak ke vzniku rozpočtových deficitů. Tyto deficity byly především strukturálního charakteru a k jejich vzniku docházelo, přestože ekonomiky rostly nebývalou rychlostí. Problém státních rozpočtu je tak především v mandatorních výdajích (zejména: sociální výdaje, náklady na dluh, platy a transfery). Provedení reformy celého systému je tak naprostou nutností.

Dalším cílem práce bylo zhodnocení vlivu úvěrové expanze na tvorbu HDP. Úvahy v kapitole 3 ukazují, že ve srovnání s Českou republikou hraje sektor domácností v Polsku při tvorbě HDP mnohem důležitější úlohu. Česká republika je naopak výrazně závislá na vývoji hospodářské situace ve světě, kvůli vysoké exportní závislosti. Pro obě země je ovšem charakteristický vysoký podíl veřejné spotřeby. Období vysokého růstu HDP u obou ekonomik přispělo k podstatnému zvýšení příjmů a životní úrovně domácností. Příznivý vývoj stimuloval domácnosti k vyšší spotřebě a realizaci investic do vlastního bydlení. Vyšší výdaje domácností byly ovšem financovány nejen ze stále rostoucích příjmů, ale značná část byla financována také dluhově. Ve sledovaném období docházelo k rychlému nárůstu jak spotřebitelských tak především hypotečních úvěrů, což přispělo k dodatečné stimulaci agregátní poptávky (spotřeba, investice). Rychlý nárůst poptávky po vlastním bydlení znamenal enormní stimul pro stavební průmysl a nárůst cen nemovitostí. Úvěrová expanze vyvolána v období poměrně vysokého hospodářského růstu tak dodatečně stimulovala k ještě většímu růstu HDP. Do budoucna však můžeme očekávat v souvislosti se zhoršenou situací ekonomik nárůst nákladů na financování dluhů a problémy ekonomických subjektů ústící v poklesu spotřeby a investic, což bude brzdou dalšího hospodářského růstu. K financování investic a spotřeby byly kromě dluhů využívány téměř celé přírůstky disponibilního důchodu a na úspory již toho příliš nezbývalo. V obou ekonomikách tak docházelo k citelnému propadu míry úspor. Situace v České republice se v oblasti úspor mírně zlepšila v roce 2004, kdy domácnosti z důvodu obezřetnosti část příjmů také uspořily. Domácnosti jsou jako tvůrce úspor důležité, jelikož úspory jsou

základním zdrojem bohatství domácností a zdrojem financování investic ostatních sektorů. Z důvodu zadlužování však domácnosti tuto důležitou schopnost pro ekonomiku ztrácejí a z makroekonomického pohledu se jedná o velmi závažný problém.

Co se týče vládního sektoru, ve sledovaném období docházelo u obou ekonomik k nárůstu výdajů, investic a tedy stimulaci produktu. Ke stimulaci docházelo, přestože se jednalo o období poměrně značného hospodářského růstu a stimulace tak nebyla vůbec zapotřebí. Navíc byl státní rozpočet silně deficitní a vyžadoval dluhové financování. Z důvodu vysokých mandatorních výdajů a diskrečních opatření působila ve většině sledovaného období fiskální politika expanzivně. Fiskální politika tak vlivem povinných plateb nefunguje optimálně a ztrácí svůj stabilizační charakter.

Stabilní makroekonomické prostředí, nízká míra inflace a vysoký hospodářský růst v posledních letech je připisován úspěšné monetární politice. Dlouhodobě uvolněná monetární politika ovšem pobízí k vyššímu přijímání rizika jak na straně spotřebitelů, tak na straně finančních institucí. Následně může docházet k úvěrové expanzi a nárůstu cen aktiv nad únosnou mez, což přispívá ke vzniku bublin na trzích a závažnému narušení makroekonomického prostředí. Měnově-politický režim cílování inflace se soustředí především na vývoj indexu spotřebitelských cen, úvěrová expanze (nárůst peněžních agregátů) a ceny aktiv jsou tak trochu v pozadí. Je tedy otázkou, zda by centrální banka neměla brát ve větší míře v potaz také tyto faktory (např. zahrnout ceny nemovitosti do cílované inflace).

Přílohy:

Příloha 1: Zadluženost České ekonomiky podle sektorového hlediska v letech 2000-2010

Rok	Nefinanční podniky	Finanční instituce	Domácnosti	Vládní instituce
2000	726 003	71 343	123 816	403 945
2001	530 942	60 441	143 146	584 891
2002	433 883	67 438	181 414	694 891
2003	428 318	83 000	237 413	768 223
2004	459 502	81 126	313 689	847 786
2005	525 350	96 932	414 914	885 401
2006	634 876	99 754	536 391	948 111
2007	743 380	147 118	720 916	1 023 430
2008	848 068	150 832	873 374	1 104 338
2009	782 185	129 813	974 751	1 285 668
2010	780 425	118 433	1 044 068	1 417 727

Zdroj: ČNB – systém časových dat, Eurostat

Pozn.: Zadluženost vládních institucí vyjadřuje veřejný dluh dle ESA95, zadluženost u nebankovních institucí není u sektoru domácností zahrnuta.

Příloha 2: Zadluženost Polské ekonomiky podle sektorového hlediska v letech 2000-2010

Rok	Nefinanční podniky	Finanční instituce	Domácnosti	Vládní instituce
2000	117 368	8 754	72 105	273 832
2001	121 245	8 701	81 831	292 818
2002	121 881	9 471	87 872	340 896
2003	124 808	10 406	99 630	396 731
2004	119 868	9 298	112 759	422 386
2005	122 909	10 419	138 599	463 019
2006	139 750	13 486	185 433	506 036
2007	173 414	17 142	256 548	529 370
2008	223 856	20 144	371 417	600 829
2009	216 564	26 574	415 325	684 073
2010	214 529	24 932	473 301	776 816

Zdroj: NBP, Eurostat

Pozn.: Zadluženost vládních institucí vyjadřuje veřejný dluh dle ESA95, zadluženost u nebankovních institucí není u sektoru domácností zahrnuta.

Zdroje:

ASOCR. Vývoj mandatorních výdajů. (příloha 2) Praha, 2011, přístup z internetu (8.4.2012): <http://www.asocr.cz/addons/files/stare/110906priloha2.pdf>

BRE BANK. Miesięczny przegląd makroekonomiczny. 5/2011, přístup z internetu (12.1.2012):
http://www.brebank.pl/images/BreKorpo2/Portal/BinaryPL/3142216/MPM_2011_05_31_42216.pdf

BUKAČ, Petr. Jak banky rozhodují o poskytnutí úvěru?. Hypoindex, 2011, přístup z internetu (10.2.2012): <http://www.hypoindex.cz/jak-banky-rozhoduji-o-poskytnuti-uveru/>

BULÍŘ, Aleš. Teorie deficitního rozpočtu. Finance a úvěr, FSV UK Praha, 1990, 3. vyd., str. 165-183, přístup z internetu (18.11.2012):
http://journal.fsv.cuni.cz/storage/2280_199003ab.pdf

BYSTRZYŃSKI, Lukasz. Czekając na impuls. PricewaterhouseCoopers, 2010, přístup z internetu (16.1.2012): http://www.pwc.pl/pl_PL/pl/publikacje/CZEKAJAC_NA_IMPULS-F.pdf

CZESANÝ, Slavoj. Hospodářský cyklus: teorie, monitorování, analýza, prognóza. Praha: Linde, 2006, 199 s. ISBN 80-720-1576-1.

CIEŚLAK-WRÓBLEWSKA, Anna. Zadłużenie państwa wzrosło o 82 mld zł. Ekonomia24, 30. 3. 2012, přístup z internetu (11.3.2012):
<http://www.ekonomia24.pl/artukul/706205,852558-Dlug-nizszy-niz-progi-ostroznosciowe.html>

ČBA. Růst státního dluhu, rizika pro ekonomiku, podniky, občany i finanční sektor. 2009, přístup z internetu (2.8.2012): http://www.czech-ba.cz/data/articles/down_8245.pdf

ČNB. Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou. 2011, přístup z internetu (2.4.2012):
http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/maastricht_vyhodnoceni_2011.pdf

ČNB. Zprávy o inflaci. vybrané roky, Praha, přístup z internetu:
http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/

ČNB. Zpráva o inflaci 1/2012, Analýza dopadů fiskálních opatření v ČR v letech 2001 – 2011. (boxy a přílohy) Praha, přístup z internetu (4.8.2012):
http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2012/2012_I/boxy_a_prilohy/zo_i_2012_I_box_3.html

ČSÚ. HDP – metodika. 2012, přístup z internetu (18.5.2012):
[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/hruby_domaci_produk_t_\(hdp\)](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/hruby_domaci_produk_t_(hdp))

DUBSKÁ Drahomíra. Silný růst ekonomiky české veřejné finance výrazně nevylepšil. ČSÚ, Praha, 2007, tematické analýzy, přístup z internetu (28.2.2012):
<http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/informace/ckta05310707.doc>

DUBSKÁ Drahomíra. České domácnosti dluží bilion. ČSÚ, Praha, 2010, tematické analýzy, přístup z internetu (26.1.2012):
<http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/informace/ckta120310.doc>

DVOŘÁK, Pavel. Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize. Vyd. 1. Praha: C. H. Beck, 2008, 343 s. ISBN 978-80-7400-075-1.

EUROPEAN COMMISSION. European Economic Forecast – Autumn 2011, 6/2011, přístup z internetu (26.7.2012):
http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2011/pdf/ee-2011-6_en.pdf

HAMERNÍKOVÁ, Bojka a Alena MAAÝTOVÁ. Veřejné finance. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2010, 340 s. ISBN 978-80-7357-497-0.

HIGGS, Robert. Six Fundamental Errors of the Current Orthodoxy. Mises institute, 2010, přístup z internetu (8.4.2012): <http://mises.org/daily/5216>

HLAVÁČEK Michal a Luboš KOMÁREK. Determinanty cen nemovitostí pro jednotlivé regiony ČR. ČNB, 2009, přístup z internetu (1.8.2012):
http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/fs_2008-2009/FS_2008-2009_clanek_2.pdf

HOLMAN, Robert. Dějiny ekonomického myšlení. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001, 541 s. ISBN 80-717-9631-X.

HOLMAN, Robert. Makroekonomie: středně pokročilý kurz. Vyd. 1. Praha: C. H. Beck, 2004, 424 s. ISBN 80-717-9764-2.

HRONOVÁ Stanislava a Richard HINDLS. Ekonomické chování sektoru domácností ČR. Praha, VŠE, 2008, přístup z internetu (20.6.2012):
<http://panda.hyperlink.cz/cestapdf/pdf08c3/hronova.pdf>

HULSMANN, Jorg G. Toward a general theory of error cycles. Quarterly Journal of Austrian Economics, 1998, 4. vyd., str. 1-23, přístup z internetu (4.12.2011):
http://www.mises.org/journals/qjae/pdf/qjae1_4_1.pdf

JÍLEK, Josef. Peníze a měnová politika. 1. vyd. Praha: Grada, 2004, 742 s. ISBN 80-247-0769-1.

KASPEROWICZ-STĘPIEŃ, Alicja. Kształtowanie się wydatków publicznych w Polsce w latach 2005–2009. Kraków: Zeszyty naukowe nr. 10, 2011, přístup z internetu (3.4.2012): http://www.pte.pl/pliki/1/1145/ZN-10_Kasperowicz-Stepien.pdf

KODEROVÁ, Jitka. Teorie peněz. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2008, 251 s. ISBN 978-80-7357-359-1.

KOHOUT, Pavel. Co je motorem hospodářského růstu. 10/2007, přístup z internetu (18.5.2012): <http://blog.aktualne.centrum.cz/blogy/pavel-kohout.php?itemid=1785>

KOHOUT, Pavel. Skryté hrozby dnešních dluhů. Ekonom, 21.7.2011, přístup z internetu (12.6.2012): <http://ekonom.ihned.cz/c1-52351540-skryte-hrozby-dnesnich-dluhu>

KUBÍČEK, Jan. Hospodářská politika. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2006, 302 s. Vysokoškolské učebnice (Aleš Čeněk). ISBN 80-868-9899-7.

MSP. Rekompensaty z tytułu nie podwyższania płac w sferze budżetowej. Prawoity, 12/2006, přístup z internetu (18.3.2012): <http://prawoity.pl/wiadomosci/rekompensaty-z-tytulu-nie-podwyzszania-plac-w-sferze-budzetowej>

NBP. Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2004 roku. Warszawa, 2005, přístup z internetu (2.2.2012): http://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/sprawozdanie_z_wykonania/wykonanie2004.pdf

NBP. Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2008 r. Warszawa, 2010, 279 s., přístup z internetu (19.1.2012): <http://www.nbp.pl/systemfinansowy/rozwoj2008.pdf>

NBP. Raporty o inflacji. Wybrane roky, Warszawa, přístup z internetu: http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/polityka_pieniezna/dokumenty/raport_o_inflacji.html

OCHRANA, František, Jan PAVEL a Leoš VÍTEK. Veřejný sektor a veřejné finance: financování nepodnikatelských a podnikatelských aktivit. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2010, 261 s. ISBN 978-80-247-3228-2.

OECD. Economic surveys: Poland. 2010, přístup z internetu (4.8.2012): http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/economics/oecd-economic-surveys-poland-2010_economic_surveys-pol-2010-en

PALLEY, Thomas I. Debt, Aggregate demand, and the business cycle. Journal of Post Keynesian Economics, 1994, 3. vyd., 371 s., přístup z internetu (3.12.2011): <http://www.jstor.org/discover/10.2307/4538399?uid=3737856&uid=2134&uid=2&uid=70&uid=4&sid=47698862948487>

PAP. Kurs franka szwajcarskiego nie spadnie szybko a może jeszcze wzrosnąć. Forsal.pl, 2.7.2010, přístup z internetu (20.2.2012): <http://forsal.pl/artykuly/433528,kurs-franka-szwajcarskiego-nie-spadnie-szybko-a-moze-jeszcze-wzrosnac.html>

PATRIA FINANCE. Vliv fiskální politiky posledního desetiletí na eurozónu a CEE. studie, 20.7.2010, přístup z internetu (18.2.2012): <http://www.patria.cz/ekonomika/detailanalyzy/105740/vliv-fiskalni-politiky-posledniho-desetileti-na-eurozonu-a-cee.html>

PFE. Zmiany w ustawie o finansach publicznych a wdrażanie Funduszy Europejskich. Portal Funduszy Europejskich, 2010, přístup z internetu (21.3.2012): http://www.funduszeuropejskie.gov.pl/Wiadomosci/Strony/Zmiany_w_ustawie_o_finansach_publicznych_a_wdrażanie_Funduszy_Europejskich.aspx

POLOUČEK, Stanislav. Peníze, banky, finanční trhy. Vyd. 1. Praha: C.H. Beck, 2009, 414 s. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-152-9.

PEKOVÁ, Jitka. Veřejné finance: teorie a praxe v ČR. Vyd. 1. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011, 642 s. ISBN 978-80-7357-698-1.

REVENDA, Zbyněk. Centrální bankovníctví. 2. rozš. vyd. Praha: Management Press, 2001, 782 s. ISBN 80-726-1051-1.

ROTHBARD, Murray N. America's great depression. 5th ed. Auburn, AL: Mises Institute, 2000. ISBN 09-454-6605-6.

RYBAČEK, Václav. Měnová politika a hospodářský růst. Praha: Liberální institut, WP 2/2006, 43 s., přístup z internetu (16.11.2011): <http://rybacek.esports.cz/texty/mphr.pdf>

SEDLÁČEK, Petr. Analýza investičního cyklu. ČSÚ, Praha, 6/2006, přístup z internetu (12.7.2012): <http://panda.hyperlink.cz/cestapdf/pdf06c6/sedlacek.pdf>

SEDLÁČEK Tomáš. Jízda na hraně aneb jak si bereme, co není naše. HN, 9.12.2010 (1), přístup z internetu (18.5.2012): <http://hn.ihned.cz/c1-48521700-jizda-na-hrane-aneb-jak-si-bereme-co-neni-nase>

SEDLÁČEK Tomáš. Kapitalismus nepotřebuje obří růst za každou cenu. MF DNES, str. 11, 11.9.2010 (2)

SEDLÁČEK Tomáš. O pokušení, kterému nelze odolat. HN, 4.11.2010 (3), přístup z internetu (18.5.2012): <http://hn.ihned.cz/c1-47734870-tomas-sedlacek-o-pokuseni-kteremu-nelze-odolat>

SKIDELSKY, Robert. The Keynes-Hayek Rematch. London, Project Syndicate, 2011, přístup z internetu (20.12.2011): <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-keynes-hayek-rematch>

SPĚVÁČEK, Vojtěch. Národohospodářská poptávka a makroekonomická rovnováha. CES VŠEM, 4/2006, přístup z internetu (20.11.2011): http://www.vsem.cz/data/data/ces-soubory/working-paper/gf_WPNo406.pdf

SPĚVÁČEK Vojtěch a Renata VINTROVÁ. Růst stabilita a konvergence české ekonomiky v letech 2001 – 2008. CES VŠEM – Politická ekonomie, 2010, přístup z internetu (3.6.2012): <http://www.vse.cz/polek/download.php?jnl=polek&pdf=718.pdf>

SPĚVÁČEK, Vojtěch. Sektorová analýza vývoje české ekonomiky. Centrum výzkumu konkurenčních schopností české ekonomiky, working paper č 16/2010, přístup z internetu (13.7.2012):
<https://is.muni.cz/do/econ/soubory/oddeleni/centrum/papers/16Spevacek.pdf>

ŠÍMA, Josef. Trh v čase a prostoru: hayekovská témata v současné ekonomii. Praha: Liberální institut, 2000, 104 s. ISBN 80-863-8909-X.

ŠMÍDKOVÁ, Kateřina a Miroslav HRNČÍŘ. Přechod na strategii cílování inflace. Finance a úvěr, FSV UK Praha, 1998, 4. vyd., str. 205-222, přístup z internetu (14.11.2011):
<http://journal.fsv.cuni.cz/mag/article/show/id/270>

WAŁĘGA, Grzegorz. Zadłużenie polskich gospodarstw domowych z tytułu kredytów bankowych. Uniwersytet Szczecin, 2006, rozdział 7, str. 74 – 85, přístup z internetu():
http://mikroekonomia.net/system/publication_files/767/original/6.pdf?1315216516

ZAŁĘGA, Dariusz. Skąd się bierze polski dług publiczny?. Le Monde diplomatique, nr. 6/64, 2011, přístup z internetu (14.3.2012): <http://nienaszdlug.pl/materialy/dlug-polska/skad-sie-bierze-polski-dlug-publiczny/>

ZÁMEČNÍK, Miroslav. Za hodně peněz překvapivě málo muziky. Vláda ČR, 23.7.2012, přístup z internetu (1.8.2012): <http://www.vlada.cz/cz/ppov/ekonomicka-rada/clanky/miroslav-zamecnik-za-hodne-penez-prekvapive-malo-muziky-97788/>