

Vydává Ministerstvo financí České republiky ve spolupráci s Českou národní bankou ve vydavatelství *Economia, a. s.*, Praha

© Ministerstvo financí ČR

Adresa redakce: Vinohradská 49
120 74 Praha 2

Telefon: 253 018 nebo: 24 21 00 25, l. 6141

Fax: 253 728

Šéfredaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

OBSAH

- Stanislava JANÁČKOVÁ: K některým specifickým měnové politiky v ČR 445
- Jiří KINKOR: Měření daňové progresivity 455
- Karel JANDA: Modelování rizika akciového portfolia 463

Rozpočtová politika — jaká byla, je a bude — 4. část

Milena HORČICOVÁ—Drahomíra VAŠKOVÁ: Mimorozpočtové fondy a jejich postavení v systému veřejných rozpočtů . . . 473

Bibiana JÍLKOVÁ—Olga NOVOSADOVÁ: K některým souvislostem vládního dluhu v ČR 483

Miroslav HAVEL: Státní rozpočet v roce 1993 a 1994 a střednědobá strategie rozpočtové politiky do roku 2000 488

Recenze

Aleš BULÍŘ: Jak měřit fiskální deficit? (ed.: M. I. Blejer—A. Cheasty) 500

Finance a úvěr v zahraničí

Jana MARKOVÁ: Měnové účinky euroměnového trhu a možnosti jejich eliminace . . . 504

Přehled — Survey

Czech Republic: General Government Fiscal Operations, 1993 (table) 514

Publishers: Ministry of Finance of the Czech Republic in Cooperation with Czech National Bank in Publishing House *Economia, Prague*

© Ministry of Finance of the Czech Republic

Editor's Office: Vinohradská 49
120 74 Prague 2
Czech Republic

Editor in Chief: Ivan Kočárník

CONTENTS

- Stanislava JANÁČKOVÁ: Specific Issues of Monetary Policy in the Czech Republic . . 445
- Jiří KINKOR: Measurement of Tax Progressivity 455
- Karel JANDA: Modelling Risks of Share Portfolio 463

Budgetary Policy — Past, Present and Future — 4th Part

Milena HORČICOVÁ—Drahomíra VAŠKOVÁ: Extrabudgetary Funds and Their Role in General Government Sub-Sector . . . 473

Bibiana JÍLKOVÁ—Olga NOVOSADOVÁ: Some Government Debt Implications in the Czech Republic 483

Miroslav HAVEL: The State Budget in 1993 and 1994 and the Medium-Term Fiscal Policy Strategy to 2000 488

Book-Review

Aleš BULÍŘ: How to Measure the Fiscal Deficit? (Eds.: M. I. Blejer—A. Cheasty) . . 500

Finance and Credit Abroad

Jana MARKOVÁ: Monetary Impacts of Euro-Currency Market and Possibilities of Their Elimination 504

Survey

Czech Republic: General Government Fiscal Operations, 1993 (table) 514

K některým souvislostem vládního dluhu v ČR

Bibiana JÍLKOVÁ — Olga NOVOSADOVÁ*

Úvahy o státním dluhu v ČR se mnohdy opírají pouze o různé velmi obecné teorie. V současné době lze však již přistoupit i k prvním kvantifikacím, i když v poměrně krátké časové řadě. Tento článek je pokusem o kvantifikaci rizik, případně podmínek, které je žádoucí respektovat, nemá-li vývoj státního dluhu působit nežádoucím způsobem. Při zpracování tohoto článku byly využity zahraniční zkušenosti (viz seznam literatury). Fiskální a monetární politiku ovlivňuje mnoho ekonomických proměnných. Existuje řada názorů na jejich váhu v ekonomickém vývoji — od monetarizmu, který považuje za rozhodující pouze měnovou politiku, až po úvahy o pasivní funkci měnové politiky a rozhodující roli fiskální politiky. Podle našeho názoru aktivní měnová politika sama o sobě — bez odpovídající politiky fiskální — není schopna neinflační rozvoj ekonomiky zabezpečit. Pokud jsou vyšší výdaje např. spotřebovány v sociální sféře a nejsou využity produktivně k růstu ekonomiky, může mít expanzivní chování vlády v delším období dopad do růstu peněžní zásoby a inflace. V interakci zde však působí ještě další ekonomické veličiny, zejména úroková míra, cenová úroveň, vývoj HDP, platební bilance ad.

Základní vazba mezi měnovou a fiskální politikou vyplývá ze způsobů, kterým lze krýt výdaje. Jedná se o:

1. zvýšení daní — to je politicky zpravidla nejméně průchodné;
2. vnitřní zadlužování — vláda si formou prodeje státních pokladničních poukázek (SPP) a obligací půjčuje od bankovního a podnikového sektoru a od obyvatelstva;
3. vnější půjčování — zahraniční půjčky od zahraničních bank a institucí, prodej obligací na mezinárodním finančním trhu;
4. emisi reálných peněz — zvyšování peněžní zásoby.

Každý z uvedených způsobů financování vládního dluhu přináší z makroekonomického pohledu určitá rizika, zejména tlak na inflaci, tlak na zvyšování reálných úrokových sazeb, pokles soukromého investování, negativní vliv na platební bilanci, ubývání devizových rezerv, zhoršování důvěryhodnosti země (dostupnost zahraničních úvěrů a půjčování za vyšší sazby).

Podle některých teorií nemá zvyšování vládního dluhu krytého obligacemi inflační důsledky. Skutečný vývoj však ukázal, že vládní dluh nemůže růst neomezeně. Mimo inflační důsledky (jsou-li zvýšené výdaje použity na spotřebu) se může projevit kvantitativní limit poptávky z důvodu nasycenosti finančního trhu nebo ztráty důvěry ve schopnost vlády dluh splatit.

* Ing. Bibiana Jílková — Ing. Olga Novosadová, oddělení veřejných financí ČNB

Příspěvek redakce obdržela 10. 1. 1994.

V zásadě platí, že pokud vláda nemůže kryt vyšší výdaje vyššími daněmi nebo zadlužováním, musí přistoupit k emisi peněz.

Pro výpočet dynamiky vládního dluhu byla aplikována metoda vycházející ze vztahu vládního dluhu a HDP a ze vztahu úrokových sazeb a vládního dluhu. Metoda má pracovní název „efekt snowball“ — „efekt sněhové koule“.

Pro účely výpočtu efektu sněhové koule jsme vymezili tzv. hrubý dluh vlády. Určitá specifika vyplývají z dřívějšího postavení SBČS (ale i ČSOB), kdy hospodaření vlády a centrální banky nebylo důsledně odděleno a některé dluhy vlády byly prakticky přeneseny na banky. V transformačním období se postupně tyto vazby očisťovaly; přesto některé položky nejsou jednoznačně determinovány, např. dluh z dělení bilance SBČS, clearing se Slovenskem.

Vládní dluh v ČR je kryt formou přímých úvěrů vnitřních a zahraničních, státními obligacemi a státními pokladničními poukázkami.

V současné době se projevuje tendence přeměňovat dříve poskytnuté přímé vnitřní úvěry na státní cenné papíry, což navazuje na zákon o ČNB č. 6/1993, § 30. Jde hlavně o přímý úvěr na krytí deficitu státního rozpočtu z roku 1991 (vč. části připadající na ČR z rozdělení federace), který byl v průběhu roku 1993 postupně konvertován na státní obligace. Do roku 1994 přešly již pouze původní přímé úvěry poskytnuté před rokem 1989, úvěry na krytí kurzových rozdílů z devalvace a revalvace (oba u ČNB) a úvěr vyplývající z vyrovnání závazků integrační akce KTUK Dolinská v bývalém SSSR u Investiční banky.

Přeměna starých přímých úvěrů od ČNB na státní obligace a SPP byla již započata a bude pokračovat zejména s přihlédnutím k možnostem českého finančního trhu a podle vývoje úrokových sazeb.

Dynamika vládního dluhu ve vazbě na HDP

Dynamiku vládního dluhu za ČR podle našich propočtů po majetkovém rozdělení pohledávek a závazků státu bývalé federace až do roku 1995 zachycuje *tabulka č. 1*.

Z uvedeného vývoje je patrná snaha vlády po *stabilizaci dluhu v nominální výši*. Znamená to, že vláda bude splácet úroky, jistinu dluhu však nebude snižovat, ale pouze transformovat z jedné formy financování na druhou (přímé úvěry — státní obligace — SPP). Je-li dluh stabilizován v nominální výši a HDP roste, bude se v poměru k HDP snižovat.

Státní dluh lze považovat za *relativně stabilizovaný*, pokud se nezvyšuje jeho podíl na HDP. To znamená, že v konkrétním případě ČR má vláda ještě určitou rezervu — pokud se bude dluh zvyšovat v konstantním poměru k vývoji HDP, nedojde ke zhoršení pozice vlády. Do výše dluhu je však nutné započítávat i zvýšení úrokových plateb z titulu vyššího dluhu.

Jak je vidět z tabulky č. 1, je stabilizována i úroková sazba z vládního dluhu. To je ovlivněno těmito faktory:

- část dluhu (např. vládní úvěry u ČNB, korunové krytí zahraničních úvěrů) je úročena dohodnutými úrokovými sazbami vázanými na diskont;
- SPP se úročí tržními úrokovými sazbami, které zhruba opisují vývoj diskontní sazby a navazujících úrokových sazeb komerčních bank;
- státní obligace jsou vydávány se splatností 2 roky, s pevnou úrokovou sazbou; po uplynutí doby splatnosti jsou kryty novými emisemi obligací s dohodnutou úrokovou sazbou ve vazbě na vývoj diskontu a úrokových sazeb komerčních bank;
- dále může dojít ke splacení obligací z emise SPP, které jsou úročeny nižší sazbou než obligace ve vazbě na lhůty splatnosti.

TABULKA č. 1 Vývoj vládního dluhu, úroků a HDP

	1992	1993	1994	1995
vnitřní dluh [mld. Kč(s)]	87,9	87,2	92,1	103,1
vnější dluh [mld. Kč(s)]	71,8	71,8	66,9	54,5
DLUH btto [mld. Kč(s)]	159,7	159,0	159,0	157,6
v tom: primární deficit [mld. Kč(s)]	6,4	—	—	—
úrokové platby [mld. Kč(s)]	12,1	15,4	13,7	15
dluh vč. úroků [mld. Kč(s)]	171,8	174,4	172,7	172,6
meziroční přírůstky [%]				
— dluh	—	-0,4	0	-0,9
— úrokové platby	—	27,3	-11	9,5
— dluh vč. úroků	—	1,5	-1	-0,1
HDP nominální (b.c)	771,3	879,9	982,9	1 099,1
meziroční přírůstek HDP [%]	—	14,1	11,7	11,8
úroková míra z vládního dluhu	11,09	11,65	11,35	10,9
meziroční přírůstek úrokové míry	—	5,05	-2,58	-4

poznámka: Údaje o dluhové službě jsou čerpany z podkladu Ministerstva financí.
HDP dle odhadu ČNB z října 1993, propočty se upřesní podle skutečného vývoje.

V pohybu jednotlivých nominálních úrokových sazeb je ještě patrný nedostatečně rozvinutý finanční trh, reakce na změny jsou opožděné; nejlíže k tržnímu chování mají úrokové sazby ze SPP.

Vývoj státního dluhu a jeho obsluhy se takto jeví velmi příznivě. Ve skutečnosti jsou zde dvě hlavní rizika, která mohou příznivý vývoj zvrátit, a to:

a) dluh Slovenska vůči ČR, kde není pravděpodobně jeho splacení a který zatím existuje v bilanci ČNB. Převedením dluhu na stát by se vládní dluh zvýšil o 24,6 mld. Kč od roku 1994 a při obdobném úročení jako dosavadní vládní úvěry by to znamenalo zvýšení úrokových plateb o 3,1 mld. Kč ročně;

b) dosud se na krytí dluhové služby významně podílel FNM, z jehož prostředků byly hrazeny úrokové platby. FNM kryje dluhovou službu státu v roce 1994 prakticky v plném rozsahu. V roce 1995 lze předpokládat podstatné snížení příjmů z privatizace, takže ve FNM už nemusejí být dostatečné prostředky k pokrytí úrokových plateb z vládních úvěrů. To znamená, že v tomto rozsahu budou muset být vydány státní obligace a dojde ke zvýšení vládního dluhu o cca 15 mld. Kč; úroky předpokládáme ve výši 1,4 mld. Kč (při předpokládané úrokové sazbě z obligací 9,5 %).

K meziročnímu zhoršení poměru dluh/HDP by pak došlo v roce 1994; bude-li však v roce 1995 dosaženo předpokládaného HDP, poměr dluh/HDP zůstane prakticky na úrovni roku 1993; to znamená, že i za tohoto vývoje by se situace v roce 1995 stabilizovala.

Dynamika vládního dluhu ve vztahu k úrokové míře — efekt sněhové koule

Deficitní hospodaření vlády má své důsledky zejména pro budoucnost. Vládní dluh musí být obsluhován. Vláda si může půjčovat na neurčito, avšak v dlouhém časovém horizontu musí dosáhnout takových dostatečných zdrojů, aby zaplatila přinejmenším tu část dluhu, která připadá na úroky (to je moment rozhodující

TABULKA č. 2

		1992	1993	1994	1995
implicitní úroková míra	r	11,09	11,65	11,35	10,9
meziroční přírůstek úrokové míry	$\% r$	\times	5,05	-2,58	-4,0
HDP — v b. c. [mld. Kč(s)]	Y	771,3	879,9	982,9	1 099,1
ve s. c. [mld. Kč(s)]	y	401,5	403,6	413,6	428,3
tempo růstu HDP — b. c.	g	7,6	14,08	11,71	11,82
— s. c.	n	-7,1	0,5	2,5	3,5
$r-g$ [%]	$r-g$	3,49	-2,43	-0,36	-0,82
podmínka [%]	$r-g/1-g$	3,24	-2,16	-0,32	-0,82

TABULKA č. 3

		1994	1995 při diskont 8 %
implicitní úroková míra	r	11,53	11,46
tempo růstu nominálního HDP	g	11,71	11,82
$r-g$ [%]	$r-g$	-0,18	-0,36
podmínka [%]	$r-g/1-g$	-0,16	-0,32

pro důvěryhodnost země); jinak může dluh růst jako poměrná část HDP bez omezení. Znamená to, že rozpočet musí přecházet do přebytku, aby kompenzoval dřívější deficity. Zdroje je většinou nutné zajistit prostřednictvím dodatečných daní, omezením výdajů nebo emisí peněz. Jedinou výjimkou, která připouští deficitní hospodaření vlády, je situace, kdy zdroje jsou užity efektivně a tempo růstu ekonomiky a veřejných příjmů trvale převyšuje reálnou úrokovou míru z veřejného dluhu.

Fiskální politika může mít dopad i na soukromý sektor, a to při rozhodování, zda investovat, nebo ne. Jestliže se rozpočtové hospodaření jeví jako neudržitelné, soukromý sektor očekává zvýšení daní nebo emisí peněz, návazně na emisí peněz vyšší inflaci a devalvaci měny. Důsledkem může být snížení úsporových vkladů a v otevřené ekonomice odliv kapitálu do ciziny. Z tohoto důvodu a na základě zkušeností s finančními krizemi rozvojových zemí, ale i s dluhovými problémy vyspělých států je věnována vývoji vládního dluhu větší pozornost. Cílem je nepřipustit situaci nezvládnutelného nabalování dluhu.

Další z metod — výpočet efektu sněhové koule ve vztahu k úrokové míře —, kterou jsme aplikovali na podmínky vývoje dluhu ČR, potvrzuje závěry výpočtů provedené v předchozím bodě — viz *tabulka č. 2*.

Riziko efektu sněhové koule nastává za předpokladu, že vypočtená podmínka je větší než 0. Z propočtu je patrné, že za předpokladu vývoje vládního hospodaření podle předpokladu Ministerstva financí riziko efektu sněhové koule od roku 1993 nenastává, a to ani dojde-li ke zvýšení dluhu o pohledávku vůči Slovensku a k neplacení dluhové služby Fondem národního majetku od roku 1995 — viz *tabulka č. 3*.

Jde však již o velmi křehkou rovnováhu, při které i malý deficit může znamenat obrat k nepříznivému vývoji.

V zásadě je tedy oběma propočty prokázáno, že efekt sněhové koule v běžném období nenastává, pokud poměr dluhu k HDP v tomto období je roven poměru dluhu k HDP v období předchozím nebo je nižší a implicitní úroková míra je plně kryta tempem růstu HDP v běžných cenách. Pokud implicitní úroková míra není dostatečně kryta přírůstkem HDP, objevuje se efekt sněhové koule.

Závěrem lze říci, že fiskální politiku je třeba posuzovat v těsné vazbě k politice monetární. Současná situace je charakterizována určitým zkreslením, které vyplývá z transformačního procesu (nevyvinutý finanční trh, problémy ve statistickém zjišťování, omezená směnitelnost, nedokončená přeměna vlastnických vztahů atd.). To vede k poněkud odlišnému chování ekonomických veličin než v normálních otevřených tržních ekonomikách.

Fiskální politika vlády ovlivňuje jednak vývoj měnové báze a peněžní zásoby, jednak spolupůsobí v delším časovém horizontu s měnovou politikou na vývoj inflace, úrokové míry, platební bilance ad. Proto je třeba nejen operativně sledovat vývoj čistého úvěru vládě, ale i vývoj celkového hrubého dluhu vlády, a to ve vztahu k HDP a úrokové míře.

LITERATURA

Fiscal Policy for Stabilization and Adjustment. MMF 1991. [Materiál ze semináře MMF.]

Interní nepublikované údaje o dluhové službě. MF ČR (listopad 1993)

Public Expenditure Handbook. MMF 1991.

The Snowball Method. National Bank of Belgium 1992. [Výroční zpráva za rok 1991.]

SUMMARY

Some Government Debt Implications in the Czech Republic

Bibiana JÍLKOVÁ — Olga NOVOSADOVÁ, Public finance division, Czech National Bank

This article deals with some aspects of the government debt developments in the Czech Republic in connection to with relationships of the fiscal and monetary policies.

The method of the Snowball effect used in some EC countries (particularly in The National Bank of Belgium) is applied for evaluation of the relationships between the government debt, GDP development, and interest rate in this article. The analysis proved that the fiscal policy in the Czech Republic is stable.

The Snowball effect suggesting the unsustainable growth of the government debt did not appear in the analysed period. The specific features of the present period are, however, the role of the National Property Fund in financing the debt service and up to now not solved problems following from the federation split which so far bears the National Bank. If the GDP development fits into presented estimates even these risks should not cause the unbalanced development although the balance would be more severely taut.

This article intends to show the possibility of making use of the Snowball method in the Czech Republic. On the basis of actual data the real situation will be analysed and the results might be used to define the fiscal and monetary policies with more precision.