

# Dluhová politika – kredibilita a instituce

Petr PAVELEK\*

*„Public debt management problems often find their origins in the lack of attention paid by policymakers to the benefits of having a prudent debt management strategy and the costs of weak macroeconomic management“.*

IMF, WB (2001a), s. 5

## 1. Úvod

Akumulace rozpočtových deficitů a veřejného zadlužení České republiky se stává jednou z nejzávažnějších oblastí při koordinaci makroekonomických politik centrální banky a vlády v období před blížícím se vstupem země do vyspělých evropských struktur. Vedle problematiky dlouhodobé udržitelnosti a konsolidace veřejných rozpočtů se proto aktuálním hospodářsko-politickým problémem par excellence stává také koncipování optimální dluhové strategie centrální vlády.

Ačkoliv neutuchá diskuze o samotné dluhové kvantitě a možnostech a ochotě domácího finančního trhu absorbovat související objem emisí státních dluhopisů, již menší pozornost je všeobecně věnována druhé straně mince, totiž *celkovému rámci a koncepci tvorby a implementace politiky řízení státního dluhu Ministerstva financí ČR (MF)*. Tato skutečnost je také motivací vzniku této stati; snažíme se v ní upozornit na *důležitost významu otázek dlouhodobého strategického zaměření dluhového financování, jasné explicitní formulace jeho cílů, institucionálního uspořádání, zodpovědnosti, transparentnosti a komunikace s investory a veřejností a koordinace dluhové, rozpočtové, fiskální a měnové politiky*.

Na první pohled je patrná analogie s pojmy, s nimiž v uplynulém desetiletí operují běžně ve své rétorice centrální banky ve snaze zvýšit kredibilitu, a tím i účinnost měnové politiky, a to zejména v souvislosti s přechodem na marketingově zaměřenou strategii cílování inflace. Ve stejném duchu a stejné časové periodě jsou ovšem ve vyspělých zemích OECD a Evropské unie (EU) artikulovány a reformulovány také přístupy centrálních vlád k politice dluhové. Tyto trendy v současnosti pronikají také jak do řady zemí kandidujících na vstup do EU, tak do rozvíjejících se ekonomik Latinské Ameriky, Afriky a Asie.

\* Vysoká škola ekonomická v Praze a Ministerstvo financí ČR (pavelek@vse.cz)

Stat' vznikla s podporou grantu GAČR č. 402/02/128. Autor velice děkuje dvěma anonymním recenzentům redakce čas. FaÚ za významný příspěvek ke kvalitě strukturování a obsahu celé stati. Případné chyby a opomenutí jdou na vrub autora. Veškeré názory a stanoviska zde uvedené nereprezentují oficiální postoje institucí, v nichž autor působí.

V průběhu devadesátých let nebyla v ČR potřeba modernějšího pojetí řízení v oblasti státních finančních pasiv a podmíněných závazků natolik intenzivní. Fundamentálním důvodem byl samozřejmě relativně nízký státní dluh v absolutním i relativním vyjádření a dále významnější transformační priority. V současnosti lze ovšem identifikovat několik faktorů, které přispívají ke zvyšování nároků na budoucí zodpovědné zajištění výpůjčních potřeb centrální vlády ČR. V první řadě se jedná o očekávaný rostoucí objem státního dluhu a s tím spojených nákladů dluhové služby, zvyšujících citlivost státního rozpočtu na vývoj trhu. Vstup do EU a následně do Hospodářské a měnové unie (EMU) také znamená, že tyto potřeby bude muset MF zajistit v rámci integrovaného finančního trhu a v přímé konkurenci, případně v koordinaci – na odpovídající úrovni – s vyspělými evropskými národními dluhovými manažery. Významnými faktory jsou také pokračující kultivace a rozvoj domácího trhu státních cenných papírů a postupné snižování jeho absorpční schopnosti a dále vstup MF do realizace úrokových swapů na konci roku 2002 za účelem řízení rizik; tento prvek dále razantně zvyšuje nároky na transparentnost, zodpovědnost a operativní kapacity v oblasti řízení státního dluhu. V neposlední řadě se připojují četné diskuze při schvalování státních dluhopisových programů v Poslanecké sněmovně Parlamentu ČR, které zřetelně a stále intenzivněji na nejvyšší ústavní úrovni odhalují problémy, které mohou vznikat při nedostatečné transparentnosti a komunikaci strategie řízení státního dluhu a při neprůhlednosti legislativního a institucionálního rámce pro jeho operativní výkon.

Hlavním cílem statí je z hlediska uvedených faktorů předložit *obecná teoretická východiska a moderní argumentaci na podporu úvah o vytvoření efektivnějšího rámce pro výkon dluhové politiky v ČR a explicitnějšího „vytažení“ jejího významu a váhy na úroveň měnové a fiskální politiky*.<sup>1</sup> Důraz je položen na kredibilitu politik jako nutnou podmínku pro dosahování optimální strategie při řízení státního dluhu a související institucionální a organizační otázky.

Stať je strukturována následovně. *Druhá část* vymezuje v obecné rovině problém dluhového managementu, definuje koncipování optimální dluhové strategie a její možné konsekvence pro kredibilitu hospodářské politiky a celkovou makroekonomickou stabilitu. Přináší také nástin souvislostí mezi strukturou dluhového portfolia a konstituováním nezávislé centrální banky a implementací režimu cílování inflace. Rozbor politických aspektů dluhového managementu a významu jeho kredibility je obsahem *třetí části*. Ve *čtvrté části* autor shrnuje možné modely implementace politiky dluhového managementu z hlediska institucionálního uspořádání s vazbou na českou praxi. *Pátá část* dále konkretizuje význam transparentnosti a zodpovědnosti dluhových manažerů a naznačuje některé problémy spojené s praktickou specifikací cílů jejich činnosti.

<sup>1</sup> Výstižné spojení *explicitnější „vytažení“ významu a váhy dluhové politiky* autor přebíral od jednoho z anonymních recenzentů; tímto mu za něj děkuje.

## 2. Problém dluhového managementu – co může a nemůže dělat?

### 2.1 Tobinovská dualita cílů dluhové politiky

Cíle dluhové politiky lze obecně vymezit ve dvou rovinách (Tobin, 1971):<sup>2</sup>

- (1) makroekonomická stabilizace v koordinaci s měnovou a fiskální politikou,
- (2) minimalizace dlouhodobých nákladů na řízení nesplaceného vládního dluhu.

Možnosti využití dluhového managementu jako instrumentu anticyklické makroekonomické politiky naznačují např. Boothe a Reid (1992). Předpokladem účinnosti je signifikantní vliv fiskální či dluhové „autority“ (ministerstvo financí a centrální banka) na úroveň a časovou strukturu domácích úrokových sazeb prostřednictvím koncipování dluhové strategie. Autoři zdůrazňují skutečnost, že v případě malé otevřené ekonomiky s plně liberalizovanými, mezinárodně integrovanými a vysoce mobilními kapitálovými toky je tento vliv minimální. Důvodem je mezinárodní determinace výnosnosti domácích aktiv, a tedy jejich vysoká míra substituovatelnosti – viz také např. (Agell – Persson – Friedman, 1992). Navíc i v případě, že by časová struktura vládního dluhového portfolia průběh domácí výnosové křivky výrazněji determinovala, diskreční anticyklický dluhový management by se dostal v dlouhodobém horizontu do konfliktu s cílem minimalizace nákladů dluhové služby. V takovém případě přestávají být úvahy o aktivní diskreční stabilizační funkci dluhové politiky v rámci krátkodobého managementu agregátní poptávky relevantní a problém dluhového managementu se omezuje na cíl minimalizace dlouhodobých výpůjčních nákladů.<sup>3</sup>

### 2.2 Politika řízení státního dluhu a fiskální (rozpočtová) politika

Při uvedeném pojetí cílů je potom přesnější separovat samotnou politiku řízení státního dluhu od politiky dluhové, coby součásti standardně vymezené fiskální politiky, a hovořit o jejich důsledné koordinaci jak navzájem, tak vůči politice měnové.<sup>4</sup> V rámci *fiskální politiky* potom zůstává rozho-

<sup>2</sup> Tato obecná dualita cílů byla založena v přelomovém příspěvku Jamese Tobina o dluhovém managementu z roku 1963: Tobin, J.: An Essay on the Principles of Debt Management. In: *Fiscal and Debt Management Policies*. Prentice-Hall, 1963, pp. 143–218. Převzato podle (Boothe – Reid, 1992, p. 43).

<sup>3</sup> Zmíněná konfliktnost je dána tím, že v případě prohlubování pozitivní (negativní) mezery výstupu by měla fiskální autorita zvyšovat (snižovat) dobu do splatnosti svého dluhového portfolia, tj. substituovat krátkodobé (dlouhodobé) státní dluhopisy dlouhodobými (krátkodobými), tím zvyšovat (snižovat) nabídku na dlouhém konci výnosové křivky, a tak tlačit na růst (pokles) dlouhodobých úrokových sazeb, což by mělo podpořit měnovou politiku v boji proti odchýlení se od inflačních cílů. Výsledkem je růst úrokových nákladů dluhové služby v dlouhodobém horizontu.

<sup>4</sup> Pokud v dalším textu používáme pojem dluhová politika, činíme tak ve smyslu zde vymezené politiky řízení státního dluhu. Státní dluh je ta část dluhu centrální vlády, jejíž řízení je v přímé zodpovědnosti MF.

dování o úrovni a struktuře rozpočtových příjmů a výdajů a o velikosti a způsobu financování rozpočtového deficitu. Způsobem financování rozumíme zejména rozhodnutí o monetizaci, změně státních aktiv či emisi dluhu.<sup>5</sup> Moderní *politikou řízení státního dluhu* potom rozumíme změny v kompozici státního dluhu neboli koncipování optimální dluhové strategie. Z jejího pohledu jsou úroveň nesplaceného dluhu a limity jeho růstu v domácí a zahraniční měně dány exogenně *politickým rozhodnutím* centrální vlády o dluhové akumulaci a úkolem dluhového manažera zůstává volba takové strategie, která přispěje ke kredibilitě země, k prevenci její zranitelnosti vůči vnějším šokům a která neohroží formulované cíle makroekonomických politik. Jejím posláním je tedy finanční management *trade-off* (vybalancování) mezi očekávanými náklady a rozpočtovými riziky dluhového portfolia, nikoliv management agregátní poptávky. Toto poslání lze sledovat samozřejmě pouze v případě, že vláda i centrální banka sledují „rozumné“ politiky, tj. především kredibilní měnovou politiku zaměřenou na cenovou stabilitu a fiskální politiku, která negeneruje dlouhodobě neudržitelnou akumulaci veřejného dluhu.

### 2.3 Optimální dluhová strategie a její teoretická východiska

Optimalizaci dluhové strategie lze obecně charakterizovat jako rozhodování o parametrech struktury dluhového portfolia, resp. řešení standardních dilemat typu:

- (1) krátkodobý versus dlouhodobý dluh
- (2) nominální versus inflačně indexovaný dlouhodobý dluh
- (3) fixně versus variabilně úročený dlouhodobý dluh (finanční indexace)
- (4) domácí versus cizoměnová denominace dluhu
- (5) struktura rozložení splácení dluhu v čase (*redemption profile*)
- (6) struktura držitelů vládního dluhu a diverzifikace investorské báze

Tyto parametry by měly být nastaveny s využitím dostupného objektivně omezeného instrumentária tak, aby bylo dosaženo zvolených cílů. Uvedená skutečnost, že dluhová politika neslouží v realitě k aktivnímu doladování hospodářského cyklu, resp. k aktivní podpoře měnové a fiskální politiky, neznamená, že struktura dluhového portfolia nemá konsekvence pro celkovou makroekonomickou stabilitu a kredibilitu hospodářské politiky. Můžeme identifikovat následující čtyři hlavní oblasti, které úzce teoreticky, ale v případě některých dluhových manažerů i prakticky souvisejí s volbou optimální dluhové strategie:<sup>6</sup>

- (1) překonávání problému časové nekonzistence
- (2) zajištění proti makroekonomickým šokům
- (3) prevence krize důvěryhodnosti centrální vlády a země
- (4) signální role při vyhlášení fiskální konsolidace

<sup>5</sup> Vzhledem k současným omezeným možnostem využívat veřejné finance k makroekonomické stabilizaci je ale přesnější hovořit spíše o rozpočtové politice – k diskuzi viz např. (Dvořák, 1999a).

<sup>6</sup> Další významnou oblastí jsou potenciální efekty zvolené dluhové strategie na měnový transmissní mechanismus. Jedná se o námět na další výzkum a v této statí se tímto problémem blíže nezabýváme.

*Překonávání problému časové nekonzistence měnové a fiskální politiky* spočívá v podpoře budování kredibility ex ante optimální antiinflační a daňové politiky. Problém kredibility je zde založen ex ante a ex post danými odlišnostmi elasticit nabídky práce, možností neanticipovanou inflací zvýšit výběr inflační daně, motivacemi tvůrců politik cílovat vyšší než potenciální úroveň výstupu a skutečností, že dlouhodobého nominálního fixně úročeného vládního dluhu denominovaného v domácí měně (tzv. *konvenční dluh*) se lze implicitně zřeknout prostřednictvím neanticipované inflace nebo devalvace. Na pozadí těchto motivací tradičně stojí snaha minimalizovat distorzní daně z práce a replikovat reálně politicky nedosažitelnou daň z hlavy. Optimální řízení struktury splatnosti a indexace dluhového portfolia pak může přinést vynucení ex ante optimální (časově konzistentní) politiky, a tak dosažení druhého nejlepšího řešení – viz např. (Lucas – Stokey, 1983), (Persson – Persson – Svensson, 1987), (Calvo – Guidotti, 1990).

*Zajišťovací role dluhového managementu proti makroekonomickým fluktuacím* souvisí s Barroovým přístupem vyhlazování distorzních dopadů vybraných daní v čase (*tax-smoothing*) z roku 1979. Hlavní idea spočívá v tom, že dluhová strategie je optimální tehdy, pokud přispívá k určitému zajištění státního rozpočtu proti makrošokům – viz např. (Bohn, 1990), (Missale, 1997), (UK DMO, 2001b) nebo (Hauth – Kocher, 2002). Nutnými předpoklady pro relevanci dluhového managementu jsou v tomto případě (Barro, 1999):

- neplatnost ricardiánské ekvivalence, takže relevantní je rozhodování mezi dluhovým a daňovým financováním vládních výdajů, resp. časování změn distorzních daňových sazeb,
- existence nejistoty ohledně vývoje vládních výdajů, výstupu a úrokových sazeb, která se stává omezením pro optimalizační daňový problém, takže relevantní začíná být i samotná struktura dluhového portfolia, resp. volba dluhové strategie, nikoliv pouze dluhová kvantita.

Prevenici makroekonomických rizik lze zajistit emisí dluhopisů, jejichž výnosy jsou podmíněny vývojem příslušných veličin, resp. na ně indexovány. Obecně řečeno: bylo by optimální, aby klesaly ve „špatných časech“ a naopak rostly v „časech dobrých“. Pouze v oblasti teorie zůstává indexace na vládní výdaje nebo HDP, tj. růst výnosů v období poklesu výdajů a expanze a pokles výnosů při růstu výdajů a recesi. První případ je navíc významně spojen s *morálním hazardem*, protože ex post by bylo pro vládu samozřejmě výhodné, aby své výdaje eskalovala. Pomineme-li tyto teoretické koncepty, nabízí se otázka, jakým způsobem může vést k prevenci rizik rozhodování o standardních instrumentech dluhového managementu, tj. o jejich časové struktuře, míře inflační a finanční indexace a cizoměnové denominace.

Vzhledem k volatilitě krátkodobých reálných úrokových sazeb není optimální vysoký podíl dluhu s krátkou původní dobou do splatnosti a variabilně úročeného dluhu, protože tato situace zvyšuje volatilitu nákladů dluhové služby, a tím i rozpočtových výdajů. Řešením je emise dlouhodobého fixně úročeného dluhu, který je strukturován z hlediska budoucího refinancování tak, aby došlo k jeho pravidelnému rozložení v rámci jednotlivých období. Tím je výrazně snížena úroková citlivost státního rozpočtu. Reálná výnosnost emitovaného dluhu je dále determinována fluktuacemi míry inflace. Nominální dluh zvyšuje motivace centrální vlády generovat nean-

ticipovanou inflaci, což ohrožuje kredibilitu inflačních cílů centrální banky. Očekávaná fluktuace inflace determinuje nominální výnosnost dluhu, přičemž tento vliv roste s růstem doby do splatnosti. Tato nejistota tedy naopak implikuje zkracování durace dluhu, což opětovně generuje zvýšení finančního rizika.

Možným řešením uvedených protichůdných závěrů je emise dlouhodobých inflačně indexovaných dluhopisů. Pak je nutné se ptát, proč tento způsob financování hraje ve vyspělých zemích OECD celkově relativně minoritní roli. Teoreticky lze tuto skutečnost vysvětlit tak, že nominální dluh představuje implicitní indexaci na vládní výdaje a výstup, která není dosažitelná explicitně. Tuto „indexaci“ zprostředkovávají právě fluktuace inflace. Předpokladem je pozitivní korelace mezi inflací a vládními výdaji a negativní korelace mezi inflací a výstupem (tj. případ nabídkového šoku). Problémem stále zůstává existence morálního hazardu a dále motivace vlády zvyšovat výdaje (Barro, 1999). To hovoří opět spíše pro indexovaný dluh, stejně jako motivace generovat neanticipovanou inflaci. Nicméně, v situaci neexistence daní z hlavy může emise nominálního dluhu přispívat k celospolečenskému blahobytu, a to i v případě, že není dosažitelná kredibilní antiinflační závazková technologie (Bohn, 1988). Bohn prezentoval model, ve kterém nominální dluh představuje zajištění rozpočtu proti stochastickým šokům v soukromé poptávce po zboží a službách a v poptávce po penězích. Zde naznačené širší pojetí fluktuací výdajů a výstupu pouze dále zesiluje argumentaci Bohnova schématu, takže je konzistentní s logikou jeho modelu.

Také *prevence krize důvěryhodnosti* a snižování pravděpodobnosti změny hospodářskopolitického režimu mohou kriticky záviset na optimálním dluhovém managementu (Calvo, 1988), (Giavazzi – Pagano, 1990), (Alesina – Prati – Tabellini, 1990), (Obstfeld, 1990, 1994). Prakticky to znamená, že pokud investoři očekávají, že se zvýší pravděpodobnost, že vláda nebude schopna dostát svým závazkům bez toho, že by přistoupila k nějaké formě zřeknutí se dluhu (explicitní či implicitní), zvyšují také rizikovou prémii ve výnosech státních dluhopisů, což prodražuje dluhovou službu a dále tuto pravděpodobnost zvyšuje (Gray, 1996). Tato očekávání se mohou stát sebenaplňujícími a jako taková sama o sobě generovat krizi důvěryhodnosti a skutečně vynutit vládní zřeknutí se dluhu devalvaci domácí měny nebo inflací (jinak řečeno: vláda, resp. centrální banka je přinucena v důsledku vývoje úrokových nákladů tato očekávání potvrdit bez ohledu na vývoj fundamentálních ekonomických veličin).

Pravděpodobnost vzniku této krize důvěryhodnosti může v některých případech determinovat struktura splatnosti vládního dluhu. Ta roste s poklesem durace dluhového portfolia a s růstem koncentrace splatnosti dluhu do jednotlivých období. Z hlediska prevence krize důvěryhodnosti a odlivu kapitálu a pravděpodobnosti vládního zřeknutí se dluhu devalvaci je tedy optimální *prodlužovat průměrnou dobu do splatnosti*. K posílení kredibility tohoto procesu slouží zejména (Alesina – Prati – Tabellini, 1990), (Giavazzi – Pagano, 1990):<sup>7</sup>

<sup>7</sup> Ke zmírnění dopadů případné krize přispívá také možnost přístupu vlády a centrální banky k zahraničním úvěrovým linkám.

- (1) vyhlazování profilu splacení dluhové kvantity v čase,
- (2) inflační indexace dlouhodobého dluhu,
- (3) cizoměnová denominace státních dluhopisů,
- (4) finanční indexace dlouhodobého dluhu.

Tato doporučení se shodují s doporučeními na posílení kredibility měnové politiky (viz níže). Zásadní rozdíl je ovšem v tom, že zatímco v tomto případě je motivace dána snahou prodlužovat dobu do splatnosti, v případě měnové politiky je naopak vedle uvedeného výčtu posilování kredibility alternativou zkracování doby do splatnosti dluhového portfolia.

*Signální role dluhové strategie při vyhlášení fiskálního stabilizačního programu* je relevantní v případě, že existence nejistoty neumožňuje spolehlivou identifikaci preferencí tvůrců politiky z hlediska dodržení jejich stabilizačního závazku. Možným vlivem fiskální stabilizace na chování manažerů dluhu se zabývá např. (Missale – Giavazzi – Benigno, 2000). Existuje-li problém kredibility vyhlášené fiskální stabilizace, nereagují dlouhodobé úrokové sazby v očekávané míře svým poklesem a mohou zůstat na relativně vyšší úrovni, která není v souladu s preferencemi dluhových manažerů. Z tohoto důvodu emitují krátkodobý dluh, aby snížili výpůjční náklady a signalizovali tak trhu skutečnou schopnost a odhodlání vlády ke snížení vládních výdajů v určitém časovém horizontu, pokud si této odhodlanosti není trh vědom sám o sobě na základě daných informací. Jedná se tedy o situaci asymetrické informovanosti, kdy investoři nejsou schopni identifikovat, s jakým typem vlády „mají tu čest“.<sup>8</sup> Pokud silná vláda emituje nyní krátkodobý dluh, sníží úrokové náklady a v příštím období redukuje vládní výdaje a refinancuje krátký dluh za nižší úrokové sazby, čímž sníží očekávané náklady dluhové služby. Kredibilita stabilizačního programu může být analogicky posílena emisí cizoměnového nebo indexovaného dluhu.

## 2.4 Kredibilita inflačních cílů

Výrazným institucionálním trendem posledního období je růst nezávislosti centrálních bank. Praktický výkon měnové politiky je potom celosvětově „zachvácen“ marketingovou strategií cílování inflace, jejímž posláním je „prodej“ nízkoinflačních cílů racionálním ekonomickým subjektům. Z hlediska předmětu našeho zájmu jsou samozřejmě relevantní případné souvislosti mezi optimální dluhovou strategií a uvedenými trendy.

V předchozí části příspěvku byl zmíněn tradiční význam dluhové strategie pro budování kredibility antiinflační hospodářské politiky. Ten má smysl zvláště v systému s jediným hospodářskopolitickým centrem (tedy bez politicky nezávislé centrální banky). Obecně lze zmírnit pokušení tvůrců politik generovat neanticipovanou inflaci a devaluaci, a tím zvýšit kredibilitu inflačních cílů a posílit účinnost měnové politiky na inflační očekávání prostřednictvím:

<sup>8</sup> V této souvislosti připomeňme reputační a „trestací“ teoretické modely překonávání problému kredibility měnové politiky, kdy centrální bankéři signalizují, zda jsou spíše jestřábi, nebo holubice.

- (1) inflační indexace dlouhodobých dluhopisů,
- (2) zvyšováním podílu dluhu denominovaného v zahraniční měně,
- (3) emise variabilně úročených dlouhodobých dluhopisů,
- (4) zkracování doby do splatnosti dluhového portfolia.

Motivacemi takového nastavení instrumentária dluhové politiky je tedy eliminování možnosti vlády implicitně se zříci svého dluhu prostřednictvím inflace nebo devalvace, a tím i zmírnění inflační výchyly v ekonomice. Otázkou však je, zda tato podpora kredibility je opodstatněná i v institucionálním uspořádání s vysoce politicky nezávislou a konzervativní centrální bankou, která případně navíc implementuje strategii cílování inflace v systému flexibilního měnového kurzu. Emise inflačně indexovaných státních dluhopisů tak může posloužit k testování kredibility vyhlášených inflačních cílů. Rozpětí (*spreads*) výnosů mezi nominálními a indexovanými dluhopisy mohou indikovat, jak investoři oceňují zajištění se proti fluktuacím inflace – jinak řečeno: do jaké míry očekávají, že centrální banka je schopna a ochotna splnit inflační cíle – viz např. švédskou zkušenost v SNDO (2002).

Na rizika inflační indexace upozornili ve svém přelomovém článku např. Barro a Gordon (1983). Její efekt na snížení rovnovážné míry inflace v ekonomice je totiž jednoznačný pouze v případě, že se nezmění váha inflace v celospolečenské ztrátové funkci. Indexace státních dluhopisů může totiž vyvolat pokles nákladů, které ekonomické subjekty přikládají inflaci, což v rovnováze generuje naopak vyšší inflační výchylku (Pecchi – Piga, 1999). Inflační indexace dále vylučuje snižování reálného dluhu v krizových situacích (válka, přírodní katastrofy) prostřednictvím akcelerující inflace a stejně tak je vyloučena role nominálního dluhu při vyhlazování distorzních dopadů daňových sazeb. Navíc tento instrument většinou nebývá oblíben u finančních trhů kvůli souvisejícím problémům s oceňováním a zajištěním (*hedging*) a s neexistencí dostatečně likvidního sekundárního trhu pro tento segment.

Interakcemi mezi dluhovým managementem a konstituováním měnových institucí se přehledně zabývá studie (Falcetti – Missale, 2000), která přináší i rozsáhlou empirickou evidenci. Autoři konstatují, že pro překonání problému kredibility antiinflační politiky je efektivnější delegování měnové politiky na nezávislou instituci než využití instrumentária dluhové politiky. Tento závěr je potom doložen na průřezových datech z 20 zemí OECD testováním pozitivního vztahu mezi růstem podílu dlouhodobého konvenčního dluhu centrální vlády (tj. nominálního fixně úročeného dluhu v domácí měně) a růstem míry nezávislosti centrálních bank v posledních dvou dekadách.<sup>9</sup>

## 2.5 Cílování inflace a dluhová strategie

Otázkou zůstává, jaká dluhová strategie je optimální z hlediska režimu cílování inflace. Odpověď souvisí s konsenzem ohledně reakcí centrální

<sup>9</sup> K měření nezávislosti centrálních bank jsou využity dnes již klasické tři typy indexů – Alesinin, Cukiermanův a Grilliho-Masciandariho-Tabelliniho index – blíže k těmto indexům viz např. (Kotlán, 2001).

banky na exogenní šoky. Předpokládáme-li režim flexibilního cílování inflace, potom v případě poptávkového šoku by mělo docházet k jeho úplné neutralizaci, protože stabilizace výstupu zde není v konfliktu s inflačními cíli, zatímco u nabídkových šoků umožňuje tvar ztrátové funkce centrální banky částečnou krátkodobou akomodaci (Bernanke et al., 1999), (Svensson, 2000). Teorie dluhového managementu zase říká, že poptávkové a monetární šoky hovoří pro inflační indexaci a nabídkové a výdajové šoky pro nominální dluh (Missale, 1999).

V předchozím textu byla naznačena role dluhové struktury z hlediska zajištění se proti šokům. V případě nabídkového šoku zprostředkovává nominální dluh implicitní indexaci na výstup a rozpočtové výdaje, což zvyšuje citlivost daní a výstupu na neanticipovanou inflaci, a tedy zmírňuje dopady distorzních daní při dané úrovni inflace. Prostřednictvím tohoto transmisního mechanismu dochází při nabídkovém šoku k minimalizaci inflace, která je nutná k jeho vyrovnání (Falcetti – Missale, 2000).<sup>10</sup>

Uvedené souvislosti v žádném případě nelze interpretovat tak, že by dluhový management měl být podřízen cílům měnové politiky, nebo dokonce jednoznačně svěřen centrální bance. Tento krok by sám o sobě přinesl ohrožení kredibility inflačních cílů a byl by v rozporu s koncepcí cílování inflace (viz část čtvrtá).

### 3. Politická rizika a kredibilita dluhového managementu

V předchozím textu jsme naznačili roli, kterou může hrát dluhová strategie při konstituování kredibility makroekonomických hospodářských politik. Opustíme-li nyní tyto do značné míry spíše akademické linie výzkumu dluhového managementu, potom z hlediska dlouhodobé úspěšnosti financování výpůjčních potřeb vlády je samozřejmě klíčová také kredibilita samotného praktického výkonu politiky řízení státního dluhu; ta má především vazbu na ratingové hodnocení země a rizikovou prémii ve výnosech domácích státních dluhopisů. Stejně jako v případě centrální banky a její měnové politiky (a ostatně každé veřejné politiky) je kredibilita determinována jejími základními pilíři v podobě politické nezávislosti, transparentnosti, zodpovědnosti, budování reputace dané instituce a vzájemně se podmiňujícími vztahy mezi uvedenými prvky (Kotlán, 2001). Aplikace tohoto schématu na dluhovou politiku je zcela relevantní a odpovídá i mezinárodním zkušenostem a doporučením (Sundararajan et al., 1997), (IMF, 1999, 2001), (Magnusson – Bergström, 2000), (IMF, WB, 2001a, 2001b, 2002), (OECD, 2002a), (Kalderen – Blommestein, 2002). To jen potvrzuje důležitost institucionálního rámce pro efektivní výkon dluhové politiky.

<sup>10</sup> Další inspirativní výzkum implikací korelací mezi výstupem, inflací a úrokovými sazbami pro koncipování dluhové strategie v systému s nadnárodní centrální bankou (ECB), která má různé preference ohledně výstupu a inflace ve ztrátové funkci, a v souvislosti s dodatečným cílem dluhového managementu přispět ke stabilizaci rozpočtového deficitu podle požadavků Paktu stability a růstu (*deficit-smoothing*) přináší např. (Missale, 2001).

Při úvahách o koncipování institucí dluhového managementu je třeba zdůraznit, že je v něm přítomno riziko manipulace na základě motivačních omezení tvůrců politik ve stejném duchu jako v ostatních hospodářských a veřejných politikách. Krátkodobý horizont úvah demokraticky volených politiků a existence strategických distorzí v jejich jednání jsou tedy dostatečným argumentem pro odclonění vysoce technokratických dluhových manažerů od nepřetržitého působení krátkodobých politických a zájmových tlaků.

### 3.1 Obecné argumenty pro delegování veřejných politik na autonomní agentury

Argumentace pro delegování dané veřejné politiky na autonomní instituci v zásadě naprosto koresponduje s hlavními důvody, které vedou k delegování značné moci na úzkou skupinku demokraticky nevolených centrálních bankéřů (Blinder, 1997):

- (1) měnová politika má výrazně *technický ráz*, což vyžaduje specialisty, nikoliv volené amatéry z politické sféry;
- (2) dopady měnové politiky na ekonomiku se projevují s dlouhým časovým zpožděním, což vyžaduje *dlouhodobý horizont uvažování* a stálost rozhodovacího procesu tvůrců politik;
- (3) náklady antiinflační politiky se projevují dříve než její přínosy.

Tyto charakteristiky jsou evidentně neslučitelné s krátkozrakými politickými motivacemi demokraticky volených reprezentantů. To, proč v realitě kromě centrální banky nepozorujeme více podobně nezávislých institucí, na něž by byly delegovány i jiné oblasti hospodářské politiky, je námětem na samostatnou diskuzi – blíže viz např. (Kane, 1980), (Posen, 1995), (Blinder, 1997, 1999), (ČSE, 1999), (Wren-Lewis, 2000).<sup>11</sup>

V této stati se zabýváme politikou dluhového managementu; i pro ni je uvedená argumentace platná. Moderní management státního dluhu je vysoce technicky sofistikovanou činností a jeho špatné politicky motivované strategické zaměření může v dlouhém období generovat dokonce krizový vývoj ekonomiky. Stejně tak daná zvolená dluhová strategie zaměřená na minimalizaci národohospodářských nákladů v dlouhém období může v krátkém období generovat růst výpůjčních nákladů vlády, a tak zvyšovat výdaje státního rozpočtu, což logicky není politicky příliš žádoucí.<sup>12</sup> Je třeba zdůraznit, že na rozdíl od daňové politiky a jiných hospodářských a veřejných politik ovšem politika dluhového managementu prošla ve vyspělých zemích OECD a EU v 90. letech určitými významnými institucionálními reformami, jejichž určitý stupeň reflexe začíná být pod tlakem fiskálního vývoje objektivní nutností také v současné české praxi.

<sup>11</sup> Využitím uvedené argumentace ve prospěch konstituování politicky nezávislé státní instituce zodpovědné za fiskální makroekonomickou stabilizaci a jejími potenciálními vztahy k autonomnímu dluhovému managementu se zabýváme na jiném místě (Šaroch – Pavelek – Andrle, 2003).

<sup>12</sup> Horizont uvažování zodpovědného autonomního dluhového manažera je v zásadě nekonečný – na rozdíl od krátkého volebního období politiků.

### 3.2 Politické manipulace s dluhovou strategií a partikulární zájmy

Nízká transparentnost a zodpovědnost dluhových manažerů umožňuje potenciální manipulaci s dluhovou strategií v souladu s krátkodobými politickými motivacemi a pod vlivem silných zájmových skupin finančního trhu. Politický tlak se může odrážet především ve snaze bezprostředně minimalizovat rozpočtové náklady na dluhovou službu na úkor nevyrovnaného růstu dlouhodobého rizikového profilu dluhového portfolia. Ten se může projevovat např. v přijetí následujících operací (Cassard – Folkerts-Landau, 1997), (Magnusson, 1999), (Favero – Missale – Piga, 2000):

- (1) nadměrná koncentrace dluhu s krátkou dobou do splatnosti při pozitivně skloněné výnosové křivce, tj. rizikové zkracování durace dluhového portfolia;
- (2) nadměrná kumulace objemu splatných emisí státních dluhopisů do jednoho období v budoucnu (*bunching of maturities*);
- (3) diskreční emise dluhu v měně spojené s momentálně nejnižšími úrokovými sazbami bez ohledu na míru vystavení kurzovému riziku;
- (4) diskreční přístup k domácí emisní činnosti s cílem „čekat“ na výhodu dočasně vysoké likvidity na trhu a nízké úrokové hladiny (důsledkem takové politiky může být mimo jiné růst refinančního rizika podle bodu (2));
- (5) politické „mlžení“ o skutečných úrokových nákladech dluhové služby prostřednictvím neadekvátních účtovacích postupů (např. aktuální vs. hodnotnostní báze účtování);
- (6) pokušení realizovat derivátové transakce, které v krátkém období přinášejí čistý hotovostní tok (*cash-flow*) od protistran, což vede k umělému snižování aktuálního rozpočtového deficitu bez ohledu na možný růst budoucí velikosti státního dluhu v důsledku těchto operací.

Výsledkem je růst rizikovosti financování i pravděpodobnosti explicitního či implicitního zřeknutí se dluhu, zhoršování fiskální transparentnosti a nepřírozené vnášení distorzí na domácí finanční trh; to se odráží v současných očekáváních investorů a zároveň se bezprostředně promítá do růstu rizikové premie státních cenných papírů, a tedy i úrokových nákladů. V dlouhém období se potom zvyšuje refinanční riziko centrální vlády a riziko ztráty její důvěryhodnosti.

Partikulární zájmy silných investičních institucí se mohou zase projevovat např. v lobbistickém úsilí přesvědčit ministerstvo financí o výhodnosti nebo potřebě některých instrumentů dluhového managementu. To je samozřejmě snazší v případech, kdy nejsou explicitně stanoveny a dostatečně veřejně komunikovány cíle a strategie dluhového managementu. Nedostatečná transparentnost může vést také k neustálé snaze získávat důvěrné (*insider*) informace o zaměření střednědobé emisní a dluhové strategie, a tak i investiční výhodu. Partikulární zájmy jsou tedy v případě dluhové politiky dodatečným silným argumentem pro její delegování na politicky nezávislou a zodpovědnou agenturu.<sup>13</sup>

#### 4. Modely institucionálního uspořádání dluhového managementu a česká praxe

Zodpovědnost za státní dluh a jeho řízení je delegována národním parlamentem v konečné instanci vždy na fiskální autoritu, kterou je tradičně ministerstvo financí. Ministru financí jako členu centrální vlády potom náleží pravomoc rozhodnout o konkrétním způsobu institucionalizace implementace dluhového managementu. Světové zkušenosti nabízejí v zásadě čtyři rámcové modely organizačního začlenění instituce zodpovědné za výkon politiky řízení státního dluhu do rámce veřejné administrativy:

- (1) autonomní úřad (agentura) pro řízení státního dluhu (*debt office, debt agency*),
- (2) včlenění do „nemonetární části“ organizační struktury centrální banky,
- (3) jednotka v rámci organizační struktury státní pokladny (*state treasury*),
- (4) jednotka v rámci organizační struktury ministerstva financí.

V realitě závisí uvedené členění především na *míře operační autonomie* vůči ministerstvu financí a centrální bance. Situace je dále „komplikována“ případnou existencí státní pokladny, která může být sama o sobě buď také součástí ministerstva financí, nebo formálně separovaná a dluhový útvar může být její organizační součástí. V rámci ministerstva financí lze také zřídit agenturu s určitou mírou autonomie, která umožní především zvýšení flexibility činností, aniž by muselo dojít k faktickému institucionálnímu oddělení.<sup>14</sup> Stejně tak může v rámci ministerstva existovat dluhový útvar na úrovni standardní organizační jednotky (např. odboru) s nulovou mírou formální autonomie.<sup>15</sup> V každém případě ministerstvo financí vždy zůstává generálním supervizorem dluhového manažera, je zodpovědné za celkovou dluhovou strategii centrální vlády a vytváří operační rámec pro dluhový management bez ohledu na míru jeho autonomie. Dluhový manažer následně podává zprávy ministru financí, případně parlamentu.

Než přejdeme ke stručnému rozboru jednotlivých modelů s ohledem na české realie, shrňme zásady reformy dluhověpolitických institucí v 90. letech, které jsou odrazem zvýšeného důrazu na *transparentnost, zodpovědnost, risk management a operativní kapacity* dluhového manažera (Cassard – Folkerts-Landau, 1997):

- (1) neohrožení nezávislosti centrální banky a z toho plynoucí nutné oddělení řízení státního dluhu od implementace měnové politiky centrální banky,

<sup>13</sup> Ve výše citované stati Blinder (1997) diskutuje nejednoznačnost toho, zda partikulární zájmy a efekty politiky jsou argumentem spíše pro zachování její závislosti na politicích, nebo naopak pro její důsledné odclonění od nich. V druhém případě je důležité zachování cílové závislosti autonomní instituce a delegování instrumentální nezávislosti, což je také běžná „nejlepší“ praxe dluhových institucí ve vyspělých zemích.

<sup>14</sup> Výstižným příkladem je francouzské ministerstvo financí, v jehož rámci byla v roce 2001 zřízena AFT (*Agency France Trésor*). Autonomie této agentury je dokumentována mimo jiné vlastním rozpočtem na provozní i investiční výdaje.

<sup>15</sup> Na českém ministerstvu financí byl v době psaní této stati dluhový manažer na úrovni oddělení v rámci odboru státního závěrečného účtu s dnes již poněkud nestandardním názvem *oddělení státních cenných papírů*. Podle výše uvedeného členění se tedy jedná o čtvrtý případ, k němuž lze přitom zařadit i příklad AFT. Na první pohled je zřejmá ošidnost tohoto formálního členění.

- (2) odlonění dluhové politiky od krátkodobých politických a partikulárních tlaků,
- (3) jasná formulace cílů a kritérií hodnocení jejich dosažení,
- (4) implementace moderních metod měření a řízení rizik v prostředí dluhové správy,
- (5) vyčlenění zdrojů k zajištění dostatečně kvalifikovaných zaměstnanců a technického a informačního vybavení, které je v rámci tradičních rigidních byrokratických struktur ministerstev financí objektivně nedostatečné,
- (6) celkové navýšení operativní výkonnosti dluhového manažera.

Na tomto místě zdůrazníme, že uvedené reformní zásady lze dodržet v různé míře v rámci všech uvedených modelů. Při volbě konkrétního modelu je potom důležité přihlídnout zejména ke specifikům a tradicím uspořádání veřejných institucí v dané ekonomice tak, aby reformní krok přinesl zamýšlené výsledky. Přesto je nutné *nepodceňovat konkrétní institucionální uspořádání*, protože to má významný vliv na motivace a chování členů dané instituce, a tedy i na celkovou efektivnost její činnosti (Kalderen – Blommestein, 2002).

#### 4.1 Autonomní úřad pro řízení státního dluhu (ADMO)

Na první pohled bezpochyby nejatraktivnější alternativou je možnost zřízení zcela autonomního úřadu řízení státního dluhu jako samostatné právnické osoby oddělené nejen od centrální banky, ale i od ministerstva financí. Vypůjčíme-li si „blinderovskou“ rétoriku použitou původně pro centrální bankéře, pak dokonce samotná nezávislost generuje zodpovědné chování delegovaných tvůrců politik, a to bez ohledu na to, zda je posléze podrobně některé z akademických léčebných procedur (Blinder, 1999).

Tradici tohoto uspořádání, sahající až do 18. století, nalézáme ve Švédsku; tamní dluhový úřad (SNDO – *Swedish National Debt Office*) byl založen již v roce 1789. V současnosti lze specializované agentury, resp. úřady s podobným stupněm autonomie vůči ministerstvu financí, nalézt např. v Irsku, na Islandu, v Německu, Nigérii, Portugalsku, Rakousku, Řecku a Velké Británii. Ze středoevropských kandidátských zemí na vstup do EU tuto instituci založili v Maďarsku (ÁKK Rt.) a od května 2002 mají svou *Agentúru pre riadenie dlhu a likvidity* zřízenou zákonem o státní pokladně také na Slovensku (MFSR, 2002).<sup>16</sup> Úvahy směřující k podobnému řešení lze nalézt také v předvstupním ekonomickém programu Slovinska nebo v Itálii (MFS, 2001), (IMF, WB, 2002). Autonomní dluhové úřady, které jsou ale nominálně součástí státní pokladny, resp. ministerstva financí, nalézáme v Austrálii a na Novém Zélandu. Z hlediska uvedených reformních zásad lze do této skupiny zařadit i země, které sice nezřídily samostatné instituce mimo své ministerstva financí nebo státní pokladny, nicméně založily dluhovou agenturu jako přímou součást jejich organizační struktury – kromě již zmínované Francie se jedná dále např. o Belgie a Nizozemsko. Příkladem zemí

<sup>16</sup> Seznam vybraných dluhových manažerů a jejich vztah k ministerstvu financí lze nalézt v *Příloze*.

s formálně na ministerstvu financí oddělenou státní pokladnou, která je rovněž zodpovědná za řízení státního dluhu, jsou Finsko, Lotyšsko, Lucembursko a Turecko.<sup>17</sup> Každá z uvedených forem „odclonění“ od ministerstva financí a centrální banky by měla v určité míře přinést výhody autonomního řízení státního dluhu, které lze shrnout takto (Kalderen, 1997), (Magnusson, 1999), (Kalderen – Blommestein, 2002):

- (1) kredibilní odclonění dluhového managementu od politiků, kteří mohou spíše usilovat o jeho podřízení fiskálním zájmům a preferovat oportunistickou minimalizaci nákladů bez ohledu na rizika v dlouhodobém horizontu;
- (2) využití všech dostupných vlastních zdrojů instituce ke sledování vytyčených cílů; v rámci byrokratických struktur ministerstev je většinou obtížné přesvědčit útvary, na nichž je dluhová služba závislá, o jejich operačních prioritách; tím je výrazně omezena flexibilita, která je však ve vztahu k finančním trhům nutnou podmínkou dlouhodobého úspěchu<sup>18</sup>;
- (3) nezpochybnitelné oddělení řízení státního dluhu a měnové politiky;
- (4) jasný signál finančním trhům ohledně snahy posilovat transparentnost a zodpovědnost.

Možnou nevýhodou tohoto uspořádání může být někdy samotný fakt, že musí vzniknout další instituce. To by mohlo být veřejností v dané zemi vnímáno jako zbytečné plýtvání zdroji, což by zejména na počátku existence ztížilo následné budování reputace této instituce v čase. V obecné rovině zde pak existují stejná rizika jako v případě delegování nezávislých centrálních bankéřů, tj. uzavření se do „kamenného chrámu“ a odtažení od celospolečenských preferencí (tj. tradiční problém *principal – agent*).<sup>19</sup> Mezinárodní odborníci naznačili nevhodnost okamžitého konstituování autonomního dluhového úřadu nebo státní pokladny zcela mimo ministerstvo financí a doporučují spíše posílení současné kapacity v rámci zřízení nového samostatného odboru, resp. sekce (Magnusson – Bergström, 2000), (Olden, 2001).<sup>20</sup>

## 4.2 Řízení státního dluhu a centrální banka

Jak naznačují dostupné mezinárodní studie, současná role české centrální banky při řízení státního dluhu překračuje rámec pouhého poskytovatele klientských služeb pro MF (Magnusson – Bergström, 2000), (Olden, 2001),

<sup>17</sup> Např. ve Finsku se jedná o *Finance unit* v rámci státní pokladny. V případě lotyšské státní pokladny řízení dluhu neprovádí zvláštní jednotka, ale toto řízení probíhá v rámci věcně příslušných oddělení, která existují vedle ostatních oddělení zajišťujících ostatní funkce státní pokladny (Olden, 2001).

<sup>18</sup> Jak výstižně uvádějí Favero, Missale, Piga (2000, s. xiii), jde o cestu k přemožení „úředního šimla“ (*reduce red-tape*).

<sup>19</sup> Budování reputace v čase je závislé především na kredibilitě a schopnostech osob ve vedení autonomní agentury, jakož i na způsobu jejich jmenování (např. ministrem financí).

<sup>20</sup> Přetrvávající nerozvinutost domácího kapitálového trhu je také argumentem proti zcela oddělenému úřadu; důvodem je prevence ohrožení nutné koordinace politik při společné podpoře dalšího rozvoje tohoto trhu (Kalderen, 1997).

(Webster – Fogarty, 2001). Aniž bychom na tomto místě sami vyhodnocovali tyto závěry nebo s nimi polemizovali, využijeme je k položení logické otázky, zda by nebylo neefektivnější veřejně delegovat zodpovědnost za řízení státního dluhu na centrální banku zcela. Zásadním argumentem proti je samozřejmě existence vějíře potenciálních konfliktů zájmu s politikou měnovou. Tento krok by přinesl především ohrožení nezávislosti centrální banky při implementaci měnové politiky, a tím do značné míry popření reformního vývoje monetárních institucí. Domníváme se, že argument pro toto delegování v podobě lepšího technického a personálního zázemí a systému odměňování nemůže být smysluplný v zemi, která míří do EU a je členem klubu zemí OECD. Jedinou vyspělou zemí OECD, ve které se ministerstvo financí „zbavilo“ (od roku 1991) řízení státního dluhu zcela ve prospěch centrální banky, je v současnosti Dánsko.<sup>21</sup> Domácí obchodovatelný dluh řídí centrální banka také v Indii.<sup>22</sup> Významnou roli v dluhovém managementu hraje dále např. kanadská centrální banka.

Z hlediska teorie tento krok opět zesiluje problém kredibility antiinflační politiky.<sup>23</sup> Zvýšení rizika časové nekonzistence měnové politiky vede k tomu, že dluhový management by opět začal hrát významnou roli při budování kredibility inflačních cílů. Zopakujeme pro úplnost základní známé konflikty zájmu, které jsou ještě více umocněny právě v případě implementace cílování inflace (Alesina – Prati – Tabellini, 1990), (Wheeler, 1996), (Cassard – Folkerts-Landau, 1997), (Ferré Carracedo – Dattels, 1997), (Magnusson, 1999):

- (1) neochota zvyšovat úrokové sazby v souladu s indikacemi měnových modelových schémat ve snaze minimalizovat úrokové náklady domácího dluhového portfolia;
- (2) konflikt při stanovování maximálního výnosu při primárních aukcích státních dluhopisů a při každodenním řízení likvidity běžného hospodaření státního rozpočtu s měnověpolitickými operacemi centrální banky na volném trhu;
- (3) dodávání likvidity na trh v období, kdy bude nutné refinancovat větší část objemu nesplaceného dluhu;
- (4) vychylování struktury splatnosti dluhového profilu v souladu se stavem měnové politiky;
- (5) konfliktnost účinnosti opatření centrální banky v oblasti devizových intervencí a kurzové politiky se záměry politiky řízení dluhu v oblasti cizoměnové denominace;<sup>24</sup>

<sup>21</sup> Finální zodpovědnost zůstává samozřejmě na dánském ministerstvu financí. Také např. ve Velké Británii až do 6. 5. 1997 náležela zodpovědnost za řízení dluhu a hotovosti na Bank of England. Poté byla přesunuta na britské ministerstvo financí; to v dubnu 1998 delegovalo řízení dluhu na exekutivní agenturu. Přesun řízení hotovosti do této agentury následoval v dubnu 2000.

<sup>22</sup> Indická zkušenost ukazuje, že sama centrální banka může někdy významně vystupovat proti a komplikovat konstituování nezávislého národního dluhového manažera, zvláště v situaci, kdy se na řízení dluhu zcela nebo významně podílí (Vikraman, 2001a,b; 2002).

<sup>23</sup> kromě motivací typu tlačit výstup nad jeho potenciální úroveň za účelem zmírnění dopadů distorzních daní, imperfekcí na trhu práce či zvýšení pravděpodobnosti znovuzvolení (politicko-ekonomický cyklus)

- (6) rozhodování o řízení dluhu s využitím důvěrných (*insider*) informací o směrech a konkrétním načasování nastavování měnových podmínek;
- (7) emise variabilně úročeného dlouhodobého dluhu v situaci vysokých krátkodobých úrokových sazeb a ex post snížení a udržování těchto sazeb na nízké úrovni (další kanál časové nekonzistence);
- (8) k opětovnému zvýšení kredibility inflačních cílů a měnověpolitických signálů by centrální banka měla motivace podřídit dluhovou strategii těmto prioritám (inflační indexace, cizoměnová denominace, zkracování *durace*), jak bylo ostatně diskutováno v části 2.4.

Potenciální rizika podřízení měnověpolitických cílů cílům v oblasti politiky řízení dluhu, resp. spíše naopak, jsou tedy natolik závažná, že naprostá většina zemí OECD se snaží oddělit zodpovědnost za tyto dvě funkce do různých institucí a vedle reforem monetárního uspořádání přistoupila také k významným změnám organizačního začlenění institucí, které jsou zodpovědné za řízení státního dluhu.

Potenciálně větší prostor pro centrální banku v oblasti dluhového managementu je zachován v modelu, kdy dluhová jednotka zůstává součástí ministerstva financí (to je i doporučovaný model pro ČR). „Nekonfliktní“ roli centrální banky potom můžeme identifikovat zejména v těchto do značné míry technických oblastech správy státního dluhu a pokladní hotovosti (Blommestein – Thunholm, 1997):

- (1) fiskální agent – tj. zejména vedení příslušných účtů státní pokladny,
- (2) emisní agent – organizace procedur a tvorba pravidel primárních aukcí státních dluhopisů a vypořádání obchodů, organizace operací na sekundárním trhu aukčního typu (např. reverzní aukce nebo tzv. *switching* státních dluhopisů),
- (3) určitá poradní a konzultační funkce, zejména ohledně tržních poptávkových preferencí a aktuálního dění na domácím a mezinárodním finančním trhu.

Důsledné oddělení zodpovědnosti za měnovou a dluhovou politiku zakládá zároveň samozřejmě nutnost jejich vzájemné koordinace. Dluhová strategie centrální vlády nesmí v první řadě explicitně ohrozit formulované cíle měnové politiky a případně výraznějším způsobem nepredikovatelně komplikovat měnovou transmissi. Modelový rámec formulace výpůjčního programu by měl být také při simulaci možných trajektorií vývoje úrokových sazeb konzistentní s reakční funkcí centrální banky a s jejími inflačními projekcemi a cíli.

V případě ČR je vzhledem k zanedbatelnému státnímu dluhu cizoměnové denominace současné přímé ohrožení měnověpolitických cílů ze strany politiky dluhového řízení malé. Intenzivnější diskuze je relevantní v souvislosti s případnou zahraniční emisí státních dluhopisů (pozn. 24), zatímco

<sup>24</sup> Tento konflikt je nyní vysoce aktuální zvláště u nás, kdy politika řízení státního dluhu je „podřízena“ konsenzu centrální banky a centrální vlády v oblasti kurzové politiky. Spíše než o podřízenosti můžeme hovořit o důsledné koordinaci hospodářské politiky, která tak ukazuje na zlepšující se komunikaci vrcholových českých autorit. Jak upozornil jeden z anonymních recenzentů, pravděpodobně ani zcela autonomní dluhový manažer by neprosadil zahraniční emisi právě z důvodu koordinace měnové, dluhové a fiskální politiky. Jedná se jinými slovy o praktickou ukázkou politické cílové závislosti dluhového manažera. To na druhou stranu neznámá, že výsledek koordinačních her musí být vždy zcela optimální.

v otázkách domácího financování a nastavování parametrů dluhové strategie je žádoucí uvedené důsledné oddělení obou politik k zajištění celkové kredibility hospodářské politiky. Význam koordinace se zvyšuje také v případě, že centrální banka využívá státní cenné papíry jako instrument měnověpolitických operací. Pak je nutné citlivě posuzovat emitované množství těchto papírů na trhu, aby nedošlo k narušení cílů obou politik. Pokud centrální banka používá k tržním intervencím specifické nevládní instrumenty, je potřeba koordinace minimalizována (Blommestein – Thunholm, 1997). Jak dále upozorňují např. Kalderen a Blommestein (2002), tradiční role centrální banky při rozvoji trhu státních cenných papírů klesá také s celkovou vyspělostí a kultivací domácího kapitálového trhu.

#### 4.3 Ministerstvo financí jako dluhový manažer – český případ

Přes všeobecný trend zvyšování autonomie zůstává v řadě zemí dluhový management centralizovaný na úrovni odboru, sekce či ředitelství stále v rámci běžné organizační struktury ministerstva financí. Příkladem jsou Bulharsko, Estonsko, Jamajka, Japonsko, Jihoafrická republika, Kanada, Kolumbie, Litva, Mexiko, Polsko, Rumunsko, Slovinsko, Spojené státy nebo Švýcarsko. Dluhový útvar může být organizačně také opět součástí generálního direktorátu či divize státní pokladny v rámci ministerstva financí, jak je tomu např. v Brazílii, Itálii, Maroku či Španělsku.<sup>25</sup> Řízení státního dluhu a hotovosti je jednou z běžně definovaných funkcí státní pokladny – *tabulka 1*. Proto pokud je státní pokladna konstituována, je možné do ní formálně organizačně včlenit i dluhovou jednotku, je-li částí ministerstva financí.

Obrátíme-li nyní pozornost na ČR, pak systém státní pokladny v rámci ani vně MF nebyl dosud realizován.<sup>26</sup> Řízení státního dluhu a pokladní hotovosti je od roku 1990 vykonáváno na úrovni pouhého oddělení MF v úzké kooperaci s příslušnými sekcemi České národní banky (ČNB).<sup>27</sup> V této stati se nebudeme explicitně zabývat efektivností ani případnými praktickými problémy této kooperace. Záměrně se z pochopitelných důvodů také vyhýbáme konkrétnímu detailnímu hodnocení kapacity příslušného oddělení – blíže se lze s těmito otázkami seznámit např. v dostupné nezávislé studii (Magnusson – Bergström, 2000).<sup>28</sup> Uvedme jen, že se v žádném případě ne-

<sup>25</sup> I v těchto případech vidíme úsilí o proklamaci určitého stupně autonomie – viz případ Itálie v (OECD, 2002b, s. 205). V Brazílii od listopadu 1999 existuje v rámci Národní pokladny standardní *Public Debt Office*.

<sup>26</sup> Bližší diskuzi problematiky funkcí státní pokladny v podmínkách MF ponecháváme v této stati stranou – blíže viz např. (Olden, 2001), (Webster – Fogarty, 2001). Společné úsilí MF a ČNB o modernizaci systému státní pokladny je prozatím pouze konstatováno s odkazem na zahájení činnosti pracovní skupiny, bez detailnější konkretizace dalších kroků, v předložené koncepci reformy veřejných rozpočtů (MF, 2002b, s. 28).

<sup>27</sup> Konkrétně se jedná o sekci měnovou a statistiky, sekci bankovních obchodů a sekci řízení rizik a podpory obchodů – viz [www.cnb.cz/ocnb\\_orgschema.php](http://www.cnb.cz/ocnb_orgschema.php). Uvedme ještě, že na MF jsme v dubnu 2003 napočítali celkem 165 oddělení, což samo o sobě výstižně dokresluje význam, který vláda přikládá zodpovědnému zajištění dluhového managementu ČR, a jeho institucionální vyjednávací pozici.

<sup>28</sup> Shrnutí vybraných legislativních a organizačních problémů přinášíme např. v (Pavelek, 2003).

TABULKA 1 Standardní funkční organizace systému státní pokladny

| STÁTNÍ POKLADNA (direktorát ministerstva financí) |                                            |                   |                    |                 |                    |
|---------------------------------------------------|--------------------------------------------|-------------------|--------------------|-----------------|--------------------|
| řízení hotovosti                                  | řízení dluhu, půjček a podmíněných závazků | vládní účetnictví | finanční reporting | plnění rozpočtu | finanční plánování |

pramen: (Allen – Tommasi, 2001, s. 242); (Olden, 2001); vlastní úpravy

jedná o standardní dluhový útvar v rámci ministerstva financí, jaký lze nalézt u většiny výše jmenovaných zemí (typu *Public Debt Department*). I přes některé dílčí změny zůstává proto hlavní problém kredibility politiky řízení českého státního dluhu stále aktuální a zintenzivňuje se s očekávaným růstem státního dluhu, blížícím se vstupem země do EU, oznámeným vstupem MF do derivátových transakcí a s problémy při schvalování státních dluhopisových programů.<sup>29</sup> V návaznosti na poslední citovanou studii dále bez detailnějšího rozpracování prezentujeme náš pohled na případné strategické kroky v institucionální oblasti, bez nichž není myslitelné reálné směřování k takovému efektivnějšímu výkonu dluhové politiky, který by se měl postupně přibližovat „nejlepší“ mezinárodní praxi.

V předchozím textu jsme naznačili nevhodnost dánské cesty, tj. komplexního transferu řízení státního dluhu do centrální banky; to by bylo v rozporu s moderními trendy 90. let ve většině vyspělých i rozvíjejících se zemích. Alternativní názor prezentuje např. Jensen (2002), který vyzdvihuje efektivnost tohoto uspořádání v malé ekonomice s omezenými zdroji a zlehčuje význam výše naznačené konfliktnosti mezi měnovou a dluhovou politikou. Autor této stati naopak tuto konfliktnost a ohrožení nezávislosti měnové politiky považuje za významnou překážku včlenění dluhového managementu do sekce centrální banky ve vyspělé zemi. Na druhé straně zdůrazňuje, že ČNB by byla z technického hlediska schopna stát se komplexním dluhovým agentem prakticky okamžitě a dostatečně zodpovědně zajistit výpůjční potřeby centrální vlády i sledovat „rozumnou“ dluhovou strategii. Tento krok by ovšem vyvolal nutnost intenzivní komunikace s finančním trhem, aby průběžně nedocházelo k uvedeným konfliktům. Nekonzistentnost tohoto řešení je výraznější zvláště při současné realizaci cílování inflace. Navíc je otázkou, zda by bylo také v souladu se zákonem o ČNB. Vyjděme proto dále z předpokladu, že vláda nakonec uzná význam dluhového managementu a rozhodne se pro vyčlenění odpovídajících kapacit pro zodpovědný výkon dluhového managementu způsobem konzistentním s mezinárodními standardy (IMF, WB, 2001a, 2002).<sup>30</sup>

<sup>29</sup> Konkrétně máme na mysli diskuzi při schvalování vládních návrhů zákona o státním dluhopisovém programu na úhradu schodku státního rozpočtu ČR za rok 2001 a na úhradu neuhrazené části schodku státního rozpočtu ČR za rok 2000 (sněmovní tisk 188) a zákona o státním dluhopisovém programu na úhradu jistin státního dluhu splatných v letech 2003 a 2004 (sněmovní tisk 116). Byla zde vyslovena explicitní poptávka některých poslanců po předložení dluhové strategie vlády v podobě oficiálního závazného dokumentu do Parlamentu k projednání – viz záznam jednání na [www.psp.cz/eknih/2002ps/stenprot/010schuz/10-4.html#416](http://www.psp.cz/eknih/2002ps/stenprot/010schuz/10-4.html#416). To jen potvrzuje, že do budoucna je žádoucí, aby MF svou interní strategii řízení státního dluhu začalo veřejně komunikovat a vysvětlovat, případně nechalo schválit parlamentem. Nutnou podmínkou pro zodpovědné zajištění tohoto procesu je ovšem přijetí určitých reformních kroků, tak jak o nich ostatně hovoříme v této stati.

Nejvhodnější alternativou (alespoň v první fázi) je podle našeho názoru institucionální zachování dluhového managementu v rámci MF. Reforma české praxe není přitom podmíněna důsledným konstituováním všech funkcí státní pokladny. Modernizace dluhové služby může probíhat nezávisle na modernizaci ostatních funkcí státní pokladny – jejíž komplexní realizace je ostatně technicky i časově poněkud náročnější.<sup>31</sup>

Na základě výše uvedeného se domníváme, že z hlediska české praxe by bylo optimální převzít model aplikovaný např. v Austrálii, Belgii, Brazílii, Francii, Kolumbii, Nizozemsku nebo na Novém Zélandu a zřídit dluhovou agenturu, resp. úřad, formálně na úrovni odboru, případně ředitelství ministerstva financí (*Public Debt Management Office*) ve standardní moderní organizační struktuře v podobě tří oddělených jednotek známých z bankovní praxe jako *front*-, *middle*- a *back-office*. Tato cesta umožňuje vyhnout se případným počátečním problémům s konstituováním zcela nezávislé entity mimo MF a zároveň zaručuje určitý stupeň autonomního statutu, který je klíčový pro dlouhodobý bezproblémový chod dluhové služby a efektivní implementaci dluhové politiky.<sup>32</sup> Důležitým aspektem je také to, že takto nedojde ke zpřetrhání vazeb s ostatními odbory MF, se kterými musí agentura každodenně komunikovat, vyměňovat informace a koordinovat svou činnost – k tomuto problému viz (Olden, 2001). Zároveň toto uspořádání pro veřejnost jasně identifikuje útvar MF zodpovědný za komplexní centralizované řízení a správu státních finančních pasiv (a případně i podmíněných závazků). Určitá autonomie dále umožní zvýšit flexibilitu, která je nutná pro interakci s finančním trhem, a upřednostnit vybrané činnosti, které svým charakterem nepatří do běžné státní správy. Významnou linií argumentace je v tomto směru ekonomická teorie byrokracie školy veřejné volby, ze které plyne jednoznačná problematičnost zajištění dostatečné motivačního prostředí a flexibilní infrastruktury v rámci běžného ministerského úřadu; ty jsou ale nutnou podmínkou kredibilní a efektivní realizace moderního výrazně tržně a komunikačně orientovaného managementu státního dluhu.<sup>33</sup> Připomeňme pro úplnost také, že organizační příslušnost k MF

<sup>30</sup> Pokud k tomuto docenění nedojde v dohledné době a vláda rezignuje na adekvátní posílení kapacit na MF, bylo by podle názoru autora pravděpodobně zodpovědnější požádat ČNB o zajištění výkonu všech funkcí dluhového agenta po dánském vzoru. Otázkou je, zda by ČNB samotná byla ochotna komplexní zodpovědnost přijmout.

<sup>31</sup> V případě dokončení realizace projektu funkcí státní pokladny by např. do nově zřízené sekce státní pokladny mohl být formálně zařazen na úrovni *autonomního* odboru již modernizovaný dluhový management.

<sup>32</sup> K reálnému dosažení určitého stupně autonomie je mimo jiné nutnou podmínkou delegování pravomoci úřadu v určité míře samostatně rozhodovat o provozních a investičních výdajích v rámci samostatné rozpočtové kapitoly státní dluh, která v současnosti zahrnuje pouze výdajovou stranu v podobě nákladů dluhové služby. Pokud by bylo naplnění této podmínky opomenuto a došlo by k pouhé reorganizaci dluhového managementu v podobě založení „běžného“ odboru MF, potom nelze hovořit o reformě dluhověpolitických institucí v moderním pojetí poslední dekády. Zdůrazněme však, že i tento krok by znamenal oproti současnému stavu značný posun vpřed zejména co do možnosti postupného zvýšení transparentnosti a operační kapacity dluhového manažera. Jak podotkl jeden z anonymních recenzentů, toto řešení je samozřejmě do značné míry v rozporu s principy flexibilní tvorby – ve srovnání se státní správou nadstandardních – motivačních struktur pro pracovníky dluhového managementu.

<sup>33</sup> Ke shrnutí této teorie byrokracie viz např. (Hampl, 1999).

nevylučuje fyzicky separované umístění dluhového managementu blíže finančnímu centru mimo oficiální sídlo MF za účelem flexibilnější komunikace s účastníky trhu a s centrální bankou – což dokladuje příklad Nizozemska.

Dále se domníváme, že klíčovou úlohou vlády, resp. ministra financí, a následně i parlamentu z hlediska zpětné vazby a kredibility dluhové politiky je především schválení jejího strategického rámce ve střednědobém horizontu (3–5 let), v ideálním případě na základě procedur definovaných *samostatným zákonem o státním dluhu a jeho řízení* (typu zákona o ČNB). Z hlediska operacionalizace a veřejného monitoringu cílů dluhového managementu je kromě stanovení limitů dluhové akumulace v domácí a zahraniční měně zcela klíčová také volba rizikového profilu financování výpůjčních potřeb v souladu s konsenzem na úrovni vlády a parlamentu ohledně nákladů a rizik – tzv. cílový strategický benchmark. Pro formulování tohoto strategického rámce (*public debt management guidelines*) by pravděpodobně bylo efektivní zřízení Výboru pro řízení státního dluhu (*Advisory Board, Council of Experts*) jako poradního orgánu ministra financí, na jehož úrovni by měla probíhat také koordinace dluhové politiky s měnovou, fiskální a rozpočtovou politikou.<sup>34</sup>

Takto formulovaný, konkretizovaný a parlamentem „posvěcený“ rámec spolu se zákonem o státním rozpočtu na každý následující fiskální rok dávají zodpovědnému dluhovému manažerovi zřetelný a nezpochybnitelný mandát pro implementaci strategie prostřednictvím objektivního instrumentária a pro administrativní zajištění dluhové služby. Tato každodenní implementace by již měla probíhat důsledně *nezávisle* na ministerstvu financí a na centrální bance. Na tomto místě opět vidíme analogii s doporučeními výzkumu cílování inflace, kdy jako optimální pro kredibilitu systému se ukazuje cílová závislost centrální banky na vládě, přičemž je jí ponechána nezávislost instrumentální. Výsledkem nastavení uvedených procedur je jednoznačné posílení pozice dluhového manažera coby subjektu tvorby hospodářské politiky a skutečně kredibilního účastníka mezinárodního finančního trhu.

## 5. Transparentnost, zodpovědnost a problém definování cílů

### 5.1 Role transparentnosti a zodpovědnosti při řízení státního dluhu

Klíčovou úlohu transparentnosti a zodpovědnosti běžně zdůrazňují oficiální publikace mezinárodních institucí (IMF, 1999, 2001), (IMF, WB, 2001a, 2001b, 2002). Měla by spočívat zejména v následujících oblastech:

<sup>34</sup> Možnosti složení tohoto výboru blíže konkretizují např. Magnusson a Bergström (2000). Autor se domnívá, že tato koordinace by měla probíhat zejména při schvalování strategického rámce a při jeho každoroční konkretizaci. V rámci roku by se Výbor scházel pouze v případě nutnosti diskutovat nějaký mimořádný problém, např. zásahy do strategie v případě neočekávaného vývoje na finančním trhu nebo návrh zavedení nového instrumentu. Na konci daného roku by potom následovalo posouzení splnění stanovených záměrů a schválených strategických parametrů, případně vyhodnocení objektivnosti odchylek na základě předkládaného návrhu Výroční zprávy o státním dluhu a jeho managementu.

- (1) snížení nejistot investorů a rozšíření a diverzifikace jejich základny,
- (2) snížení transakčních nákladů účastníků finančního trhu,
- (3) dlouhodobá redukce nákladů vypůjčování si centrální vlády,
- (4) zintenzivnění všeobecné veřejné diskuze o dluhovém managementu.<sup>35</sup>

Na první pohled se může zdát, že pokud zůstane dluhový manažer v rámci struktury ministerstva financí, resp. centrální banky, nelze v žádném případě zabránit krátkodobým politickoekonomickým, resp. měnověpolitickým tlakům na volbu dluhové strategie, protože není-li zajištěna určitá míra formální autonomie, nelze vynutit ani minimální zodpovědnost. To se týká zejména zodpovědnosti přímé, která ovšem nehraje v realitě roli ani v případě vysoce formálně nezávislých centrálních bank.

Mezi známý fundamentální způsob posilování nepřímé zodpovědnosti vůči široké veřejnosti náleží především aktivní využití nástrojů intenzivní komunikace; mezi ně jsou ve vyspělém světě běžně počítány poměrně bohatá publikační činnost a internetová prezentace státního dluhu a jeho řízení.<sup>36</sup> Např. při průzkumu konaném na pravidelném pracovním setkání představitelů zemí OECD o vládním dluhu v roce 2001 odpověděli pouze 3 respondenti z celkového počtu 21 respondentů, že země nemá specifickou internetovou prezentaci svého dluhového řízení (Turner – Jeal, 2002, s. 162).<sup>37</sup> Stejně tak většina členských zemí publikuje pravidelné informační materiály o situaci na domácím dluhopisovém trhu a o vývoji státního dluhu (většinou na čtvrtletní nebo měsíční bázi). Každý rok potom ve většině zemí vycházejí rozsáhlejší výroční zprávy, které shrnují ekonomický a finanční vývoj za uplynulý rok a přinášejí zhodnocení toho, zda bylo dosaženo stanovených cílů, případně zdůvodňují příčiny odchýlení se od nich. Standardem bývá také zveřejňování střednědobé finanční strategie, resp. výpůjčního programu, které jsou potom východiskem pro zpětné hodnocení dluhové politiky. Někteří dluhová manažeři přistupují také k seznamování veřejnosti s detaily vývoje svých kvantitativních a simulačních modelových rámců tvorby alternativních dluhových strategií – např. v Dánsku, Kanadě a Švédsku. Celková otevřenost a ochota dluhových manažerů komunikovat s veřejností je analogická s otevíráním „černé skříňky“ činnosti centrálních bankéřů v posledním desetiletí. V obou případech je hlavní motivační působit na očekávání racionálních privátních hráčů na finančním trhu

<sup>35</sup> Cílování inflace je spojeno také s úsilím o intenzivnější veřejnou diskuzi o tom, co měnová politika může a nemůže dělat (Bernanke et al., 1999).

<sup>36</sup> Následující výčet komunikačních nástrojů je zde uveden pro dokreslení odchylek české praxe od mezinárodního standardu. Jeden z anonymních recenzentů upozornil na skutečnost, že informace o státním dluhu je dostatečné množství. To se ovšem týká pouze statistických údajů, nikoliv již informací o samotném managementu dluhu a jeho cílech a strategickém zaměření. Domníváme se, že tyto informace by byly přijaty finančním trhem, odbornou veřejností i parlamentem kladně, protože jednoznačně zvyšují transparentnost a zodpovědnost. To, že lze určitou komunikaci zajistit i v případě, že dluhový manažer zůstává v rámci běžné organizační struktury ministerstva financí, dobře ilustruje např. polský odbor řízení státního dluhu – viz [www.mf.gov.pl/index.php?wysw=2&sgl=2&dzial=173](http://www.mf.gov.pl/index.php?wysw=2&sgl=2&dzial=173) – nebo třeba litevské ministerstvo financí – viz [www.finmin.lt/engl/stdebten.htm](http://www.finmin.lt/engl/stdebten.htm).

<sup>37</sup> Samostatnou internetovou prezentaci státního dluhu nalézáme i u řady nečlenských zemí OECD, např. Thajska nebo Jamajky – viz [www.pdmo.mof.go.th](http://www.pdmo.mof.go.th) a [www.mof.gov.jm/dmu/default.htm](http://www.mof.gov.jm/dmu/default.htm). K vlastnímu srovnání s aktuálním stavem komunikace v českém dluhovém managementu viz [www.mfcr.cz/index.php?r=50](http://www.mfcr.cz/index.php?r=50).

s cílem minimalizovat náklady dluhové služby, resp. snížit inflační očekávání.

Role transparentnosti a zodpovědnosti při řízení státního dluhu je tedy racionálně nezpochybnitelná. Problémem je, že její dopad na redukci nákladů dluhové služby je dlouhodobého charakteru a lze ho jen obtížně přímo empiricky verifikovat. To samozřejmě není v souladu s politickými motivacemi v dluhovém managementu, které jsou zvyšováním transparentnosti naopak výrazně omezovány při oportunistickém přístupu ke sledování krátkodobých vlastních zájmů politiků.

## 5.2 Problém konkretizace a transparentnosti definovaných operačních cílů

Ve druhé části stati bylo diskutováno strategické makroekonomické zaměření politiky dluhového managementu. Pro její praktický výkon je ovšem nutné její cíle operacionalizovat. Tyto operační cíle jsou v obecné rovině v současné praxi shrnovány standardně ve čtyřech základních kategoriích (IMF, WB, 2001a), (Kreiner, 2002):

- (1) zajištění výpůjčních potřeb a uspokojení splatných závazků centrální vlády,
- (2) minimalizace výpůjčních, resp. národohospodářských nákladů,
- (3) udržování akceptovatelné míry rizik,
- (4) podpora efektivity a likvidity domácího kapitálového trhu.

Takto specifikované cíle nalézáme v oficiálních dokumentech naprosté většiny dluhových manažerů. Vidíme, že v moderním pojetí již absentují cíle typu podpora měnové politiky nebo spoření domácností.<sup>38</sup> Dosažení prvního cíle je zřejmé a je ohroženo pouze v případě dluhových krizí a krizí důvěryhodnosti. Čtvrtý cíl je pouze odvozený a rámcový, přičemž k jeho měření lze použít standardní ukazatele sekundárního trhu (např. koeficient obratu, tj. podíl ročního zobchodovaného objemu a nesplaceného dluhu, nebo rozpětí kotací na nákup a prodej státních dluhopisů). Navíc samozřejmě platí, že likvidita roste se samotným objemem emitovaného dluhu. Hodnocení dosažení ostatních kategorií vyžaduje ovšem další konkretizaci. Ta spočívá především v pečlivé tvorbě *cílového portfoliového benchmarku* (žádoucí měnová a úroková struktura, doba do splatnosti, časová struktura a případně inflační a finanční indexace), přičemž tyto parametry by měly být pravidelně reoptimalizovány na základě modelového a simulačního vyhodnocování *trade-off* mezi očekávanými náklady a riziky alternativních dluhových strategií (Coe – Vahey – Wakerly, 2000).

Implementace, zveřejnění a následná komunikace cílového portfoliového benchmarku vyžaduje ovšem výrazné navýšení operační a analytické výkonnosti dluhové služby; to by mělo nalézt odraz zejména v systematickém vyhodnocování alternativních dluhových strategií, ve výzkumu a v tvorbě

<sup>38</sup> Na druhé straně připomeňme, že akademická linie dluhového managementu zdůrazňuje, že praktické koncipování optimální dluhové strategie by mohlo do budoucna více akcentovat makroekonomické cíle typu stabilizace daňových distorzí či podíl rozpočtového deficitu na domácím produktu (Missale, 2001).

sofistikovaného makromodelového a simulačního rámce pro pravidelnou re-optimalizaci tohoto strategického benchmarku, v stresovém testování a analýzách scénářů a v neposlední řadě v aplikacích moderních metod měření a řízení rizik (např.: VaR – *Value-at-Risk*, CaR – *Cost-at-Risk*, BaR – *Budget-at-Risk*, CFaR – *Cash Flow-at-Risk*). Tyto činnosti jsou standardně vykonávány samostatnou jednotkou *middle-office* v rámci dluhového útvaru, přičemž všeobecný konsenzus panuje v tom smyslu, že jejich realizace zvyšuje kredibilitu dluhového programu a celkovou vnímanou image dluhového manažera mezi účastníky finančního trhu, což má příznivý dopad na rizikovou prémii ve výnosech státních dluhopisů. Záměr zvýšení analytického potenciálu je ostatně již nyní indikován v předvstupním hospodářském programu ČR (MF, 2002a).

Zde je nutné zdůraznit, že ačkoliv jsme výše konstatovali, že reformy dluhové politiky lze realizovat bez ohledu na konkrétní institucionální uspořádání (při existenci dostatečné politické a zdrojové podpory), zkušenosti ukazují, že zvláště rozvoj naposledy uvedených činností je výrazně posílen spíše v souvislosti s určitou institucionální změnou směrem k větší autonomii dluhového manažera. Důvodem jsou relativně vysoké nároky na technické vybavení, informační servis a komunikaci a kvalifikaci příslušných pracovníků, které jsou mnohem hůře dosažitelné v rámci běžného provozu ministerstva financí; ten neumožňuje dostatečnou flexibilitu a upřednostnění těchto „neúřednických“ činností, které jsou přitom nutné z hlediska samotného jejich charakteru.

## 6. Závěr

Ve stati jsme se zabývali vybranými teoretickými a institucionálními aspekty moderní politiky dluhového managementu státu, přičemž jsme se snažili zachytit hlavní styčné body této oblasti – jež v poslední dekádě zaznamenává relativně dynamický rozvoj jak na poli akademického výzkumu, tak v praktické implementaci. Shrnutí jsme hlavní teoretická východiska koncipování optimální dluhové strategie a její konsekvence pro konstituování celkové kredibility hospodářské politiky a stabilního makroekonomického prostředí v otevřené ekonomice. Stručně jsou také posouzeny souvislosti dluhové politiky a flexibilního cílování inflace realizovaného politicky nezávislou centrální bankou.

Problém kredibility samotné politiky dluhového managementu a jejích determinant je dále konkretizován zejména v návaznosti na význam institucionálního uspořádání. Argumentace je vedena mimo jiné také paralelně s rétorikou centrálních bankéřů v souvislosti s implementací režimu cílování inflace. Důvodem je snaha autora poukázat na skutečnost, že obecné problémy transparentnosti, zodpovědnosti, politické nezávislosti a budování reputace v čase jsou relevantní pro jakoukoliv oblast veřejné politiky. Růst zájmu autorit ve vyspělých i rozvíjejících se zemích o vymezení efektivního operačního rámce dluhové politiky ovšem dokumentuje, že dluhový management si postupně v poslední dekádě vydobyl významné postavení při tvorbě hospodářské politiky a stal se neodmyslitelnou součástí její dlouhodobé koordinace.

V návaznosti na naznačené mezinárodní trendy se ukazuje, že případné úvahy centrální vlády a centrální banky o zvýšení kapacit a modernizaci českého dluhového managementu jsou zcela korektní. Jejich seriózní diskuze a potřeba realizace se vzhledem k fiskálnímu vývoji zintenzivňují a tradiční poukazování na nízké vládní zadlužení v mezinárodním srovnání přestává být relevantní a smysluplné. Aktivní přístup k řízení rostoucího státního dluhu není možný bez efektivního institucionálního a regulatorního rámce, bez podstatného navýšení operačního a analytického potenciálu a výkonnosti dluhové jednotky na MF a bez nasazení standardizovaných nástrojů komunikační strategie. Nelze očekávat, že řešení uvedených problémů je otázkou krátkodobého horizontu. Například transparentnost v cílovém strategickém benchmarku nelze zvýšit bez adekvátního makroekonomického modelového a simulačního rámce pro pravidelné vyrovňování očekávaných nákladů a rizik portfolia státního dluhu – jehož vývoj ovšem není triviální.

Pokud se v současnosti v různých souvislostech intenzivně hovoří o dlouhodobých rizicích rostoucího objemu státního dluhu ČR, logicky související širší odbornou diskuzí je také současná a budoucí podoba řízení této fundamentální veličiny. Z tohoto hlediska se také současná poptávka některých členů Poslanecké sněmovny PČR po komunikaci dluhové strategie centrální vlády, která se objevuje při schvalování zákonů o státních dluhopisových programech, jeví podle názoru autora zcela oprávněná a stává se tak dodatečným impulzem k přijetí opatření vedoucích k mezinárodní standardizaci a formalizaci dluhověpolitických institucí v ČR.

Domníváme se, že zcela korektní je zasazení této problematiky do souvislosti se zahájenou reformou veřejné správy a s probíhající diskuzí o koncipování fiskálního konsolidačního programu před vstupem země do EU. Předkládanou statí jsme se snažili dokumentovat, že politika dluhového managementu centrální vlády si zaslouží více pozornosti, než je jí nyní věnováno v aktuálním návrhu koncepce reformy veřejných rozpočtů. Přitom by neměly zůstat opominuty ani silné teoretické argumenty a zahraniční zkušenosti týkající se vyšší autonomie dluhového manažera. Oddělení dohledu nad dluhovou strategií a její reálné implementace přispívá významnou měrou k transparentnějšímu rámci a k posilování zodpovědnosti.

# Příloha

## Vybraní dluhovní manažeři, dluh a úrokové platby centrálních vlád\*

| země                                                     | dluhový manažer                                                                                               | rok vzniku         | vztah k MoF nebo SP                                                                   | dluh centrální vlády |                      | úrokové platby, v % HDP |
|----------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|----------------------|-------------------------|
|                                                          |                                                                                                               |                    |                                                                                       | v % HDP              | na hlavu, v EUR      |                         |
| AUTONOMNÍ DLUHOVÝ MANAŽER MIMO MoF/SP                    |                                                                                                               |                    |                                                                                       | (konec období)       |                      |                         |
| Irsko                                                    | NTMA – National Treasury Management Agency ( <a href="http://www.ntma.ie">www.ntma.ie</a> )                   | prosinec 1990      | reporting přímo ministru financí, MoF má konečnou kontrolu a generální supervizi      | 28,95 (2002)         | 9 426 (2001)         | 1,35 (2002)             |
| Island                                                   | NDMA – National Debt Management Agency ( <a href="http://www.lanasysla.is">www.lanasysla.is</a> )             | 1990               | supervize ministra financí                                                            | 34,98 (2002)         | 11 708 (30.11. 2002) | 2,23 (2002)             |
| Maďarsko                                                 | ÁKK Rt. – Government Debt Management Agency Ltd. ( <a href="http://www.allampapir.hu">www.allampapir.hu</a> ) | 1. 3. 2001         | společnost ve 100% vlastnictví státu, výkon vlastnických práv náleží ministru financí | 56,34 (2002)         | 3 745 (2002)         | 4,46 (2002)             |
| Německo                                                  | BRD Finanzagentur GmbH ( <a href="http://www.deutsche-finanzagentur.de">www.deutsche-finanzagentur.de</a> )   | 19. 9. 2000        | nezávislá společnost ve 100% vlastnictví státu                                        | 34,80 (2002)         | 8 523 (2001)         | 1,77 (2002)             |
| Portugalsko                                              | IGCP – Portuguese Debt Management Office ( <a href="http://www.igcp.pt">www.igcp.pt</a> )                     | prosinec 1996      | supervize a reporting ministru financí                                                | 62,58 (2002)         | 6 999 (2001)         | 3,05 (2001)             |
| Rakousko                                                 | ÖBFA – Austrian Federal Financing Agency ( <a href="http://www.oebfa.co.at">www.oebfa.co.at</a> )             | 1993               | společnost vlastněná ze 100 % státem zastupovaným MoF                                 | 57,83 (2002)         | 15 224 (2002)        | 3,10 (2002)             |
| Řecko                                                    | GAO – General Accounting Office ( <a href="http://www.mof-gl.k.gr">www.mof-gl.k.gr</a> )                      | červenec 1999      | nezávislá veřejná entita pod supervizí ministra financí a podávající mu zprávy        | 118,13 (2002)        | 13 292 (2001)        | 7,42 (2001)             |
| Slovensko                                                | ARDL – Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity ( <a href="http://www.pokladnica.sk">www.pokladnica.sk</a> )    | květen 2002        | rozpočtová organizace s vlastní kapitolou MoF                                         | 37,06 (2001)         | 1 578 (2001)         | 2,07 (2001)             |
| Švédsko                                                  | SND – Swedish National Debt Office ( <a href="http://www.rgk.se">www.rgk.se</a> )                             | 1789               | autonomní vládní agentura formálně podřízená MoF                                      | 50,01 (2002)         | 14 201 (2002)        | 2,79 (2002)             |
| Velká Británie                                           | UK DMO – UK Debt Management Office ( <a href="http://www.dmo.gov.uk">www.dmo.gov.uk</a> )                     | 1. 4. 1998         | exekutivní agentura formálně a legálně součástí HM Treasury                           | 37,87 (2002)         | 10 373 (2001)        | 2,01 (2002)             |
| SAMOSTATNÝ DLUHOVÝ MANAŽER V RÁMCI NEBO NA ÚROVNI SP/MoF |                                                                                                               |                    |                                                                                       |                      |                      |                         |
| Austrálie                                                | AOFM – Australian Office of Financial Management ( <a href="http://www.aofm.gov.au">www.aofm.gov.au</a> )     | 1. 7. 1999         | specializovaná agentura v rámci Commonwealth Treasury Portfolio                       | 9,02 (2002)          | 1 995 (2002)         | 0,82 (2002)             |
| Finsko**                                                 | Finance Unit – Finnish State Treasury ( <a href="http://www.valtiokonttori.fi">www.valtiokonttori.fi</a> )    | 1998               | autonomní SP je také dluhovým agentem se supervizí MoF                                | 43,70 (2002)         | 11 382 (2002)        | 2,74 (2002)             |
| Lotyšsko                                                 | Latvian State Treasury                                                                                        | 1991               | oddělená agentura SP podávající zprávy ministru financí                               | 14,98 (2001)         | 557 (2002)           | 0,90 (2000)             |
| Nový Zéland                                              | NZDMO – New Zealand Debt Management Office ( <a href="http://www.nzdm.govt.nz">www.nzdm.govt.nz</a> )         | červenec 1998      | direktorát The Treasury v rámci Asset and Liability Management Branch                 | 29,11 (2002)         | 4 504 (2002)         | 2,30 (30.6. 2001)       |
| Turecko                                                  | Undersecretariat of Treasury ( <a href="http://www.treasury.gov.tr">www.treasury.gov.tr</a> )                 | 9. 12. 1994 (1863) | v rámci SP domácí a zahraniční vypůjčování rozděleno do dvou generálních direktorátů  | 83,46 (2002)         | 2 371 (2002)         | 18,36 (2002)            |

| země                                             | dluhový manažer                                                                      | rok vzniku | vztah k MoF nebo SP                                                                        | dluh centrální vlády |                      | úrokové platby, v % HDP |
|--------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|----------------------|-------------------------|
|                                                  |                                                                                      |            |                                                                                            | v % HDP              | na hlavu, v EUR      |                         |
| MINISTERSTVO FINANCÍ JAKO DLUHOVÝ MANAŽER        |                                                                                      |            |                                                                                            | (konec období)       |                      |                         |
| I. generální direktorát (správa) státní pokladny |                                                                                      |            |                                                                                            |                      |                      |                         |
| Belgie                                           | Belgian Federal Public Debt Department – Debt Agency (www.treasury.fgov.be)          | říjen 1998 | agentura jako součást odboru veřejného dluhu v rámci úřadu SP v rámci MoF                  | 100,63 (2002)        | 25 470 (2002)        | 5,89 (2001)             |
| Francie                                          | AFT – Agency France Trésor (www.france-tresor.gouv.fr)                               | 8. 2. 2001 | agentura jako součást direktorátu SP v rámci ministerstva hospodářství, financí a průmyslu | 48,00 (2002)         | 11 037 (2001)        | 2,46 (2001)             |
| Itálie                                           | Dipartimento del Tesoro – Public Debt Direction (www.dt.tesoro.it)                   | 1991       | direktorát jako součást SP v rámci ministerstva hospodářství a financí                     | 92,28 (2002)         | 19 968 (2001)        | 6,18 (2002)             |
| Nizozemsko                                       | DSTA – Dutch State Treasury Agency (www.dutchstate.nl)                               | –          | agentura (direktorát) generálního direktorátu SP v rámci MoF                               | 42,53 (2002)         | 11 616 (2002)        | 2,69 (2002)             |
| Španělsko                                        | Tesoro Público (www.mineco.es/tesoro)                                                | –          | generální direktorát SP a finanční politiky v rámci ministerstva hospodářství              | 45,99 (2002)         | 7 456 (2002)         | 2,51 (2002)             |
| II. útvar ministerstva financí                   |                                                                                      |            |                                                                                            |                      |                      |                         |
| ČR***                                            | oddělení státních cenných papírů (www.mfcr.cz)                                       | 1990       | oddělení v rámci odboru státního závěrečného účtu MoF                                      | 17,46 (2002)         | 1 251 (2002)         | 0,82 (2002)             |
| Kanada                                           | Financial Markets Division (www.fin.gc.ca)                                           | –          | divize v rámci Department of Finance                                                       | 57,89 (31.3. 2002)   | 12 488 (30.11. 2002) | 3,50 (31.3. 2002)       |
|                                                  | CI&S – Canadian Investment and Savings (www.cis-pec.gc.ca)                           |            | speciální agentura zajišťující retailový dluhový program                                   |                      |                      |                         |
| Polsko***                                        | Public Debt Department (www.mf.gov.pl)                                               | 1998       | odbor v rámci MoF (se 4 odděleními)                                                        | 39,31 (2001)         | 2 004 (2001)         | 2,89 (2001)             |
| Slovinsko                                        | Public Debt Management Department (www.sigov.si/mf)                                  | –          | odbor v rámci MoF                                                                          | 26,91 (2001)         | 2 832 (2001)         | 1,56 (2001)             |
| CENTRÁLNÍ BANKA JAKO DLUHOVÝ MANAŽER             |                                                                                      |            |                                                                                            |                      |                      |                         |
| Dánsko****                                       | Government Debt Management Office – v sekci finančních trhů (www.national-banken.dk) | 1991       | Danmarks Nationalbank je dluhový agent; finální zodpovědnost zůstává na MoF                | 52,38 (2002)         | 17 404 (2001)        | 3,07 (2002)             |

poznámky: \* hrubý dluh centrální vlády nekonsolidovaný; údaje za rok 2002: odhad; SP = státní pokladna, MoF = ministerstvo financí

\*\* Před rokem 1998 byl cizoměnový dluh řízen v rámci MoF a domácí dluh v SP, ke sloučení v rámci SP došlo v souvislosti s přechodem na euro.

\*\*\* státní dluh (*state budget debt*)

\*\*\*\* Na řízení se podílejí dále sekce tržních operací, sekce účetnictví a sekce interního auditu.

prameny: (Cassard – Folkerts-Landau, 1997); (Hauth – Kocher, 2002); (Horman, 2002); IMF SDDS; IMF, WB (2002); internetové stránky a publikace národních dluhových manažerů a ministerstev financí; (Kalderen – Blommestein, 2002); MF ČR; (MFL, 2001); (MFSR, 2002); (Olden, 2001); OECD Main Economic Indicators (February 2003, pp. 37, 247); OECD Quarterly Labour Force Statistics (2002, no. 4, p. 198); (OECD, 2002b); (Sundararajan et al., 1997); (UK DMO, 2001a); vlastní výpočty a úprava.

## LITERATURA

- AGELL, J. – PERSSON, M. – FRIEDMAN, B. M. (eds.) (1992): *Does Debt Management Matter?* Oxford, Clarendon Press, 1992.
- ALESINA, A. – PRATI, A. – TABELLINI, G. (1990): Public Confidence and Debt Management: a Model and Case Study of Italy. In: Dornbusch, R. – Draghi, M. (eds.): *Public Debt Management: Theory and History*. Cambridge, Cambridge University Press, 1990, pp. 94–118.
- ALLEN, R. – TOMMASI, D. (eds.) (2001): *Managing Public Expenditure – A Reference Book for Transition Countries*. Paris, OECD, 2001.
- BARRO, R. J. (1995): Optimal Debt Management. Cambridge (MA), NBER, 1995 (WP 5327).
- BARRO, R. J. (1997): Optimal Management of Indexed and Nominal Debt. Cambridge (MA), NBER, 1997 (WP 6197).
- BARRO, R. J. (1999): *Notes on Optimal Debt Management*. Cambridge (MA), Harvard University, 1999. [http://post.economics.harvard.edu/faculty/barro/papers/p\\_debtmanage.pdf](http://post.economics.harvard.edu/faculty/barro/papers/p_debtmanage.pdf)
- BARRO, R. J. – GORDON, D. B. (1983): A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model. *Journal of Political Economy*, 1983, no. 4, pp. 589–610.
- BERNANKE, B. S. – LAUBACH, T. – MISHKIN, F. S. – POSEN, A. S. (1999): *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton (New Jersey), Princeton University Press, 1999.
- BLINDER, A. S. (1997): Is Government Too Political? *Foreign Affairs*, 1997, no. 6, pp. 115–126.
- BLINDER, A. S. (1999): *Central Banking in Theory and Practice*. Cambridge (MA), The MIT Press, 1999.
- BLOMMESTEIN, H. J. – THUNHOLM, E. C. (1997): Institutional and Operational Arrangements for Coordinating Monetary, Fiscal, and Public Debt Management in OECD Countries. In: Sundararajan, V. – Dattels, P. – Blommestein, H. J. (eds.): *Coordinating Public Debt and Monetary Management: Institutional and Operational Arrangements*. Washington, IMF, 1997, pp. 57–76.
- BOHN, H. (1988): Why Do We Have Nominal Government Debt? *Journal of Monetary Economics*, 1988, no. 1, pp. 127–140.
- BOHN, H. (1990): Tax Smoothing with Financial Instruments. *American Economic Review*, 1990, no. 5, pp. 1217–1230.
- BOOTHE, P. – REID, B. (1992): Debt Management Objectives for a Small Open Economy. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1992, no. 1, pp. 43–60.
- BULÍŘ, A. (1993): Státní dluh a inflace. *Politická ekonomie*, 1993, č. 1, ss. 3–19.
- CALVO, G. A. – GUIDOTTI, P. E. (1990): Indexation and Maturity of Government Bonds: an Exploratory Model. In: Dornbusch, R. – Draghi, M. (eds.): *Public Debt Management: Theory and History*. Cambridge, Cambridge University Press, 1990, pp. 52–82.
- CALVO, G. A. (1988): Servicing the Public Debt: the Role of Expectations. *American Economic Review*, 1988, no. 4, pp. 647–661.
- CASSARD, M. – FOLKERTS-LANDAU, D. (1997): Risk Management of Sovereign Assets and Liabilities. Washington, IMF, 1997 (WP 97/166).
- COE, P. – VAHEY, S. P. – WAKERLY, E. C. (2000): The Transparency and Accountability of UK Debt Management: A Proposal. Cambridge, *University of Cambridge*, 2000 (WP 0028).
- ČSE (1999): Postavení centrální banky – panelová diskuse. Praha, Česká společnost ekonomická, 1999 (14. seminář). [www.cse.cz/bulletin/sem14.html](http://www.cse.cz/bulletin/sem14.html)
- DOSTÁLOVÁ, M. – JANDA, L. (1998): Státní dluh a jeho aspekty. *Finance a úvěr*, 1998, č. 10, ss. 627–638.
- DVOŘÁK, P. (1999a): *Fiskální politika v prostředí neoklasických modelů reálné ekonomiky*. Praha, VŠE – katedra hospodářské politiky, 1999 (koreferát na diskuzním semináři č. 9/99).
- DVOŘÁK, P. (1999b): Finanční krize a veřejné finance. *Acta Oeconomica Pragensia*, 1999, č. 7, ss. 86–95.
- FALCETTI, E. – MISSALE, A. (2000): Public Debt Indexation and Denomination with an Independent Central Bank. Milano, Innocenzo Gasparini Institute for Economic Research, *Bocconi University*, 2000 (WP 169).

- FAVERO, C. – MISSALE, A. – PIGA, G. (2000): EMU and Public Debt Management: One Money, One Debt? London, *CEPR, Policy Report*, 2000, no. 3.
- FERRÉ CARRACEDO, M. – DATTELS, P. (1997): Survey of Public Debt Management Frameworks in Selected Countries. In: Sundararajan, V. – Dattels, P. – Blommestein, H. J. (eds.): *Coordinating Public Debt and Monetary Management: Institutional and Operational Arrangements*. Washington, IMF, 1997, pp. 96–163.
- GIAVAZZI, F. – PAGANO, M. (1990): Confidence Crises and Public Debt Management. In: Dornbusch, R. – Draghi, M. (eds.): *Public Debt Management: Theory and History*. Cambridge, Cambridge University Press, 1990, pp. 125–143.
- GRAY, S. (1996): *The Management of Government Debt*. London, CCBS Bank of England, 1996 (Handbooks in Central Banking 5).
- HAMPL, M. (1999): *Byrokracie a její chování v pojetí W. A. Niskanena – vybrané poznámky*. Praha, VŠE, katedra hospodářské politiky, 1999 (diskuzní seminář č. 8/99).
- HAUTH, E. – KOCHER, P. A. (2002): *Austria's Sovereign Debt-Management Against the Background of Euro Area Financial Markets*. Wien, Büro des Staatsschuldenausschusses, 2002.
- HORMAN, G. (2002): *Public Debt Management in New Zealand*. Wellington, The New Zealand Debt Management Office, October 2002. [www.nzdm.govt.nz/publications/publicdmnz/public-dm-nz.pdf](http://www.nzdm.govt.nz/publications/publicdmnz/public-dm-nz.pdf)
- IMF (1999): *Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies: Declaration of Principles*. Washington, IMF, 26. 9. 1999. [www.imf.org/external/np/mae/mft/code/eng/code2e.pdf](http://www.imf.org/external/np/mae/mft/code/eng/code2e.pdf)
- IMF (2001): *Revised Code of Good Practices on Fiscal Transparency*. Washington, IMF, 28. 2. 2001. [www.imf.org/external/np/fad/trans/code.pdf](http://www.imf.org/external/np/fad/trans/code.pdf)
- IMF, WB (2001a): *Guidelines for Public Debt Management*. Washington, IMF, WB, 21. 3. 2001. [www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/eng/guide.pdf](http://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/eng/guide.pdf)
- IMF, WB (2001b): *Developing Government Bond Markets: A Handbook*. Washington, IMF, WB 2001.
- IMF, WB (2002): *Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document*. Washington, IMF, WB, 21. 11. 2002. [www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2002/eng/pdf/112102.pdf](http://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2002/eng/pdf/112102.pdf)
- JENSEN, H. F. (2002): *Central Bank's Role in Reserve and Debt Management: The Danish Experience*. Washington, Conference at the IMF „Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems“, 16.–17. 9. 2002. [www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2002/gfs/eng/jensen.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2002/gfs/eng/jensen.pdf)
- KALDEREN, L. (1997): Debt Management Functions and Their Location. In: Sundararajan, V. – Dattels, P. – Blommestein, H. J. (eds.): *Coordinating Public Debt and Monetary Management: Institutional and Operational Arrangements*. Washington, IMF, 1997, pp. 79–95.
- KALDEREN, L. (1998): The Role of the Government in the Development of the Securities Markets. In: *Capital Market Development in Transition Economies: Country Experiences and Policies for the Future*. Paris, OECD, 1998, pp. 37–50.
- KALDEREN, L. – BLOMMESTEIN, H. J. (2002): The Role and Structure of Debt Management Offices. In: *Debt Management and Government Securities Markets in the 21st Century*. Paris, OECD, 2002, pp. 101–133.
- KANE, E. J. (1980): Politics and FED Policymaking: The More Things Change the More They Remain the Same. *Journal of Monetary Economics*, 1980, no. 2, pp. 199–211.
- KOTLÁN, V. (2001): Politická ekonomie nezávislosti centrální banky. Praha, *Studie Národohospodářského ústavu Josefa Hlávky*, červen 2001.
- KREINER, S. (2002): Overview of Policy Objectives and Characteristics of Public Debt and Debt Holdings. In: *Debt Management and Government Securities Markets in the 21st Century*. Paris, OECD, 2002, pp. 51–60.
- LEONG, D. (1999): The Theory of Debt Management. Washington, *II. Sovereign Debt Management Forum*, World Bank, 1999. [www.worldbank.org/pdm/pdf/leong.pdf](http://www.worldbank.org/pdm/pdf/leong.pdf)
- LUCAS, R. E. – STOKEY, N. L. (1983): Optimal Fiscal and Monetary Policy in an Economy without Capital. *Journal of Monetary Economics*, 1983, no. 1, pp. 55–93.
- MAGNUSSON, T. (1999): *Legal Arrangements for a Debt Office. Ninth OECD Emerging Markets Workshop*. Praha, OECD, June 1999. [www.worldbank.org/pdm/pdf/magnusson\\_legal.pdf](http://www.worldbank.org/pdm/pdf/magnusson_legal.pdf)

- MAGNUSSON, T. – BERGSTRÖM, P. (2000): *State Debt and Contingent Liability Management: Strategies for the Czech Republic*. World Bank's IDF Grant, Praha, MF ČR, září 2000. [www.mfcr.cz/static/IDF/En/State\\_debt.htm](http://www.mfcr.cz/static/IDF/En/State_debt.htm)
- MANDEL, M. – DVOŘÁK, P. (1995): K typologii rozpočtových deficitů. *Finance a úvěr*, 1995, č. 10 a 11, ss. 533–539 a 597–606.
- Ministerstvo financí ČR (2002a): *Předvstupní hospodářský program*. Praha, MF, 2002.
- Ministerstvo financí ČR (2002b): *Koncepce reformy veřejných rozpočtů*. Praha, MF, prosinec 2002.
- Ministry of Finance of Slovenia (2001): *Pre-Accession Economic Programme*. Ljubljana, MFS, 2001.
- Ministerstvo financí Slovenskej republiky (2002): *Predvstupový ekonomický program*. Bratislava, MF SR, srpen 2002.
- Ministry of Finance of the Republic of Latvia (2001): *Pre-Accession Economic Programme*. Riga, MFL, 2001.
- MISSALE, A. (1997): Managing the Public Debt: The Optimal Taxation Approach. *Journal of Economic Surveys*, 1997, no. 3, pp. 235–265.
- MISSALE, A. (1999): Tax Smoothing and Credibility: Evidence and Policy Implications. Washington. II. *Sovereign Debt Management Forum*, World Bank, 1999. [www.worldbank.org/pdm/pdf/missale.pdf](http://www.worldbank.org/pdm/pdf/missale.pdf)
- MISSALE, A. (2001): Optimal Debt Management with a Stability and Growth Pact. *Public Finance & Management*, 2001, no. 1, pp. 58–91.
- MISSALE, A. – GIAVAZZI, F. – BENIGNO, P. (2000): How Is the Debt Managed? Learning from Fiscal Stabilizations. Milano, Innocenzo Gasparini Institute for Economic Research, *Bocconi University*, 2000 (WP 174).
- OBSTFELD, M. (1990): Discussion: Confidence Crises and Public Debt Management. In: Dornbusch, R. – Draghi, M. (eds.): *Public Debt Management: Theory and History*. Cambridge, Cambridge University Press, 1990, pp. 146–152.
- OBSTFELD, M. (1994): The Logic of Currency Crisis. Cambridge (MA), *NBER*, 1994 (WP 43).
- OECD (2002a): *OECD Public Debt Markets: Trends and Recent Structural Changes*. Paris, OECD, 2002.
- OECD (2002b): *Central Government Debt Statistical Yearbook 1980–2000*. Paris, OECD, 2002.
- OLDEN, B. (2001): *Strategic Direction of the State Treasury Function in the Czech Republic*. World Bank's IDF Grant. Praha, MF ČR, leden 2001. [www.mfcr.cz/static/IDF/En/Treasury\\_Olden.htm](http://www.mfcr.cz/static/IDF/En/Treasury_Olden.htm)
- PAVELEK, P. (2002): Časová nekonzistence v hospodářské politice – akademické cvičení, nebo reálný problém? Praha, VŠE, katedra hospodářské politiky, 2002 (diskuzní seminář č. 1/2002).
- PAVELEK, P. (2003): Řízení státního dluhu České republiky. In: Žák M. a kol. (eds.): *Růst, stabilita a konkurenceschopnost: aktuální problémy české ekonomiky na cestě do EU*. Praha, Linde, 2003, ss. 186–212.
- PECCHI, L. – PIGA, G. (1999): The Politics of Index-Linked Bonds. *Economics and Politics*, 1999, no. 2, pp. 201–211.
- PERSSON, M. – PERSSON, T. – SVENSSON, L. E. O. (1987): Time Consistency of Fiscal and Monetary Policy. *Econometrica*, 1987, no. 6, pp. 1419–1431.
- PERSSON, T. – TABELLINI, G. (2000): *Political Economics: Explaining Economic Policy*. Cambridge (MA), The MIT Press, 2000.
- POLÁČKOVÁ-BRIXI, H. (2000): Fiskální rizika nejsou jen v deficitu. *Finance a úvěr*, roč. 50, 2000, č. 3, ss. 147–159.
- POSEN, A. (1995): Central Bank Independence and Disinflationary Credibility: A Missing Link? *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, 1995, no. 1.
- ROLPH, R. R. (1957): Principles of Debt Management. *American Economic Review*, 1957, no. 3, pp. 302–320.
- SUNDARARAJAN, V. – DATTELS, P. – BLOMMESTEIN, H. J. (eds.) (1997): *Coordinating Public Debt and Monetary Management: Institutional and Operational Arrangements*. Washington, IMF, 1997.
- SVENSSON, L. E. O. (2000): Open-Economy Inflation Targeting. Cambridge (MA), *NBER*, 2000 (WP 6545).
- Swedish National Debt Office (SNDO) (2002): *Government Debt Management in Sweden*. Stockholm, SNDO. [www.rgk.se/oliver\\_upload/upl2490-Debt-management.pdf](http://www.rgk.se/oliver_upload/upl2490-Debt-management.pdf) [cit.: 28. 2. 2002]

ŠAROCH, S. – PAVELEK, P. – ANDRLE, M. (2003): Rehabilitujeme fiskální makroekonomickou stabilizaci? *Politická ekonomie*, 2003, č. 3, ss. 373–390.

TOBIN, J. (1971): An Essay on the Principles of Debt Management. In: Tobin, J.: *Essays in Economics. Vol. 1. Macroeconomics*. Amsterdam, North-Holland, 1971, pp. 378–455.

TURNER, A. – JEAL, V. J. (2002): Investor Relations and Information Policy by OECD Sovereigns. In: *Debt Management and Government Securities Markets in the 21st Century*. Paris, OECD, 2002, pp. 149–168.

UK Debt Management Office (2001a): *Executive Agency Framework Document*. London, UK DMO. [www.dmo.gov.uk/publication/fwork0701.pdf](http://www.dmo.gov.uk/publication/fwork0701.pdf)

UK Debt Management Office (2001b): *DMO Annual Review 2000/2001*. London, UK DMO, 2001.

VIKRAMAN, S. (2001a): Independent Debt Management Office Project – Ministry Falters at the Threshold. *The Hindu Business Line*, 2. 4. 2001. [www.blonnet.com/businessline/2001/04/02/stories/140254pw.htm](http://www.blonnet.com/businessline/2001/04/02/stories/140254pw.htm)

VIKRAMAN, S. (2001b): Plans for Debt Management Office Put on the Backburner. *The Hindu Business Line*, 3. 9. 2001. [www.blonnet.com/businessline/2001/09/03/stories/050354sc.htm](http://www.blonnet.com/businessline/2001/09/03/stories/050354sc.htm)

VIKRAMAN, S. (2002): Debt Management Offices – The Changing Contours. *The Hindu Business Line*, 9. 9. 2002. [www.blonnet.com/bline/2002/09/09/stories/2002090900180900.htm](http://www.blonnet.com/bline/2002/09/09/stories/2002090900180900.htm)

WEBSTER, S. – FOGARTY, E. (2001): *Advisory Services on the Preconditions and Strategy for Building a Treasury Function in the Czech Republic*. World Bank's IDF Grant. Praha, MF ČR 2001 (únor). [www.mfcr.cz/static/IDF/En/Treasury\\_Webster.htm](http://www.mfcr.cz/static/IDF/En/Treasury_Webster.htm)

WHEELER, G. (1996): *New Zealand's Experience With Autonomous Sovereign Debt Management*. Wellington, The New Zealand Debt Management Office, November 1996.

WREN-LEWIS, S. (2000): The Limits to Discretionary Fiscal Stabilization Policy. *Oxford Review of Economic Policy*, 2000, no. 4, pp. 92–105.

## SUMMARY

JEL Classification: E58, E61, E62, H63

Keywords: accountability – central bank – credibility problem – debt agency – finance ministry – institutional framework – public debt management – transparency

## Public Debt Policy: Credibility and Institutions

Petr PAVELEK – University of Economics Prague; Ministry of Finance of the CR, Prague  
(pavelek@vse.cz)

The paper considers modern frameworks of public debt management from a credibility perspective. It focuses on the institutional and operational arrangements of effective debt management. In particular, the author seeks to shed light upon the contemporary problems of Czech debt manager compared with OECD and EU debt managers. The author calls for a broader public debate of public debt management in the Czech Republic, citing the country's increasing level of public debt and accession to the EU and EMU. The author suggests establishing a public debt-management office within the organizational structure of the Czech Ministry of Finance. It would functionally operate independent of both the ministry and the central bank. This is a crucial condition toward strengthening the credibility of Czech debt management and economic policy, the author concludes.