KONTEXTY HOSPODÁŘSKÉ POLITIKY A SOUČASNÉ FINANČNÍ A HOSPODÁŘSKÉ KRIZE

Slavoj Czesaný, Vysoká škola ekonomická v Praze

Úvod

Specifikem současné finanční a hospodářské krize je, že se na jejím vzniku podílel souběh většího počtu faktorů makroekonomické, mikroekonomické i společenské povahy. Nemalý vliv na charakter cyklického vývoje ekonomiky měla hospodářská politika, a to jak měnová tak i fiskální. Záměrem stati je prohloubit analýzu příčin, průběhu a důsledků finanční a hospodářské krize. Věcným obsahem analýzy jsou dva tematické okruhy. První je věnován rozboru příčin, průběhu a důsledků současné finanční a hospodářské krize v USA. Druhý je orientován na specifika kontextů současného krizového vývoje v Evropě a ve vybraných evropských zemích.

Zkoumány jsou tři okruhy souvislostí: (i) Jaké trendy byly evidovány v makroekonomickém vývoji a v hospodářské politice v předkrizovém období, aby mohly být identifikovány hlavní příčiny vzniku hospodářské recese, (ii) Jak reagovala měnová a fiskální politika na průběh finanční a hospodářské krize. (iii) Jakou podobu by mohly mít elementy makroekonomické politiky ve výhledovém období, jež by ve svém působení omezily procyklické efekty.

Metodický přístup k analýze finanční a hospodářské krize se opírá o koncept širšího pojetí interakcí mezi nestabilitou cenovou, finanční a růstovou. Metodologickým východiskem analýzy je propojení několika indikátorových bází podílejících se na monitorování a analýze cyklického vývoje ekonomiky, a to jeho růstové i poklesové fáze. Jde o soubory indikátorů výkonnosti ekonomiky, makroekonomické /ne/rovnováhy, cyklického vývoje, konjunkturálního průzkumu a finanční zranitelnosti. Podstatou metodického přístupu je využití SWOT analýzy, jehož základem je identifikace silných a slabých stránek makroekonomického vývoje doplněné charakteristikou možných příležitosti a rizik hospodářského vývoje ve výhledovém období. Použití metody mezinárodního porovnání napomáhá identifikovat nadprůměrné či podprůměrné pozice zemí vůči průměru zemí EU-27 či eurozóny a vymezit tak silné a slabé stránky výkonnostních, cenových a finančních komponent makroekonomického vývoje.

Makroekonomické nerovnováhy jsou posuzovány jednak na základě nesouladů komponent vnitřní a vnější nerovnováhy s vývojem fundamentální veličiny reálné ekonomiky, kterou je výkon ekonomiky, a pak prostřednictvím míry vychýlení cenových a finančních komponent od trendové linie, ke které se dle empirických výzkumů vývoj zpravidla vrací v pozdější fázi hospodářského cyklu.

1. Příčiny a důsledky současné finanční a hospodářské krize v USA

Specifika příčin krize

Trendy makroekonomického vývoje v letech 2000–2011 svědčí o tom, že americká ekonomika byla epicentrem vzniku současné finanční a hospodářské krize. Analýza makroekonomického vývoje americké ekonomiky v předkrizovém období ukázala, že hlavní příčinou finanční a hospodářská krize nebylo celkové přehřátí ekonomiky, ale nadměrná spotřeba na dluh doprovázená souběhem většího počtu nepříznivě působících faktorů (Singer, 2009). K těm patřily především změněné vnější ekonomické podmínky v podobě cenového šoku ze vzedmutí cen ropy na světových trzích a nárůst globální makroekonomické nerovnováhy. Jednu stranu globální nerovnováhy začaly tvořit proměny finančních pozic u zemi dovážejících ropu. K těm patří USA a většina evropských zemí, jež začaly mít nedostatek volných peněžních prostředků. Na druhé straně země, které vyvážejí ropu, či které měly dynamický ekonomický růst, rychle bohatly a měly tudíž přebytky finančních zdrojů. Tato okolnost přispěla ke snížení odolnosti vyspělých zemí vůči nastupující finanční krizi.

Ve výčtu specifik současné krize lze jmenovat rovněž nesoulady v rozvinutosti globalizačních regulatorních procesů ve finanční sféře. Na jedné straně míra propojení a integrace finančních trhů se neustále zvětšovala, ale řada legislativních i regulatorních rámců byla a je stále utvářena na úrovni jednotlivých zemí. Významným specifikem finanční krize minulé dekády bylo uplatnění nových obchodních praktik (Krugman, 2009). Šlo o emise nedostatečně transparentních finančních produktů, které se v podobě nekvalitních dluhopisů šířily po světě. Důsledkem byla informační asymetrie mezi poskytovateli a příjemci finančních služeb. Poskytovatelé dluhopisů znali nízkou hodnotu dluhopisů, zatímco příjemci kupovali dluhopisy v dobré víře, že jde o cenné papíry nerizikové povahy, což prezentovaly i ratingové instituce (Stiglitz, 2010). Tyto však jsou často ve vlastnictví bankovních institucí a jejich hodnocení kvality dluhopisů tak bylo neobjektivní. K odlišnostem současné krize patřila v některých zemích i státní podpora nízkopříjmových uchazečů při poskytnutí hypotéky s důsledkem na růst zadluženosti státu. Ke specifice současné krize též patří skutečnost, že v rámci finanční krize se začaly v některých zemích prosazovat všechny její typy, tj. krize bankovní, měnová a dluhová. Na jednotku růstu hrubého domácího produktu v předkrizovém období bylo třeba vynaložit stále více úvěrů a rostla tak dluhová náročnost ekonomiky.

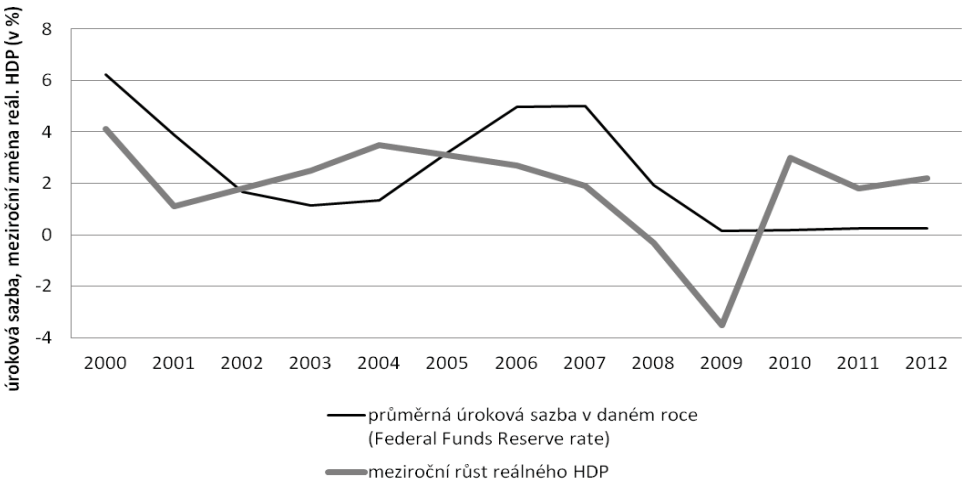
Základní odlišností oproti Velké depresi bylo jiné nastavení měnové a fiskální politiy a jejich reakce na průběh krize. Týkaly se významného uvolnění hospodářské politiky v podobě snížení úrokových sazeb do rekordních poloh doprovázené protikrizovými fiskálními balíčky. Uplatněna byla rovněž zvýšená garance úspor obyvatelstva, jež měla klíčovou roli v zabránění paniky, která by vedla k dramatickému výběru vkladů obyvatelstva z bank. Důvod pro masivní stimuly ekonomického rozvoje státem lze vysvětlit hrozbou systémového kolapsu likvidity bankovního sektoru, který byl evidován při Velké depresi, který v nemalé míře prohloubil délku i hloubku krizové

situace. Bankovní a fiskální autority se zřejmě zalekly hrozeb makroekonomického vývoje v 1. čtvrtletí roku 2009, kdy byl evidován strmý propad výkonu ekonomiky, průmyslu, vývozu a investic, který měl vyšší dynamiku v porovnání s počátečním propadem HDP v době Velké deprese (Czesaný, Johnson, 2012).

Otevřenou otázkou je však posouzení míry enormních nákladů při intervenci státu v průběhu krize. Nabízelo se totiž i řešení, aby rozhodující část nákladů ke stabilizaci bankovního sektoru byla kryta akcionáři bank, kteří ultraspekulativním chováním přispěli k nafouknutí bubliny na trhu hypoték.

Startovací roli při vzniku krize v USA sehrálo centrální nastavení úrokových sazeb v USA v předkrizovém období. Vyznačovalo se značnou aktivitou FEDu, přičemž rozpětí mezi nejvyšší sazbou v roce 2000 ve výši přes 6 % a sazbou uplatňovanou v letech 2002 až 2004 v blízkosti 1 % bylo značné (Holman, 2008). Záměrem centrální banky bylo podpořit oslabený ekonomický růst po krizi cenných papírů v technologickém sektoru v roce 2000 a snížit inflaci. Zamýšlené efekty se však podařilo realizovat pouze u snížení inflace. Ekonomický růst v hospodářsky vyspělých zemích vlivem zesílení zahraniční konkurence zpomalil a bankovní dohled nedokázal eliminovat enormní růst domácí poptávky po bytech a domech, jejichž ceny několik let rostly dvouciferně a nastartovaly tak finanční krizi.

Graf 1
Hrubý domácí produkt a úroková sazba v USA



Pramen: FED, OECD

Trendy a faktory makroekonomického vývoje

K příčinám oslabení růstového potenciálu a tím i tempa růstu hrubého domácího produktu v letech 2001 až 2007 v porovnání s 90. léty patřilo několik šoků, jež negativně ovlivnily nabídkovou i poptávkovou stranu ekonomiky. Patřilo k nim prasknutí bubliny firem

technologického sektoru, teroristický útok na USA v roce 2001 (Greenspan, 2002), odhalení podvodů v účetnictví, růst cen energetických zdrojů na světovém trhu a válka v Iráku. Oslabená byla též role vědeckotechnického přínosu, který dominoval u počítačových a komunikačních technologií v 90. letech minulého století. Důsledkem bylo zpomalení průměrného tempa ekonomického růstu z 3,4 % v 90. letech minulého století na 1,6 % v 1. dekádě současného století Přitom se výrazně snížily investiční aktivity, u nichž byl propad do záporných hodnot evidován celkem v pěti letech, což svědčí o oslabenosti růstu produkčního potenciálu ekonomiky. Ten se potom negativně promítl do nízkého tempa růstu produktivity práce i mezd a ztížil schopnost splácení poskytnutých úvěrů.

K významné specifice vývoje ekonomiky v dekádě po roce 2000 patřil vzestup makroekonomických nerovnováh. Zatímco v závěru 90. let byly evidovány přebytky běžného účtu platební bilance a vnější nerovnováha neexistovala, tak v poslední dekádě začala každým rokem narůstat. Od roku 2003 se deficit běžného účtu platební bilance začal pohybovat nad hodnotou 5 % HDP (OECD 2008). Jak prokazují empirické údaje, považují zahraniční investoři tuto hodnotu za signál rostoucích úvěrových rizik, jež mohou destabilizovat ekonomiku v příštím období.

Rovněž rozpočet veřejných financí po generování přebytků ve druhé polovině 90. let začal mít deficitní podobu. Rozpočtové příjmy byly sice stabilnější, výdaje sice pozitivně ovlivnily nabídkovou stranu ekonomiky, ale vlivem válečných teroristických událostí začaly narůstat. Nárůst dvojího deficitu, veřejných financí i běžného účtu platební bilance poškodil důvěryhodnost americké ekonomiky a vedl k odlivu kapitálu a k oslabování amerického dolaru. Uvedené pohyby v makrosféře se promítaly i do úbytku vkladů a tím i do snížené likvidity subjektů bankovního sektoru.

Empirická data ukázala, že úhrnná míra dluhu obyvatelstva, bank, firem a sektoru vládních institucí v roce 2008 činila 499 % HDP a z dlouhodobého hlediska měla trvalou tendenci se zvyšovat. V roce 2007 na jednotku výstupu (1 USD hrubého národního důchodu) připadlo 6,28 USD dluhu a účinnost přírůstku jednotky dluhu vykázala zápornou hodnotu. Na růstu vládního dluhu se ve stále větším měřítku podíleli zahraniční investoři, v roce 2008 na dluhovém financování participovaly zahraniční zdroje ve výši 13,6 bilionů USD, což je téměř čtvrtina z celkového dluhu. Největší zastoupení přitom má Čína a Saudská Arábie, takže USA začaly postupně ztrácet část kontroly nad vývojem své ekonomiky.

Slabou stránku stabilizační politiky představoval i regulatorní rámec, jehož úkolem bylo vytvářet síto pro odfiltrování nadměrně rizikových obchodů a pro zabránění systémového kolapsu v podobě pozastavení úvěrové aktivity. Rovněž v této oblasti se stabilizační politice nedařilo. Sekundární trh s hypotékami začal propouštět stále větší počet obchodů s volnými peněžními zdroji, v rámci nichž narůstaly půjčky bankám, jež potřebovaly zvýšit likviditu.

Měnová a rozpočtová politika uplatnila až příliš velké rozpětí úrokových sazeb a nárůst přerozdělovacích procesů, který ve svých důsledcích vedl k destabilizaci finančního sektoru i reálné ekonomiky. K dalším okolnostem vývoje hospodářského cyklu v americké ekonomice patřily změny obchodní strategie bank. Bankovní sektor zaznamenal ve sledované dekádě zjevné tendence určitého odklonu od konzervativní

strategie dodržující pravidla obezřetného chování, kdy nesplácení úvěrů bývalo řešeno časovou restrukturalizací dluhu do delšího časového horizontu. Začal být evidován příklon upřednostňující větší míru spekulací a rizik. V praktické rovině šlo o prohlubování úvěrové angažovanosti bank s přesunutím rizik na subjekty, které dluhopisy odkupovaly. Tyto procesy byly v nemalé míře umožněny i oslabením regulatorních rámců tolerujících hypotéční úvěry s nízkou bonitou.

Na ostrém vybočení emise hypotečních úvěrů nad trendovou linii se podílela jak měnová politika nastavená na příliš nízké úrokové sazby, tak i rostoucí zájem managementu bank poskytovat úvěry obyvatelstvu s nižšími příjmy. Jedním z důvodů byl nižší růst poptávky firem po úvěrech na investiční kapacity způsobený přesuny výrob do teritorií s nižší mzdovou hladinou.

Zpomalení ekonomického růstu v roce 2011 negativně ovlivnilo konsolidační procesy na trhu práce a ve veřejných financích. Míra nezaměstnanosti se snížila jen mírně pod 9 %, deficit veřejných financí byl však i nadále abnormálně vysoký i přes jeho snížení k výši 9 % v poměru k HDP. V porovnání s eurozónou je téměř na dvojnásobné úrovni a signalizuje silnou podporu státu strategickým odvětvím, za něž je považován bankovní sektor, výroba aut a letadel. Šlo o mimořádně vysokou uvolněnost fiskální politiky. Obdobný vývoj probíhá u měnové politiky, jež byla nastavena výrazně prorůstově. Centrální úrokové sazby jsou na rekordně nízké úrovni a jejich již dlouhodobější neměnnost je doprovázená ujištěním guvernéra FEDu, že úroková sazba zůstane i v dalších dvou letech v blízkosti nuly. Toto vyjádření signalizuje, že ekonomický růst bez měnových podpor by byl obtížně udržitelný. Statistika (OECD, 2011) uvádí, že obyvatelstvu USA se v průběhu krize snížily jejich finanční a nefinanční majetky o více než čtvrtinu.

Řetězec příčin, časových souvislostí šíření krize a utváření hospodářské politiky v předkrizovém a krizovém období lze charakterizovat následovně: V souvislosti s nastavením nízké ceny peněz se zvýšila poptávka po bydlení. Nabídka vzhledem k povaze stavebnictví nestačila na vzrostlou poptávku dostatečně rychle reagovat. Ceny staveb rostly rychleji než ceny spotřebního zboží. Banky se snažily reagovat na boom v bydlení a změkčily podmínky pro dostupnost hypotéčních úvěrů. V následné etapě si banky obstarávaly další finanční prostředky k úvěrování pomocí prodeje dluhů. Nárůst mezery mezi úsporami a investicemi zvyšoval vnější nerovnováhu. Ta byla jednou z příčin oslabení dolaru a odlivu kapitálu. Měnové autority reagovaly opožděně na signály zvýšených rizik cenových propadů u cen bydlení. Ratingové instituce označily i nekvalitní dluhopisy jako vysoce bonitní. Prasknutí bubliny na trhu s bydlením bylo doprovázeno strmým poklesem cen bytů a nárůstem problémů s likviditou a solventností bank. Propojenost finančních trhů byla zdrojem šíření ztrát v bankovním sektoru. Riziko systémového kolapsu bankovního sektoru motivovalo centrální autority k převzetí role poslední instance. V zájmu ukončení zástavy úvěrů a oživení ekonomiky byly úvěrové sazby nastaveny extrémně nízko. Banky, které opustily obezřetnou politiku a nadměrně riskovaly a spekulovaly, nebyly potrestány pokrytím ztrát akcionáři chybujících bankovních domů. Stát se extrémně zadlužil a přenesl břemeno dluhu na daňové poplatníky. Prokázala se neadekvátnost nastavení sociální politiky orientované na bydlení.

Analýzu finanční a hospodářské krize v americké ekonomice lze doplnit zpřehledňujícím pohledem na ty aktivity institucí, jež měly ve svých důsledcích procyklický či destabilizační dopad do ekonomiky. Ukázalo se, že současnou finanční a hospodářskou krizi negativně ovlivnil mimořádný souběh rizikového chování více institucí. Patřily k nim měnové a vládní autority, mezinárodní instituce, banky, ratingové instituce, korporace, u nichž převládlo procyklické působení doprovázené asymetrii informací, morálním hazardem, přeúvěrováním a přeinvestováním s negativními důsledky na past likvidity, zmrazení úvěrů, nárůst dluhů a dopady do reálné ekonomiky.

Reflexe hospodářské politiky na krizi

Hospodářská politika reagovala na průběh krize dvěma fiskálními programovými opatřeními a měnovou politikou centrální banky orientovanou převážně na kvantitativní uvolňování. Vládní program Troubled Asset Relief Program (TARP, 2008) v hodnotě 700 miliard USD měl oživit bankovní kapitál tím způsobem, že nahrazoval problémová aktiva bank vládními aktivy. Problémem tohoto programu je, že podporuje nejen banky, ale i jejich věřitele, není orientován pouze na banky v úpadku, neuplatnil limity na dividendy. Další realizovaný program American Recovery and Reinvestment Act (ARRA, 2009) byl zaměřen na celou ekonomiku USA s rozpočtem 787 miliard USD. Režim programu umožňuje uvolňovat finanční prostředky v průběhu jedné dekády. Program je věcně orientován především na snížení nezaměstnanosti a podporu spotřeby a investic. Poměrně značným rizikem této stimulační politiky je generování růstu zadluženosti státu v dlouhodobém horizontu.

Rozvedení vyžaduje nastavení měnové politiky, v kterém významnou roli začala sehrávat politika kvantitativního uvolňování (Economist, 2012). V průběhu současné finanční krize v letech 2008–2012 se v rámci protikrizových opatření měnové politiky začal využívat nestandardní postup, jehož podstatou je „kvantitativní uvolňování“ finančních zdrojů. Jeho podstatou je nekonvenční přístup centrálních bank ke stimulaci ekonomiky v případě, kdy standardní postup měnové politiky nevykazuje potřebnou efektivnost. Jde o případ, kdy centrálně stanovené úrokové sazby jsou velmi nízké, pohybují se v blízkosti nuly a nejde je dále snižovat. V této situaci mohou centrální banky zvýšit nabídku peněz za pomoci navýšení rezerv bankovního systému. Nástrojem je nákup aktiv centrální bankou, které ve svých důsledcích mohou působit jak na konsolidaci veřejných financí, tak i prorůstově na snižování úrokových sazeb v dlouhém horizontu.

Tato metoda byla poprvé využita v Japonsku v roce 2001 a jejím účelem byl nákup cenných papírů zabezpečujících žádoucí množství rezerv. Cílem bylo zvýšit ceny aktiv a přispět k ukončení deflace. Využití kvantitativního uvolňování v současné krizi má několik programových podob. Jednou verzí je tzv. „úvěrové uvolnění“ (Bernanke, 2009). Cílem je podpora ekonomiky za pomoci nárůstu likvidity a snížení úrokové sazby, jestliže úvěrové kanály jsou zablokovány. Příkladem bylo nakupování hypoték FEDem v době, kdy poptávka po odkupu hypotéčních dluhů v průběhu krize silně propadla.

Jiný typ nákupu aktiv, cílící k podpoře ekonomiky bez tvorby nových peněz, je operace Twist. V tomto programu FED prodává krátkodobé a nakupuje dlouhodobé dluhy. Je tak dána příležitost pro investory posílit jejich hotovost pro nákupy aktiv dlouhodobého charakteru. Třetí typ podporovaných transakcí je tzv. „rebalancování portfolia“, kdy investor prodává jistý typ cenných papírů centrální bance, aby koupil aktiva zvyšující svou cenu. Nízké výnosy dluhopisů podporují prodeje a vyšší ceny cenných papírů zase podporují spotřebitelskou a investiční poptávku. Rebalancing tak oslabuje domácí měnu a zvyšuje export.

Jestliže centrální banky jsou rozhodnuty nejen nakoupit vládní dluhy, ale též ponechat je ve své bilanci, pak kvantitativní uvolňování může podpořit ekonomiku tím, že zmenší zápůjční náklady vlády a přispěje k redukci budoucí daňové zátěže. Uplatnění kvantitativního uvolnění může též přispět k posílení důvěryhodnosti postupu centrální banky tím, že deklaruje příslib časově vymezeného období, v kterém budou úrokové sazby drženy na nízké úrovni.

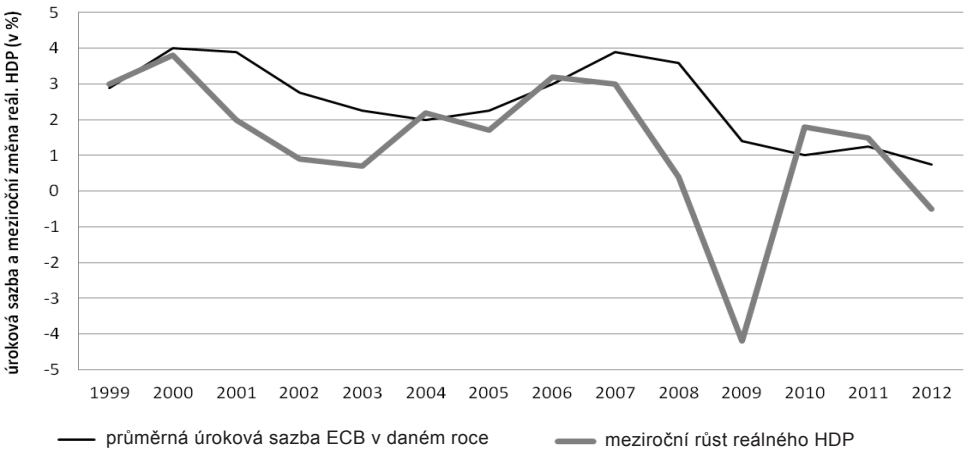
K rizikům kvantitativního uvolňování patří situace, kdy inflace se zvýší nad očekávanou míru, což může vzniknout v případě, kdy množství vytvořených peněz je nadměrné. V kontextu globální ekonomiky mohou nízké úrokové sazby zapříčinit vznik bublin v jiných ekonomikách. Přitom je třeba připomenout, že empirické poznatky o efektech kvantitativního uvolňování nejsou jednoznačné. Barro (2010) prokazuje negativní multiplikační efekt zvýšených vládních výdajů na stimulaci růstu HDP. Rovněž historická zkušenost ukazuje, že agresivní měnová politika v podobě „nafukování“ rozvah centrálních bank prostřednictvím politiky kvantitativního uvolňování nevede k trvalému obnovení hospodářského růstu (Mandel, Tomšík, 2013).

V dostupných zahraničních poznatcích týkajících se kontextu politiky kvantitativního uvolňování se uvádí, že centrální banky v průběhu finanční krize po roce 2007 přispěly ke snížení systémového rizika (IMF, 2009). Měnové politice se přisuzuje zlepšení důvěry hospodářských subjektů k finančním trhům a zastavení recese v ekonomikách G-7 v 2. polovině roku 2009. Akce v rámci kvantitativního uvolňování byla reflexí vysoké nezaměstnanosti a nízké inflace. Výzkum publikovaný ve FED San Francisco (Economist, 2012) uvedl, že nákupy aktiv centrální bankou přispěly ke snížení míry nezaměstnanosti o 1,5 p.b. tím, že růst HDP v roce 2012 by bez využití transakcí aktiv byl o 3 % nižší.

Příčin oslabení růstu výkonu ekonomiky lze vyjmenovat více. Patřil k nim především vliv globalizačních procesů a s ním spjaté oslabení domácí poptávky a konkurenceschopnosti vyspělých zemí vůči zemím méně a středně rozvinutým. Negativní vliv na výkon ekonomiky mělo i posilování eura, které brzdilo vývoz mimo eurozónu. Pro země s menší konkurenceschopností, byla měna příliš nadceněna a omezovala zahraniční obchod i uvnitř eurozóny.

Diference v ekonomickém růstu eurozóny v předkrizovém období let 2000 až 2007 byly značné. Nejvyšší průměrné tempo ekonomického růstu dosáhlo Irsko ve výši 5,6 % a nejnižší pak Itálie 1,6 % a Portugalsko 1,4 %. Rozdíly v tempech ekonomického růstu tak činily více než 4 procentní body. Jedním z vysvětlení těchto odlišností je, že pro Portugalsko a Itálii bylo euro příliš silné a bránilo vyššímu vývozu a růstu HDP.

Graf č. 2:
Vývoj hrubého domácího produktu a úrokové sazby v eurozóně (1999-2011)



Pramen: ECB, Eurostat

Heterogenita ve vývoji HDP pokročila i v dalších letech. Krajní hodnoty vývoje HDP v roce 2010 se pohybovaly v rozmezí od tempa růstu ve výši 6,3 % v Německu až po pokles o 3,5 % v Řecku, v roce 2011 se rozdíl ještě prohloubil přes 10 p.b. U investic se v některých zemích obnovila jejich růstová fáze, přičemž nejvyšší růst byl v Německu 6,6 % v roce 2011, ale v řadě zemí se vývoj investic pohyboval dále ve stagnaci či v záporných číslech.

Potvrdil se pozitivní vliv měnové politiky především na nízkou a stabilní inflaci. Centrálně stanovené úrokové sazby se ve sledovaném období postupně snižovaly, ale zpomalení temp růstu HDP bylo výraznější. Rovněž míra variability HDP byla vyšší, což dosvědčuje odchýlení výkonu ekonomiky od lineárně konstruovaného trendu. Nastavení snížené úrokové sazby na historicky nízkou hladinu v blízkosti 2 procent lze vysvětlit nízkou a stabilizovanou inflací dosaženou v letech 2003 a 2005. Nízká cena peněz tak nastartovala úvěrový cyklus orientovaný především na investice do bydlení.

Růst hloubky a heterogenity u makroekonomických nerovnováh

Značné odlišnosti v povaze cyklu je evidována u míry nezaměstnanosti, která mapuje nesoulad mezi nabídkou a poptávku na pracovním trhu. Nejvyšší nezaměstnanost byla v polovině v roce 2011ve Španělsku ve výši 22 % a nejnižší v Rakousku, kde dosáhla 4 %. Přitom dalších 6 zemí dociluje u nezaměstnanosti dvouciferných čísel, průměr eurozóny převýšil 11 %. Jen menší počet zemí již začal zvyšovat zaměstnanost, ve větším počtu zemí míra zaměstnanosti buď stagnuje či ještě dále mírně klesá a nezaměstnanost stoupá.

Tabulka 1
Harmonizovaná míra nezaměstnanosti

Země	2000	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
EU 27	8,8	9,3	9,0	8,3	7,2	7,1	9,0	9,7	9,6
Eurozóna 17	8,7	9,3	9,2	8,5	7,6	7,6	9,6	10,1	10,2
v tom:									
Belgie	6,9	8,4	8,5	8,3	7,5	7,0	7,9	8,3	7,2
Bulharsko	16,4	12,1	10,1	9,0	6,9	5,6	6,8	10,3	11,3
Česká republika	**8,7**	**8,3**	**7,9**	**7,1**	**5,3**	**4,4**	**6,7**	**7,3**	**6,7**
Dánsko	4,3	5,5	4,8	3,9	3,8	3,4	6,0	7,5	7,6
Estonsko	13,6	9,7	7,9	5,9	4,6	5,5	13,8	16,9	12,5
Finsko	9,8	8,8	8,4	7,7	6,9	6,4	8,2	8,4	7,8
Francie	9,0	9,3	9,3	9,2	8,4	7,8	9,5	9,7	9,6
Irsko	4,2	4,5	4,4	4,5	4,7	6,4	12,0	13,9	14,7
Itálie	10,0	8,0	7,7	6,8	6,1	6,7	7,8	8,4	8,4
Kypr	4,8	4,7	5,5	4,7	4,1	3,8	5,5	6,4	7,9
Litva	16,4 [2)]	11,3 [2)]	8,0 [2)]	5,2 [2)]	3,8 [2)]	5,3 [2)]	13,6 [2)]	18,0	15,3
Lotyšsko	13,7	11,2	9,6	7,3	6,5	8,0	18,2	19,8	16,2
Lucembursko	2,2	5,0	4,6	4,6	4,2	4,9	5,1	4,6	4,8
Maďarsko	6,3	6,1	7,2	7,5	7,4	7,8	10,0	11,2	10,9
Malta	6,7	7,2	7,3	6,9	6,5	6,0	6,9	6,9	6,5
Německo	8,0	10,5	11,3	10,3	8,7	7,5	7,8	7,1	5,9
Nizozemsko	3,1	5,1	5,3	4,4	3,6	3,1	3,7	4,5	4,4
Polsko	16,1	19,1	17,9	13,9	9,6	7,0	8,1	9,6	9,6
Portugalsko	4,5 [2)]	7,5 [2)]	8,6 [2)]	8,6 [2)]	8,9 [2)]	8,5 [2)]	10,6 [2)]	12,0	12,9
Rakousko	3,6	4,9	5,2	4,8	4,4	3,8	4,8	4,4	4,2
Rumunsko	6,8	8,0	7,2	7,3	6,4	5,8	6,9	7,3	7,4
Řecko	11,2	10,5	9,9	8,9	8,3	7,7	9,5	12,6	17,7
Slovensko	18,9	18,4	16,4	13,5	11,2	9,6	12,1	14,5	13,6
Slovinsko	6,7	6,3	6,5	6,0	4,9	4,4	5,9	7,3	8,2
Spojené království	5,4	4,7	4,8	5,4	5,3	5,6	7,6	7,8	8,0
Španělsko	11,7	10,9	9,2	8,5	8,3	11,3	18,0	20,1	21,7
Švédsko	5,6	7,4	7,7	7,1	6,1	6,2	8,3	8,4	7,5
Ostatní země									
Japonsko	4,7	4,7	4,4 [1)]	4,1	3,9	4,0	5,1	5,1 [1)]	4,6
Spojené státy	4,0	5,5	5,1	4,6	4,6	5,8	9,3	9,6	8,9

Zdroj: Eurostat, Výběrové šetření pracovních sil,
Poznámky: 1) Odhad, 2) Změna metodiky

Povaha cyklu se může lišit strmostí či pozvolností nárůstu či poklesu dluhu vládních institucí. Krajní hodnotu tvořil v roce 2012 dluh vládních institucí Řecka ve výši 157% HDP, dále následovala Itálie 127%, Portugalsko 124%, Irsko 118% a Francie 90%. Na druhé straně nejnižší dluh vládních institucí z vyspělých zemí

eviduje Finsko 53 % HDP, u středně vyspělých zemí činí míra dluhu vládních institucí u Slovenska 52 % a Slovinska 54 %. Průměr zemí EU-27 činil 85 % HDP, průměr zemí eurozóny 90 % HDP. Odlišnosti jsou rovněž u ročního deficitu veřejných financí, kde nejnižšího deficitu k HDP v roce 2012 dosáhlo Finsko ve výši 1,9%, nejvyšší Španělsko 11%, Řecko 10%, Irsko 7% Británie 6 % a průměr eurozóny činil 4%.

Tabulka 2
Deficit a dluh sektoru vládních institucí v EU (v % HDP)

	Saldo					Dluh				
	2009	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**
EU27	-6,9	-6,5	-4,4	-4,0	.	74,6	80,0	82,5	85,3	.
EA17 [1]	-6,4	-6,2	-4,2	-3,7	-2,6	80,0	85,4	87,3	90,6	.
Belgie	-5,6	-3,8	-3,7	-3,9	-2,5	95,7	95,5	97,8	99,6	99,9
Bulharsko	-4,3	-3,1	-2,0	-0,8	-1,3	14,6	16,2	16,3	18,5	17,9
Česká republika	-2,2	-5,8	-4,8	-3,3	-4,4	28,7	34,2	37,8	40,8	45,8
Dánsko	-2,7	-2,5	-1,8	-4,0	-2,4	40,7	42,7	46,4	45,8	43,9
Estonsko	-2,0	0,2	1,2	-0,3	-0,5	7,2	6,7	6,2	10,1	11,9
Finsko	-2,5	-2,5	-0,8	-1,9	-1,9	43,5	48,6	49,0	53,0	56,3
Francie	-7,5	-7,1	-5,3	-4,8	-3,7	79,2	82,4	85,8	90,2	93,6
Irsko	-13,9	-30,8	-13,4	-7,6	-7,5	64,8	92,1	106,4	117,6	123,3
Itálie	-5,5	-4,5	-3,8	-3,0	-2,9	116,4	119,3	120,8	127,0	130,4
Kypr	-6,1	-5,3	-6,3	-6,3	-6,0	58,5	61,3	71,1	85,8	96,8
Litva	-9,4	-7,2	-5,5	-3,2	-2,5	29,3	37,9	38,5	40,7	39,7
Lotyšsko	-9,8	-8,1	-3,6	-1,2	-1,4	36,9	44,4	41,8	40,7	44,5
Lucembursko	-0,8	-0,9	-0,2	-0,8	-0,7	15,3	19,2	18,3	20,8	23,9
Maďarsko	-4,6	-4,3	4,3	-1,9	-2,7	79,8	81,8	81,4	79,2	78,1
Malta	-3,7	-3,6	-2,8	-3,3	-2,7	66,4	67,4	70,3	72,1	74,2
Německo	-3,1	-4,1	-0,8	0,2	-0,3	74,5	82,4	80,4	81,9	80,4
Nizozemsko	-5,6	-5,1	-4,5	-4,1	-3,3	60,8	63,1	65,5	71,2	74,0
Polsko	-7,4	-7,9	-5,0	-3,9	-3,5	50,9	54,8	56,2	55,6	55,8
Portugalsko	-10,2	-9,8	-4,4	-6,4	-5,5	83,7	94,0	108,3	123,6	122,4
Rakousko	-4,1	-4,5	-2,5	-2,5	-2,3	69,2	72,0	72,5	73,4	73,6
Rumunsko	-9,0	-6,8	-5,6	-2,9	-2,4	23,6	30,5	34,7	37,8	38,6
Řecko	-15,6	-10,7	-9,5	-10,0	-1,9	129,7	148,3	170,3	156,9	173,7
Slovensko	-8,0	-7,7	-5,1	-4,3	-2,9	35,6	41,0	43,3	52,1	54,4
Slovinsko	-6,2	-5,9	-6,4	-4,0	-4,2	35,0	38,6	46,9	54,1	59,5
Španělsko	-11,2	-9,7	-9,4	-10,6	-4,5	53,9	61,5	69,3	84,2	90,3
Švédsko	-0,7	0,3	0,2	-0,5	-1,4	42,6	39,4	38,4	38,2	42,0
Spojené království [2]	-11,5	-9,6	-7,8	-5,6	-6,8	73,9	80,0	86,4	90,7	94,9

Pramen: MFCR, Eurostat

Poznámka: Vyjádření salda i dluhu sektoru vládních institucí je v pojetí finančního roku, končícího koncem března roku následujícího. Rok 2013 je výhledem.

Příčin růstu zadluženosti bylo více. Tlaky na veřejné rozpočty vznikaly jak z růstu spotřeby vlády, tak i z nárůstu environmentálních požadavků, v neposlední řadě rostly i sociální výdaje v důsledku stárnutí obyvatelstva, a to u starobních důchodů a zdravotnictví. Jen v menší skupině zemí, především skandinávských, byl ekonomický růst doprovázen vnitřní makroekonomickou rovnováhou, bez nadměrného zadlužování a s vyváženostíi příjmů a výdajů běžného účtu platební bilance. Limit vládního dluhu ve výši 60 % HDP v závěru dekády překročila většina členů eurozóny. Svědčí to o tom, že v předkrizové části dekády nebyla vesměs uplatněna obezřetná rozpočtová pravidla. Stabilizační povahu by rozpočtová pravidla měla v případě, kdyby se v růstové fázi hospodářského cyklu vytvářely přebytky rozpočtové bilance potřebné k zabezpečení rezervních polštářů pro sestupnou fázi hospodářského cyklu. Nastavení automatických stabilizátorů tak mělo příliš měkkou povahu.

Tabulka 3

Příjmy a struktura výdajů veřejných rozpočtů v roce 2010 (v % HDP)

	Příjmy	Výdaje	Vyplacené mzdy	Peněžní sociální dávky/1	Spotřeba/2	Investice	Úroky placené
EU-27	44,1	50,7	11,2	17,0	22,5	2,9	2,6
Eurozóna	44,7	50,7	10,8	17,6	22,2	2,7	2,8
ČR	40,2	45,9	8,1	13,9	22,0	5,2	1,3
Belgie	48,1	54,2	12,8	17,3	24,7	1,9	3,7
Maďarsko	45,8	49,8	11,2	16,1	22,0	2,7	4,7
Německo	44,5	47,5	7,4	18,5	19,7	1,6	2,6
Nizozemí	46,0	51,4	10,0	11,5	28,4	3,9	2,2
Polsko	37,2	44,4	10,2	14,7	18,5	5,2	2,5
Rakousko	48,8	52,3	9,9	19,7	19,9	1,1	2,7
Slovensko	33,6	41,5	7,8	13,7	20,0	2,3	1,4
Slovinsko	43,2	49,0	12,4	16,6	20,3	4,6	1,4

Poznámky: Počet zemí je dán omezenou datovou disponibilitou.
1/ Peněžité dávky sociálního zabezpečení
2/ Výdaje na konečnou spotřebu vládních institucí
Pramen: MFCR

Nemalým rizikem pro fungování bank je i výše zadluženosti domácností, která se v řadě zemí pohybuje v rozmezí mezi 80–120 % HDP. Patří k nim např. Dánsko, Španělsko, V. Británie, Irsko. Rovněž dluhy nefinančních a finančních firem jsou v některých zemích obdobně vysoké jako u obyvatelstva.

Také u dalšího důležitého fenoménu makrooekonomické /ne/rovnováhy, kterým je vnější ne/ nerovnováha, byly evidovány značné odlišnosti. Nejvyšší kladnou hodnotu běžného účtu platební bilance vykázalo v roce 2010 Nizozemsko 6,7 % HDP a Německo 5,6 % HDP, nejvyšší zápornou hodnotu Portugalsko a Řecko ve výši 10 %

HDP. Průměr zemí eurozóny se pohybuje v blízkosti nuly. Evidence ukazuje, že počet zemí věřitelských s kladným saldem běžného účtu platební bilance se příliš neodchyluje od počtu zemí dlužnických. Příčinou deficitní pozice byl převis míry investic nad mírou úspor, jež se však v průběhu krize do určité míry zmírnil, a to v souvislosti se snížením míry investic.

Analýza vývoje běžného účtu platební bilance v letech 2000 až 2010 ukázala (OECD, 2012) že vypovídací schopnost ukazatele vnější nerovnováhy umožňovala s předstihem, a to již v průběhu dekády, signalizovat budoucí problémy ve finanční a hospodářské nestabilitě. Obdobná zkušenost vznikla již v předchozích finančních krizích ve světě. Rovněž ukazatel obchodní bilance se zbožím a službami signalizoval problémy s konkurenční schopností v několika zemích (Itálie, Španělsko, Portugalsko, Řecko, Slovensko), v kterých záporná obchodní bilance svědčila o negativním vlivu nadcenění kurzu eura, které ve svých důsledcích omezovalo vývozní výkon i ekonomický růst v uvedených zemích.

K výrazné nerovnováze mezi nabídkou a poptávkou došlo v řadě zemí u cen bytů a domů, které řadu let v předkrizovém období rostly meziročně dvojcifernými čísly. Zvýšený zájem obyvatelstva o koupi bytu či domu lze vysvětlit působením několika motivačních faktorů. K těm patřily nejen nízké úrokové sazby u hypoték, ale i nízká a stabilní inflace na spotřebitelském trhu a znehodnocování úspor obyvatelstva na trhu bankovních depozit. Posledně jmenovaná skutečnost byla zapříčiněna snížením centrálně nastavených úrokových sazeb pro mezibankovní trh, jež se promítly do snížení nominálních úrokových sazeb bank, jež v kombinaci s inflací pak snižovaly reálnou hodnotu bankovních vkladů. K motivacím koupě domu patřil i fenomén stárnutí obyvatelstva, které se touto investicí chtělo zajistit pro život v důchodovém věku v podmínkách nejistoty výše budoucího důchodu.

Studie Mezinárodního měnového fondu (IMF, 2008) ukázala, že největší růst cen bytů byl v letech 1996–2006 zaznamenán v zemích, v kterých probíhal souběh dynamického demografického růstu doprovázeného výraznými změnami preferencí ve prospěch vlastnického bydlení a rychle se rozvíjejícího hypotečního financování. K těmto zemím patřilo především Španělsko, Irsko a Británie. Ceny bytů měly obzvláště rychlou dynamiku v letech 2000–2006, kdy vzrostly o 60 až 80 %. Strmost růstu cen nemovitostí prokazují rovněž indikace poměru, v jakém se vyvíjely průměrné ceny nemovitostí k průměrným příjmům domácností. Tento indikátor vypovídá o tom, za kolik ročních příjmů si mohla domácnost dovolit koupit průměrný byt. Kupní síla se přitom v tomto období velmi zhoršila, neboť v počátcích posuzovaného období stačily na koupi bytu výdělky za 4 odpracovaná léta, na konci sledovaného období bylo potřeba odpracovat na koupi bytu již 7–8 let. V ČR, kde je kupní síla podstatně slabší, tak se počet odpracovaných let potřebných k nákupu bytu v dražších lokalitách, např. v lepších pražských lokalitách, pohybuje v rozmezí 12 až 14 let, což je zhruba dvojnásobek let v porovnání se zeměmi vyspělými. Od roku 2007 začaly ceny bytů ve světě klesat a pozvolna se vracet se k předchozím průměrným hodnotám, což prokázalo značné cyklické nadhodnocení cen bydlení.

Na základě odlišnosti ve vývoji řady makroekonomických komponent členských zemí EU lze evropské země rozčlenit na dvě skupiny, a to na země s převahou slabých stránek makroekonomického vývoje a tím i větší zranitelností a menší odolností vůči krizovým situacím a na země s převahou silných stránek makroekonomického vývoje, které jsou odolnější vůči krizovým situacím. Do první skupiny lze zařadit Řecko, Irsko, Portugalsko Španělsko, Itálie do druhé skupiny pak Německo, Finsko, Švédsko (OECD Economic Outlook, Statistical Annex, June 2012).

Slabé stránky makroekonomického vývoje Řecka:

– dlouhodobě se vyskytující nízká míra národních úspor (poloviční oproti průměru EU), která byla zdrojem značného rozdílu mezi mírou úspor a investic. Ten byl základem i pro výraznou míru vnější nerovnováhy, kde deficity běžného účtu platební bilance byly dlouhodobě dvouciferné, a to i v předkrizové fázi hospodářského cyklu,
– podprůměrnost pozice vůči průměru EU zaujímalo Řecko u míry nezaměstnanosti, která se pohybovala před krizí v blízkosti 10 %, v podprůměru se vyskytovala i míra zaměstnanosti, v krizové situaci se parametry trhu práce dále zhoršovaly,
– značný růst deficitu veřejných financí a zadluženosti státu v průběhu krize převýšil 160 % HDP a způsobil neschopnost splácet závazky. ECB a IMF reagovaly finanční podporou ze svých finančních zdrojů, státní dluh v posledních letech dále eskaloval. Úroková sazba státních dluhopisů se v roce 2012 pohybovala v rekordní výši nad 20 % HDP,
– v řadě dalších indikátorů kvality veřejné správy týkající se výkonu vlády, regulační kvality, právního řádu a kontroly korupce byla pozice Řecka výrazně zaostávající,
– v případě setrvání Řecka v eurozóně by návrat makroekonomických fundamentů do pozic odpovídající maastrichtským kritériím trval desítky let a byl by extrémně nákladný.

Slabé stránky makroekonomického vývoje Irska:

– nadměrný růst cen bydlení v předkrizové fázi hospodářského cyklu, který vybočil výrazně z dlouhodobé trendové linie a byl v nesouladu jak s vývojem v ostatních cenových okruzích, tak i s vývojem výkonu ekonomiky. Jeho příčinou byly výrazně nízké centrální i komerční úrokové sazby a významná propustnost úvěrů s méně bonitní klientelou,
– důsledkem přeúvěrovanosti hypotečního trhu, jehož nadhodnocené ceny se začaly propadat, se začal zvyšovat počet klientů, kteří neplnili své finanční závazky,
– následně započaly výrazné intervenční výdaje státu na zachování likvidity bank a zmírnění ztrát obyvatelstva,
– meziroční deficit veřejných financí se v roce 2010 vyšplhal na 32 % HDP a v kumulované podobě dosáhlo zadlužení státu téměř 100 % HDP.

Portugalská ekonomika se již v předkrizovém období vyznačovala:

– podprůměrným a variabilním ekonomickým růstem a nízkou konkurenceschopností s převisy dovozu nad vývozem, doprovázené zvyšováním jednotkových pracovních nákladů a rychlejším růstem cen dovozu nad cenami vývozu,
– neustálým růstem státního dluhu i v růstové fázi hospodářského cyklu, který byl způsoben nadprůměrným růstem rozpočtového deficitu v blízkosti 4 % HDP,
– setrváváním deficitu běžného účtu platební bilance v blízkosti 10 %, které signalizovalo vnější nerovnováhu a problémy s finanční stabilitou negativně ovlivňující příliv přímých zahraničních investic a zvýšení míry nezaměstnanosti do dvouciferných čísel a recesi i v letech 2011–2013.

Španělská ekonomika se v průběhu hospodářského cyklu po roce 2000 vyznačovala následujícími trendy makroekonomického vývoje:

– v předkrizovém období docházelo k oslabování vývozní výkonnosti až o 15 % v porovnání s výchozím obdobím, jež negativně ovlivňoval růst jednotkových pracovních nákladů,
– růst investic stavebního charakteru podpořil snížení míry nezaměstnanosti pod 10 %, snížil se rovněž veřejný dluh na úroveň 40 % HDP,
– průběh krize se vyznačuje víceletou recesí, prudkým zvýšením míry nezaměstnanosti k 26 % v roce 2013 a potřebou rekapitalizovat banky vzhledem k existenci většího množství nesplacených úvěrů, jež vyvolala cenová bublina na trhu s bydlením.

Povaha makroekonomického vývoje Německa se vyznačuje převahou silných stránek:

– výrobní struktura je vyprofilována ve prospěch silného zastoupení průmyslového a investičního zboží s vysokou konkurenční schopností, která je základem vysokého převisu vývozu nad dovozem a přebytku příjmů nad výdaji na běžném účtu platební bilance,
– míra národních úspor je vysoká, převyšuje investiční míru a volné finanční prostředky mohou být využity k investicím v zahraničí, aniž by byla ohrožena makroekonomická rovnováha ekonomiky,
– míra úspor obyvatelstva patří k nejvyšším v Evropě, což vytváří dobrý základ pro přechod občanů do penzijního věku,
– pokrok v politice zaměstnanosti ve prospěch větší pružnosti trhu práce vytvořil prostor k menší cykličnosti v míře nezaměstnanosti v krizovém období po roce 2008,
– průběh krize byl využit k výraznějšímu přesměrování odbytu do Asie, kde řada méně rozvinutých zemí prochází průmyslovou revolucí a vykazuje vysokou poptávku po vyspělých průmyslových technologiích. Tato restrukturalizace odbytu přispěla v letech 2010 a 2011 k rychlému nastartování dynamického ekonomického růstu, v němž se Německo dostalo na přední pozici v Evropě,

– v předkrizovém období 2001–2003 a rovněž v recesi po roce 2008 se fiskální vývoj dostal do etapy nadměrného nárůstu zadluženosti státu, který překročil maastrichtská kritéria. Překročení prahové hodnoty míry zadluženosti ve výši 60 % HDP sice nebylo tak velké, ale ukázalo na potřebu využít příští růstové fáze HDP k tvorbě vyšší míry rezerv pro fázi recese.

Silné stránky makroekonomického vývoje Švédska:

– průměrné tempo růstu HDP bylo v předkrizovém období výrazně vyšší, než činily průměry zemí EU 27 a EU 15,
– podpůrné zázemí ekonomického růstu tvořila vysoká tempa růstu produktivity práce a vysoká úroveň zaměstnanosti, doprovázená nízkou mírou dlouhodobé nezaměstnanosti,
– na dynamickém růstu ekonomiky se podílelo více faktorů, ke kterým patřila privatizace železnic, leteckých a poštovních služeb, daňová reforma doprovázená snížením daní, nové fiskální instituty, korekce penzijního systému s pozměněným nastavením automatických stabilizátorů,
– vysoká výkonnost ekonomiky byla doprovázena přední pozicí země v růstu nominálních i reálných mezd, jež se promítaly do nadprůměrně rostoucí spotřeby obyvatelstva,
– roční tempa růstu inflace byla velmi nízká a stabilní,
– vysoká míra národních úspor převyšovala míru investic, která ve svých důsledcích pomáhala generovat kladné saldo běžného účtu platební bilance,
– v předkrizovém období se vládní dluh země snižoval a vytvářely se tak rezervy pro sestupnou fázi hospodářského cyklu a recesi, a to i přesto, že daňová kvóta země byla poměrně vysoká a zatěžovala rozpočtovou bilanci,
– v pokrizovém období země nastartovala rychlý ekonomický růst, který v roce 2010 překročil 6 %. Na vyšším růstu se podílela jak spotřeba domácností, tak i obnova růstu investic,
– Švédsko se podle indexu globální konkurenceschopnosti za rok 2010 umístilo na 2. místě s vysokým hodnocením technologického zázemí, vzdělávacího systému, zdravotní péče a institucionálních kvalit.

Silné a slabé a silné stránky makroekonomického vývoje ČR:

– k pozitivním rysům makroekonomického vývoje v ČR v předkrizovém období let 2001 až 2007 patřil dynamický růst HDP v průměru o 4,6 % ročně, což znamenalo osmé místo v žebříčku zemí EU-27 a zlepšení pozice ČR v ekonomické úrovni, jež dosáhla 80 % průměrné ekonomické úrovně v EU a představuje 17. místo v pořadí zemí EU–27,
– ekonomický růst byl podpořen snižováním daní a masivním přílivem zahraničních investic, jež vytvářel předpoklady pro růst zaměstnanosti, produktivity práce a vytváření převisu vývozu nad dovozem.

– k nepříznivým jevům ekonomického rozvoje patřil především nadměrně rychlý růst zadlužení státu v růstové fázi hospodářského cyklu, jež se v roce 2011 převýšilo 40 % HDP a svědčí tak o trvale expanzivním nastavení fiskální politiky ovlivněné především krátkodobými cíli generovanými preferencemi v rámci politického cyklu,
– ČR, lze zařadit mezi země, které jsou málo odolné vůči útlumům ekonomického růstu v Evropě a ve světě,
– závažným problémem je rovněž narůstání odlivu zisku a dividend ve výnosové bilanci běžného účtu platební bilance, jež dosáhl v roce 2010 výše 250 mld. Kč, což představuje již 15 % HDP, přičemž nelze vyloučit hrozbu podkapitalizace ekonomiky ve výhledovém období,
– slabým místem ekonomiky je rovněž vysoká míra dlouhodobé nezaměstnanosti, která ve svých důsledcích přispívá k růstu kriminality, bezdomovectví a narkomanie,
– za očekáváními zůstalo i tempo snižování vysoké energetické a materiálové náročnosti ekonomiky, které nenaplnilo záměry koncepce energetické politiky. Negativní důsledek spočívá v růstu energetických nákladů obyvatelstva i firem v období, kdy éra laciných energií na světových trzích již skončila.

3. Inspirace k utváření hospodářské politiky ve výhledovém období

Měnová politika

Vznik a průběh finanční a hospodářské krize po roce 2007 vybízí k úvahám o pozměněném nastavení měnové politiky. K dílčím otázkám souvisejících s nastavením měnové politiky patří: V čem spočívají pozitiva obezřetné měnové politiky? Které ekonomiky mohou posloužit jako příklad úspěšné měnové politiky? Jaké jsou motivy úvah o potřebě mít ukotvenou nejen inflaci, ale i úhrnný cenový vývoj, případně finanční stabilitu?

V reakci na globální finanční krizi vzrostla aktuálnost diskuse otázek zlepšení podmínek pro prosazování finanční a hospodářské stability prostřednictvím obezřetné makroekonomické politiky. Věcnou náplň této problematiky představuje prevence před vznikem a šířením systémových rizik ve finančním systému a snižování pravděpodobnosti vzniku finančních krizí (Frait, Komárková, 2011). Obezřetná politika se zaměřuje na stabilitu finančního systému jako celku. K jejímu podkladovému zázemí by měly patřit informace o slabých a silných stránkách ekonomiky, analýzy efektů politiky na cenový a finanční vývoj, ocenění rizik a dobře fungující systém včasného varování před změnami v makroekonomických trendech.

Měnová politika zůstává i nadále primárním nástrojem makroekonomické stability, a to jak cenové, tak i výkonu ekonomiky (OECD, 2010). Země se však liší v mandátech stability cenové a ekonomické výkonnosti. Zjevný byl trend k prosazení stabilní a nízké inflace, jež přispívá k ekonomickému růstu, k zaměstnanosti a k dlouhodobě nízkým

úrokovým sazbám (Jílek 2004). Ukázalo se rovněž, že malé a otevřené ekonomiky vyžadují takovou orientaci hospodářských politik, které napo- máhají zvýšené odolnosti vůči vnějším šokům. Novým rysem, jež komplikuje otázky nastavení měnové politiky, patří zvýšený rozsah nejistot v makroekonomickém vývoji. Týkají se zpravidla pohybů ve struktuře ekonomiky, povahy šoků zasahujících ekonomiku a oslabené účinnosti nastavené měnové politiky na ekonomiku. Přitom empirické poznatky o kontextech nízkých úrokových sazeb nastavených v krizové fázi hospodářského cyklu ukazují, že efektivnost měnové politiky se v těchto ekonomických podmínkách snižuje, což prokazují zejména poznatky z dlouhodobé stagnace japonské ekonomiky.

Existují i úvahy o výraznější změně měnové politiky směřující k potřebě simultánního ukotvení měnové a finanční stability, které sledují potřebu mít pod větší kontrolou externí finance a tím i úvěrový cyklus. Ukotvení by pomohlo snížit nadměrnou elasticitu ekonomiky, což by ve svých důsledcích znamenalo podporu obezřetnosti hospodářské politiky. Peněžní a finanční autority by mohly být připraveny potlačit finanční nerovnováhy zpřísněním politiky kdykoliv je potřebné, dokonce i v případech, kdy inflační tlaky nejsou zjevné (Borio, White, 2004).

Motivace pro tuto politiku jsou spatřovány v omezení rizik. Důsledkem politiky by bylo snížení rizik většího propadu reálné ekonomiky v sestupné fázi hospodářského cyklu. Současně by mohlo docházet k oslabení rizik snižujících efektivnost měnové politiky. Je třeba vzít též v úvahu, že scénář, kdy centrální banky směřují k úrokovým sazbám blížícím se nule, patří k méně konvenčním opatřením a jeho efektivnost je velmi nejistá. I přes tyto argumenty vyžaduje akceptace preventivního zpřísnění měnové politiky řešit řadu významných implementačních problémů

Za inspirativní příklad úspěšné měnové politiky praktikované v zahraničí lze považovat stabilizační politiku švýcarské centrální banky. Hlavní cílem centrální banky je dosahování široce definované cenové stability. Od doby jejího praktikování se výrazně snížila volatilita úrokových měr v ekonomice, s pozitivním vlivem na plánování investiční aktivity. K snížení rozptylu úrokových sazeb přispělo právě širší pojetí finanční stability včetně cen aktiv[1]. Mezibankovní úrokové míry se přiblížily oficiálně vyhlašovaným sazbám Švýcarské centrální banky. Je udržováno mírné posilování švýcarského franku za pomoci regulace úspor, kdy pro ukládání depozit zahraničními zájemci jsou určeny pouze účty v zahraničních měnách.

K navrhovaným konceptům pozměněné měnové politiky patří i uplatnění indikátoru nominálního hrubého domácího produktu jako hlavního cíle měnové politiky (The Economist, 2011). Vychází se přitom z analýzy globální finanční krize, kdy HDP v běžných cenách v USA propadl v rámci recese výrazně oproti trendu evidovanému před recesí. Tento propad je považován za velmi destruktivní, neboť zvýšil jak veřejnou, tak soukromou dluhovou zátěž, která je závislá na výši nominálních příjmů

1 K možnostem změn měnové politiky se vyjádřil exguvernér ČNB Z. Tůma na své přednášce Měnová politika ve 21. století (2007) kde uvedl: „dovedu si představit, že při lepším pochopení trhu aktiv se budeme dívat nejen na inflaci v podobě indexu spotřebitelských cen, ale i cen na trhu aktiv, nicméně v nejbližších letech to nepokládám za pravděpodobné“.

a tržeb. Mezera mezi růstem míry inflace a nominálního HDP je tak velká, že někteří ekonomové navrhují vrátit se ke staronové myšlence, aby předmětem cíle hospodářské politiky byl spíše nominální produkt než inflace. Vycházeje ze současných trendů, pak v praktické rovině by uplatnění tohoto konceptu mohlo vést k nastavení hodnoty nominálního HDP ve výši 4–5 %. Tato hodnota koresponduje u většiny vyspělých zemí s preferencí nastavení inflačního cíle v blízkosti 2 % a s uplatněním dlouhodobého růstu HDP v rozmezí 2–3 %. Měnová politika by pak mohla být uvolněnější i v případě, že očekávání růstu výkonu ekonomiky jsou příliš nízké či stagnující a aktuální úrokové sazby jsou příliš nízké. Za této situace by docházelo k uplatnění „kvantitativního uvolnění" zprostředkovaného nekonvenčními nákupy aktiv.

Příznivci využití HDP v nominálním vyjádření v makroekonomické politice zdůvodňují tento přístup možností dosáhnout větší makroekonomické stability. Jde o situaci, kdy recese způsobí propad reálného HDP, ale ceny se přizpůsobují pomaleji, takže cíl v podobě nominálního HDP může vyhladit fluktuace výkonu ekonomiky lépe. Příkladem může být zasažení ekonomiky nabídkovým šokem, kdy vysoké ceny ropy potlačují růst produktu a zvyšují inflaci. V případě, že cílem cenového vývoje je inflace, potom je centrální banka přinucena zpřísnit měnovou politiku, která však podvazuje ekonomický růst, jestliže však disponuje i mandátem na cílování HDP, tak politika může být pružnější.

Je však třeba vzít v úvahu, že centrální banky nemají mandát na to, aby využívaly jako cíle hospodářské politiky nominální produkt, takže v této situaci je přijetí uplatňovaného návrhu neuskutečnitelné. Navrhovaný způsob cílování nominálního produktu není rovněž v souladu s principem tvorby hospodářské politiky, jak jej vymezuje Tinbergen (1972), který vylučuje možnost zabezpečovat dva cíle pomocí jednoho nástroje, v daném případě ekonomický růst a inflaci pomoci nominálního vyjádření hrubého domácího produktu.

Diskutovanou situaci lze názorně vysvětlit na příkladu pozitivního nabídkového šoku taženého růstem produktivity, jež je podnícena technologickým pokrokem, který ve svém důsledku snižuje inflaci. Centrální banka uplatňující inflační cíl, reaguje na tuto situaci zpravidla uvolněním měnové politiky, jejímž důsledkem však může být vznik bubliny na trzích aktiv, zatímco centrální banka uplatňující jako cíl nominální produkt na tuto situaci reagovat nemusí a udržuje tak stabilní měnovou politiku. Důsledkem je větší volatilita inflace, výkyvy se však neprosazují u ekonomiky jako celku.

Největším rizikem může být ztráta předchozí důvěry podnikatelského sektoru i domácností ve stabilitu makroekonomického prostředí, jež se opírala o ukotvení inflačních očekávání, kterému se přizpůsobovaly mzdy a ceny. Centrální banky v Americe i v Evropě se dokázaly vyhnout (na rozdíl od Japonska na přelomu 80. a 90. let minulého století) deflaci, která zvyšuje reálný dluh. Nejistoty a problémy mohou být v tom, jak by hospodářské subjekty důvěřovaly novému cíli měnové politiky, a předpokládá se, že by to nebylo snadné.[2]

2 Je však třeba také říci, že diskutovaný koncept je vhodný spíše pro americkou ekonomiku, v které má FED legislativně vymezené kompetence i pro podporu ekonomického růstu, což není obdobné u statutu ČNB. Upozornit je však třeba i na existenci dvou cílů, které podle některých autorů, např. Tinbergena, nejsou konsistentní ve svých principech a mohou se navzájem negativně ovlivňovat.

Již delší dobu probíhá v USA politická debata o povaze konceptu jak reagovat na nadměrnou zadluženost v pokrizovém období. Republikány navrhovaný koncept spočívá v udržení či v dalším snížení úrovně daní, které podpoří růstovou fázi hospodářského cyklu a vytvoří následně příznivé podmínky pro konsolidaci veřejných rozpočtů. V souladu s tímto záměrem je i rozhodnutí FEDu ze srpna 2011 o tom, že centrálně stanovené krátkodobé úrokové sazby by měly stagnovat další 2 roky na úrovni v blízkosti nuly. Jde o bezprecedentní úvahu k podpoře podnikatelského sektoru, investic a ekonomického růstu. Otázkou však je, zda tento rámec měnové politiky bude závazný i při eventuální změně vnějších a vnitřních podmínek ekonomického rozvoje. Koncept navrhovaný prezidentem Obamou je kombinací zvýšení daní na příjmové straně veřejných rozpočtů a snížení rozpočtových výdajů na armádu, zemědělství a zdravotnictví (State of the Union, 2013).

Vycházeje ze stupně poznání současné finanční a hospodářské krize je možno uvažovat o následujících principech a pravidlech pro formování měnové a finanční politiky ve výhledovém období:

– v růstové fázi hospodářského cyklu se jeví být efektivní a obezřetné takové nastavení centrálně stanovených úrokových sazeb, které by se pohybovaly v blízkosti dlouhodobého průměru. Účelem by bylo omezit příliš proměnlivé (aktivistické) nastavení ceny peněz, které ve svých důsledcích generuje rizika nadměrné cykličnosti vývoje cen a výkonu ekonomiky. Ta následně snižují potenciál reálné ekonomiky ve střednědobém a dlouhodobém horizontu. Takovéto nastavení měnové politiky by pak mělo prostor pro snížení úrokových sazeb v krizových situacích, kdy je potřeba podpořit ekonomický růst snížením ceny peněz na finančních trzích.
– zdokonalení vyžaduje systém monitorování a analýzy hospodářského cyklu, který v předkrizové fázi současné finanční a hospodářské krize opožděně signalizoval narůstající rizika nadměrné cenové, finanční a hospodářské nestability v ekonomice. K tomu, aby monitorovací systém zavčas signalizoval tvorbu bublin na nadměrně expandujících trzích, je účelné mít k dispozici soubor více indikátorů, které s předstihem signalizují problémy ve změně trendů, ale i agregátní indikátor, a to nejen u hrubého domácího produktu, ale i u cenového a finančního vývoje. K postupovým krokům tohoto záměru patří konstrukce kompozitních cenových a finančních indexů a jejich využití k včasným korekcím měnové politiky. Ty by mohly napomoci v proticyklickém působení na podmínky a charakter makroekonomického vývoje. Cenový vývoj by mohl být hodnocen v komplexnějším agregátním pojetí, nejen na bázi inflace spotřebitelských cen jako je tomu dosud, ale včetně nemovitostních i jiných aktiv. Obdobně finanční vývoj by mohl být posuzován v agregátním vyjádření finanční nestability, konstruované propojením dvou indikátorů a to jak vnitřní nestability (nerovnováhy) posuzované vývojem veřejných financí, tak i vnější makroekonomické nerovnováhy vyjádřené prostřednictvím běžného účtu platební bilance.

Fiskální politika

Pro koncipování způsobu nastavení fiskální politiky v době krize je inspirativní přístup, který využívá analytických poznatků z finanční krize posledních let (Romer, 2012). Za příčiny zadlužení státu jsou považovány 3 krize, jež se po roce 2008 vzájemně prolínaly. Patří k nim krize finanční, fiskální a na trhu práce v podobě vysoké nezaměstnanosti. Poučení z realizované fiskální politiky posledních let je následující:

1) Změny fiskální politiky měly silný negativní efekt na ekonomický růst a zaměstnanost v krátkém období. U většiny zemí převažovala restriktivní fiskální politika, jež měla výše uvedený kontrakční efekt. Pozitivní efekt na straně změn ve výdajích byl vyšší než na straně změn u daní.
2) Dlouhodobě přetrvávající a v krizi vysoký deficit veřejných financí vedl k riziku fiskálního bankrotu.
3) Implikace pro politiku jsou následující a) okamžitá přísná restrikce je kontraproduktivní, b) žádoucí je graduace, tj. postupná úspora rozpočtových výdajů a postupné zvyšování daní, c) u ekonomicky silných zemí s vysokou nezaměstnaností je vhodné použití expanzivní politiky, což se týká např. USA, d) strukturální reformy jsou dobré a potřebné, ale s uplatněním jejich přínosů lze uvažovat až v dlouhodobé perspektivě, e) v nastavení hospodářských politik musí mít důležitou pomocnou roli měnová politika.

Konsolidace veřejného rozpočtu za pomoci nárůstu daní nepřinesla zpravidla očekávané efekty a lze ji doporučit pouze v takových situacích, kdy dluh je abnormálně vysoký a konsolidace dluhu je velmi naléhavá. Tento přístup se opírá o tezi, že daně by měly dosahovat určité míry stability, jež je zpravidla očekávána nejen zahraničními investory, ale i firemním sektorem a obyvatelstvem. Inspirací pro uplatnění větší politické odpovědnosti v nastavování rozpočtové politiky může být příklad Švýcarska, kde vyváženost příjmové a výdajové stránky veřejných rozpočtů je garantována zákonem.

Studie rovněž ukázaly překvapivě velké diference mezi úrovní dluhu a sumou akumulovaných rozpočtových deficitů. Tyto kvantifikace by měly být sobě rovny, dluh je však často větší. Vysvětlení jsou hledaná v zájmech vlád plnit plánované deficity i za pomoci vyjmutí půjček z rozvah. Za neméně důležitou součást fiskální politiky lze považovat uplatňování větší transparentnosti v efektech použitých finančních zdrojů. Každé ministerstvo, kterému jsou přidělovány finanční prostředky z veřejných financí, by mělo na svých internetových stránkách ukázat, jaké efekty z alokace přidělených zdrojů jsou dosahovány. Daňový poplatník by jistě takové informace uvítal.

Východiskem k finanční stabilitě je konsolidace veřejného rozpočtu cestou snižování rozpočtových výdajů, které by ve svých důsledcích pomohly omezit procyklické působení rozpočtů spočívající v růstu deficitu i v expanzní části hospodářského cyklu. Cílem je dosažení tolerované výše rozpočtového schodku při současně probíhajícím postupném posilování výdajových složek produktivního charakteru na úkor běžných výdajů na státní správu. Argumentačně lze podpořit utvoření fiskální rady, která by mohla vytvářet kvalifikované zázemí pro tvorbu scénářů fiskálního vývoje v krátkém a střednědobém horizontu.

Jeden z možných přístupů k růstu efektů fiskální politiky by mohl spočívat ve zvýšení role odůvodněných pravidel a snížení rozsahu diskrečních zásahů vládních autorit do režimu fiskální politiky (Kydlant, Prescott, 1997). Ty jsou často náchylné k prosazení expanzní fiskální politiky generované probíhajícím politickým cyklem. Šlo by zejména o zpřísněnou parametrizaci na příjmové a výdajové straně veřejných rozpočtů. Důležitost vyváženosti pohybu agregátů příjmové a výdajové stránky veřejných rozpočtů k fundamentální veličině růstu HDP se jeví jako základní výzva v korekcích režimů fiskální politiky. Argumentační zázemí tohoto přístupu se opírá o potřebu zabránit mezigeneračnímu zadlužení, zmírnit dluhové financování, jež ve svých důsledcích vytváří nadměrné tlaky na změny úrokových sazeb. Růst zátěže výdajové strany rozpočtů je generován především stárnutím obyvatelstva a zvyšuje tak naléhavost uplatnění vícezdrojového financování cestou dalších postupných kroků u reforem starobních důchodů a zdravotnictví.

Je též potřebné připomenout, že se v ekonomické literatuře používají dvě základní kritéria pro růst výdajů státu, jedno je přísnější a druhé o něco mírnější. První představuje podmínku, aby reálné výdaje státu v přepočtu na hlavu, zůstávaly konstantní, aby stát „nebobtnal.“. Druhá měkčí podmínka bere v úvahu i ekonomický růst a proto připouští růst reálných výdajů státu, ale jen do výše tempa růstu ekonomiky (Klaus, 2002). Z dalších kritérií je důležité zmínit potřebu prověřovat projekty a legislativní opatření napojené na pobídkový systém, a to pomocí kritérií nákladů a výnosů, které by měly hrát hlavní roli v posuzování efektivnosti nákladů a tím i bránit nadměrnému zatěžování státního rozpočtu (Tomšík, 2012).

Otevřenou otázkou je, jak budou orientovány cíle a nástroje fiskální politiky v ČR. Na příjmové straně rozpočtu by nemuselo docházet k výraznějším změnám. Daňová kvóta ČR je mírně nižší než v Evropě a její uplatňování v podobné výši v budoucnosti by mohlo přinášet jisté výhody. Pro tuto alternativu jsou dva důvody. Jeden spočívá v tom, že její výše nebrání konkurenceschopnosti a ekonomickému růstu. Určitá blízkost daňové sazby k průměru EU-27 a eurozóny může v případě pokračování integračních procesů v daňové politice vést spíše ke stabilizaci daňových sazeb v ČR, než k jejich výrazným změnám. Obdobné by platilo v alternativě vytvoření fiskální unie.

Jednou z reflexí globální finanční krize je diskuse možnosti zavést zdanění finančního sektoru. V diskuzích o povaze daně existují celkem tři alternativy. Jeden z přístupů je označován jako bankovní daň, která se počítá z majetku banky a má být zavedená v Německu. Druhý přístup je nazývaný daní z finanční aktivity a kalkuluje se ze sumy zisků a odměn. Třetí alternativu představuje daň z finanční transakce, která je inspirovaná konceptem tzv. Tobinovy daně. Na významné a oprávněné důvody k odmítnutí zdanění bankovního sektoru poukazují Mandel a Tomšík (2011). Patří k nim: přesun daňového břemene na spotřebitele, znevýhodněné podnikání v určité skupině zemí oproti zemím, které zdanění nezavedou, možnost zvýšení morálního hazardu v důsledku spoléhání na pomoc státu. V úvahu je taky třeba brát i další poznatky empirického výzkumu, kdy u vzorku všech zemí OECD byl prokázán statisticky i ekonometricky významný negativní vliv zdanění, měřený daňovou kvótou, na ekonomický růst (Kotlán a kol., 2011).

Zatímco první dva uvedené přístupy pouze napodobují daně uplatňované u nefinančních podniků, kterými jsou daň z přidané hodnoty či daň z majetku, pouze třetí přístup je relativně nový a jeho přednosti a nevýhody jsou ověřovány výzkumem. V současné dluhové krizi se jeví zvyšování daňové zátěže bankovního sektoru jako neakceptovatelné.

Závěry

Analýza makroekonomického vývoje vyspělých zemí v období po roce 2000 vypovídá o výraznějších změnách v povaze hospodářského cyklu, dosažených ekonomických trendech i použité hospodářské politice. Patří k nim: nadměrně expanzní měnová a fiskální politika v předkrizové fázi hospodářského cyklu, oslabený ekonomický růst, výrazné vnitřní a vnější makroekonomické nerovnováhy, vysoká nezaměstnanost a zadluženost zemí při současném narůstání heterogenity vývoje ekonomik mezi jednotlivými státy. Lépe se dařilo zemím, které uplatňovaly obezřetnou stabilizační politiku bránící dosažení nadměrné zadluženosti a podporující dlouhodobé faktory ekonomického růstu, produktivity práce, konkurenceschopnosti a zaměstnanosti, ke kterým patří především kvalitní vzdělání a výzkum. Do skupiny zemí, které se vyznačovaly těmito znaky ekonomického rozvoje, se zařadily skandinávské země, Německo a Rakousko, přičemž jmenovaným zemím se dařilo mít velmi dobrou odolnost vůči krizovým situacím. Na druhé straně, jižní země Evropy a dále Irsko a Francie lze zařadit do skupiny zemí s podstatně vyšší zranitelností vůči krizovým šokům.

Výsledky analýzy umožňují konkretizovat vhodná opatření makroekonomických politik, která reagují na slabé stránky hospodářské politiky v předkrizové a krizové fázi ekonomického cyklu. Patří k nim zlepšené monitorování a analýza vztahů mezi vývojem cenovým, finančním a hospodářským za pomoci konstrukce kompozitního indikátoru cenového a finančního vývoje, který lépe a zavčas mapuje aktuální vývoj i očekávané trendy makroekonomického vývoje. Argumentem podporujícím tento záměr je, že výskyt bubliny na trhu aktiv byl v minulosti evidován častěji v porovnání s výskytem nerovnováhy mezi nabídkou a poptávkou na spotřebitelském trhu. Příčinou těchto zjištění je, že k přehřátí ekonomiky v podobě růstu inflace je bráněno průchodem spotřebního zboží mezinárodním trhem, který cenový vzestup omezuje vlivem značné konkurence obchodních řetězců, v nichž často dominuje dovoz levného asijského zboží. Důvodem navrhovaného je i skutečnost, že cenová nestabilita či krize na trhu aktiv je způsobena nízkou konkurencí a tím i nízkou citlivostí nabídky stavebnictví na vzedmutí poptávky po jejich produktech. Časová zpoždění vznikají i v důsledku nutnosti podstoupit řetězec nutných operací spjatých s nákupem pozemku, vyřizováním stavebního povolení, obstaráváním peněz, hledáním projektanta a investora. Náklady spjaté s dopady cenové bubliny vzniklé v sektoru nemovitostí na hospodářské subjekty, tj. firemní sektor, obyvatelstvo i stát, bývají tudíž zpravidla vysoké.

Druhý námět v oblasti cílů hospodářské politiky spočívá v orientaci na dosahování finanční stability. Argumentů je opět více. Větší počet nejistot a nárůstu rizik, včetně rizik systémové povahy, vyžaduje rozšířit schopnost orientace centrálních institucí

na dva cíle, a to nejen na cenovou stabilitu, ale i na finanční stabilitu. Rychlost růstu a úrovně zastoupení finančního sektoru ve struktuře ekonomiky rychle vzrůstá, přitom jeho podpora ekonomickému růstu má mimořádně sílící vliv. Dalším důvodem k přiřazení cíle finanční stability k hlavním cílům hospodářské politiky je skutečnost, že dopady výskytu finanční nestability v bankovním sektoru a v dluzích vlády, obyvatelstva i firem značně oslabují investiční poptávku a s ní související pokles či zpomalení vývozu průmyslových produktů a výkonnosti ekonomiky. Je též třeba počítat s tím, že finanční sektor se bude muset více podílet na restrukturalizaci ekonomiky, která souvisí s procesy globalizace, stárnutí obyvatelstva a s potřebou realizovat další kroky reforem, a to zdravotní, důchodové, daňové, vysokoškolské a státní správy.

Je též navrhována vhodná kombinace nastavení komponent měnové a fiskální politiky v krizové situaci, kdy je potřebné skloubit podporu konsolidace veřejných financí a oživení ekonomického růstu. Ke konsolidaci veřejných financí lze přispět především úsporami ve výdajích na správu státu, analýzami efektů použitých státních finančních zdrojů zveřejňovanými na internetu, dočasným zvýšením daní majetkových a zprogresivněním daní osobních. Oživení ekonomického růstu lze podpořit intervenčním oslabením měnového kurzu v zemích, které k tomu mají vhodné předpoklady (v podobě nefinancování projektů v cizí měně a existence významného vývozního potenciálu), dále podporou projektů v dopravní infrastruktuře, dočasným snížením daní právnických osob i osobních a zvýšeným využitím zkrácených pracovních úvazků.

Mezinárodní srovnání pozice ČR ve fiskálním vývoji ukázala, že nastavení daňových sazeb se pohybuje v blízkosti průměru EU a nebrání konkurenceschopnosti českých výrobků. Daňová kvóta by mohla být ve střednědobém horizontu do značné míry stabilizována, korekce by přicházely v úvahu spíše v utváření daňové struktury. Větší úpravy vyžaduje výdajová stránka veřejných rozpočtů, potenciál úspor lze hledat i ve snížení počtu ministerstev, eventuálně i v uplatňování pouze jedné komory parlamentu, inspirací může být např. Slovensko, kde jednokomorový parlament již existuje. Udržitelnost veřejných financí si nelze představit bez postupného nárůstu vícezdrojového financování důchodového a zdravotního systému. Ke zlepšení úlohy a efektů fiskálních pravidel jsou k dispozici zahraniční inspirace v podobě uzákonění vyrovnanosti veřejných rozpočtů (Německo, Švýcarsko) v decentralizaci veřejných rozpočtů a v utvoření fiskální rady, jež by posílila profesionální úroveň přípravy rámců udržitelného fiskálního vývoje ve střednědobé či dlouhodobé perspektivě.

Empirická data prokázala, že společnou výzvou pro měnovou i fiskální politiku je zřeknutí se nadměrné expanzní měnové a fiskální politiky v růstové fázi hospodářského cyklu, které může zmírnit jejich procyklické působení. Hospodářská politika vyžaduje takové nastavení, které by přispívalo k utváření podmínek pro makroekonomickou rovnováhu a tím i k omezení veřejných dluhů. V případě, že veřejné zadlužování bude nadále pokračovat, potom lze očekávat tlaky na růst ceny peněz a tím i nákladů na dluhovou službu. Nelze vyloučit problémy s úhradou dluhu, protože i stát může mít problém s likviditou, což již potkalo několik zemí, kdy situaci bylo třeba řešit s pomocí mezinárodních institucí.

Literatura

BARRO, R. J. 2010. The stimulus evidence once year on. *The Wall Street Journal*, February 23, 2010.

BERNANKE, B. 2009. The crisis and policy respond. Přednáška na London School of Economy.

BERNANKE, B. 2011. The conference of FED.

BORIO, C.; WHITE, V. 2003 Whither monetary and financial stability? Lecture for symposium Monetary policy and uncertainty, Jackson Hole, August 2003.

CZESANÝ, S. 2002. Monitorování a analýza hospodářského cyklu. *Politická ekonomie,* 2002, Vol. 50, No. 2, pp. 196–206.

CZESANÝ, S. 2005. Tendence a faktory vývoje hospodářského cyklu v ČR. *Politická ekonomie,* 2005, Vol. 53, No. 1, pp. 31–42.

CZESANÝ, S.; JOHNSON, Z. 2012. *Ekonomický cyklus, hospodářská politika a bohatství zemí*. Praha: Nakladatelství Oeconomica, 2012. 235 s. ISBN 978-80-245-1863-3.

EUROSTAT. Datové základny a zprávy pro tisk, ECB, OECD, IMF, ČNB, MFCR, FED.

FRAIT, J.; KOMÁRKOVÁ, Z. 2011. Finanční stabilita, systémové riziko a makroobezřetnostní politika. ČNB, ZFS 2010/2011, pp. 96–110.

GREENSPAN, A. 2002. Economic volatility in rethinking stabilization policy. Přednáška na symposiu Jackson Hole, Wyoming, August 2002.

HOLMAN, R. 2008. Finanční turbulence a role centrální banky. In *Americká finanční krize*. CEP, No. 71/2008, s.11–16.

IMF. 2008. Global financial stability report, financial stress and deleveraging. IMF 2008.

IMF. 2009. Initial Lessons of the Crises. IMF, 2009, Research departement.

IMF. 2009. IMF urges rethink of how to manage global systemic risk. IMF, March 2009.

JANÁČEK, K. 2008. Zpomalení americké ekonomiky je přirozené. In *Americká finanční krize*. CEP, No.71/2008.

JÍLEK, J. 2004. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada Publishing, 2004.

KLAUS, V. 2002. *Problémy českých veřejných financí na počátku nového desetiletí*. Praha: CEP, 2002. ISBN 80-86547-15-9.

KLAUS, V. a kol. 2010. *Autoři CEPU o euru*. Praha: CEP, 2010.

KOTLÁN, I.; MACHOVÁ, Z.; JANÍČKOVÁ, L. 2011. Vliv zdanění na dlouhodobý ekonomický růst. *Politická ekonomie*, 2011, Vol. 59, No. 5, pp. 638–658.

KRUGMAN, P. 2009. *The return of depression economics*. New York, London: W. W. Norton and Company, 2009. 207 s.

KYDLAND, F.; PRESCOTT, E. 1977. Rules Rather than discretion. *Journal of Political Economy*. 1977, Vol. 85, pp. 473–492.

MANDEL, M.; TOMŠÍK, V. 2013. Kdo šetří má za tři – spor o hospodářský růst, míru úspor a roli centrální banky. *Bankovnictví*, 25. 1. 2013, s. 10, Rubrika Fokus.

MANDEL, M; TOMŠÍK, V. 2011. Regulace bankovního dohledu z pozice ekonomické teorie. *Politická ekonomie*. 2011, Vol. 59, No. 1, pp. 58–81.

OECD. 2008. Economic Survey, United States. Volume 16, December 2008.

OECD. 2010. Counter-cyclical economic policy. In *Economic Outlook*, OECD, May 2010, pp. 309–330.

ROMER, CH. 2012. *Fiscal policy in the crisis*. Berkeley: University California, April 2012

SINGER, M. 2009. Dopad hospodářské krize na českou ekonomiku a její finanční sektor: Přednáška pro seminář Partners for Life Planning. Praha, květen 2009.

SMILEY, G. 2010. The US economy in the twenties. Dostupné na http://eh.net/encyclopedia/article/Smiley.1920s.final.

STATE OF THE UNION. 2013. President Obama‘s Adress to Congress, February 2013.

STIGLITZ, J. 2010. *Freefall*. New York: W. W. Norton and Company, 2010. 358 s.

THE ECOMOMIST. 2010. *Monetary illusions*. No. 8698, September 2010.

THE ECONOMIST. 2012. *Quantitative Easing or not Quantitative Easing 2012*. July 14 th 2012.

TINBERGEN, J. 1972. *Hospodářská politika: zásady a tvorba*. Praha: Svoboda / Ekonomie a společnost, 1972, sv. 52, 344 s.

TOMŠÍK, V. 2011. *Ekonomie a zdravý rozum*. Praha: Fragment, 2011. 160 s. ISBN 978-80-253-1393-0.

TŮMA, Z. 2007. Měnová politika ve 21. století. ČNB. Přednáška u příležitosti udělení ceny K. Engliše.

U. S. TREASURY DEPARTMENT. 2009. Troubled Asset Relief Program (TARP).

U. S. CONGRESS. 2009. American Recovery and Reinvestment Act (ARRA).

CONTEXT OF ECONOMIC POLICY AND THE CURRENT FINANCIAL AND ECONOMIC CRISIS

Slavoj Czesaný, University of Economics, Prague, nám. W. Churchilla 4, CZ – 130 67 Praha 3 (czes01@vse.cz, czesany.slavoj@volny.cz)

Abstract

The objective of the article is to identify impact of economic policy implications on current financial and economic crisis. The analysis examines a hypothesis that the main causes of financial and economic crisis include unbalanced developments of the macroeconomic sphere as well as existing weaknesses of banking systems, which often do not evolve in line with the development of economy fundamentals. The article is going to inspect three areas: (i) What development trends and economic policy were registered in the pre-crisis period in order to identify the main causes of economic fluctuations of economy; (ii) How economic policies responded to the course of the financial and economic crisis; (iii) What was the effect financial crisis had on the real economy development? The main task for after-crisis periods is to improve setting of monetary and fiscal policy, bank risk management system and also system for monitoring and analysing the business cycle.

Keywords

business cycle, macroeconomic policy, monetary policy, fiscal policy, national debt, demand shock, supply shock, interest rate, financial stability, asset prices, gross domestic product, unemployment

JEL Classification

E02, E32, E44, E52, F36, F44, F68, G01, G21, H30, H63