

Implikace fiskální politiky pro politiku měnovou

Vladimír Tomšík

Smilovice, 4. května 2010

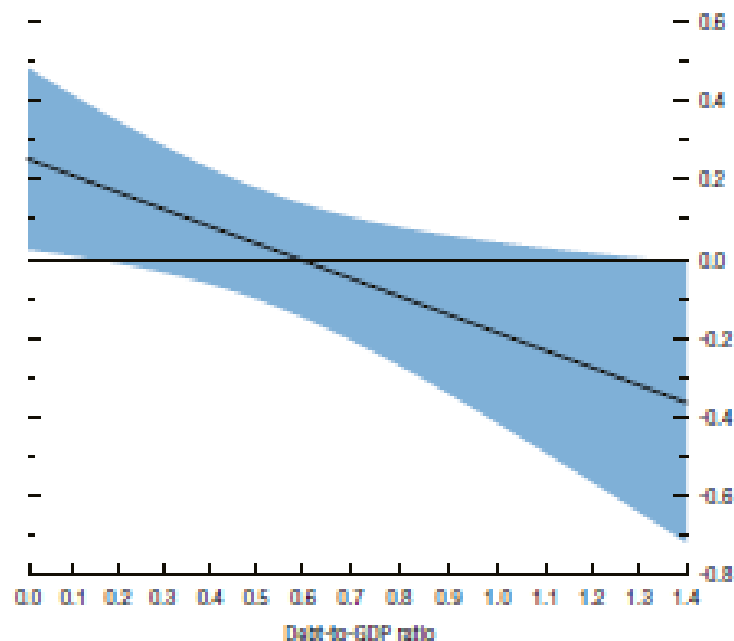
Odborný seminář Ministerstva financí ČR:
„České veřejné finance v globálním kontextu“

- Vazba fiskální a měnové politiky
 - Nástin teorie a empirie fiskálních multiplikátorů
 - Cenové dopady změn nepřímých daní a úrokové pravidlo ČNB
 - Poptávkové a další fiskální efekty a jejich zohlednění v prognostické praxi ČNB
 - parciální pohled přes složky HDP
 - používané makroekonomické modely ČNB („g3“ a QPM)
 - další přístupy a výzkum v oblasti
- Aktuální fiskální výhled ČNB
- Veřejné rozpočty a přijetí eura v ČR
- Vládní dluh, sazby a transmise měnové politiky
 - Vliv nákladů financování vlády na bankovní sazby
 - Využití vládních dluhopisů pro reakci měnové politiky v době krize

- Nástin teorie a empirie fiskálních multiplikátorů
 - Keynes: fiskální expanze v krátkém období stimuluje ekonomickou aktivitu
 - Alternativní pohled (tzv. ne-keynesovské efekty) – expanzivní působení fiskální konsolidace (doloženo empiricky, v ČR nejednoznačné)
 - Různá výše multiplikátorů v závislosti na struktuře a délce trvání fiskální expanze/restrikce, výchozí úrovni dluhu, míře otevřenosti ekonomiky atd. (konvenční odhady 0,1-1,2; ale mohou nabývat i záporných hodnot)
 - Kritika – M. Friedman (teorie permanentního důchodu snižuje efekt dočasných změn fiskální polit.), Rikardiánská ekvivalence, ekonomie strany nabídky
- Past likvidity (nízké úrokové sazby): neúčinná měnová politika, „spoléháme“ na účinnost fiskální politiky, ať nemusíme realizovat nekonvenční měnovou politiku

Figure 3.14. Relationship between the Impact of Fiscal Policy on the Strength of Recovery and the Debt-to-GDP Ratio

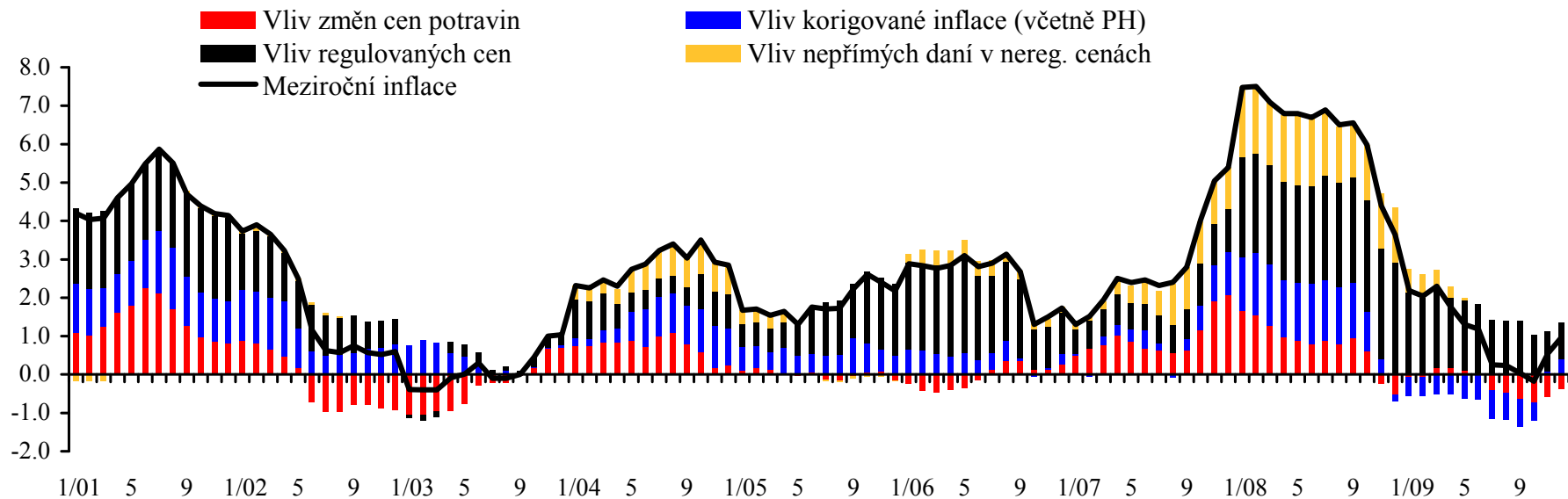
The impact of fiscal policy on the strength of recovery is weaker for economies that have higher levels of public debt relative to GDP.



Source: IMF staff calculations.

- S vyšší zadluženosti kolem 60 % HDP může fiskální politika ztrácet účinnost
- Fiskální konsolidace v těchto situacích může mít spíše pozitivní efekty (!)
- Příklad ne-keynesovských efektů v ČR – dopad vyšších výnosů státních dluhopisů na úrokové sazby hypoték (viz dále)

(IMF, WEO, April 2009)

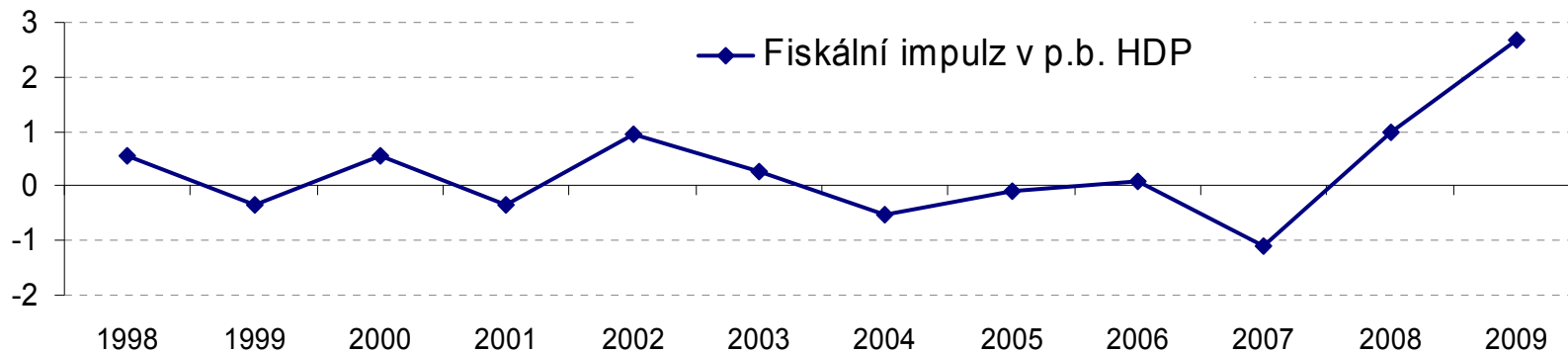


- **Změny nepřímých daní**
 - 2004 - zvýšení SD na tabákové výrobky, přesun většiny služeb do základní sazby DPH;
 - 2007 - zvýšení SD;
 - 2008 - zvýšení SD a snížené sazby DPH z 5 na 9 %
 - další významné dopady v roce 2010 (zvýšení SD a obou sazeb DPH o 1p.b.)
- Primární dopady změn nepřímých daní výjimkovány ex ante z reakční funkce ČNB (úrokové pravidlo zahrnuje měnověpolitickou inflaci), na sekundární dopady se reaguje

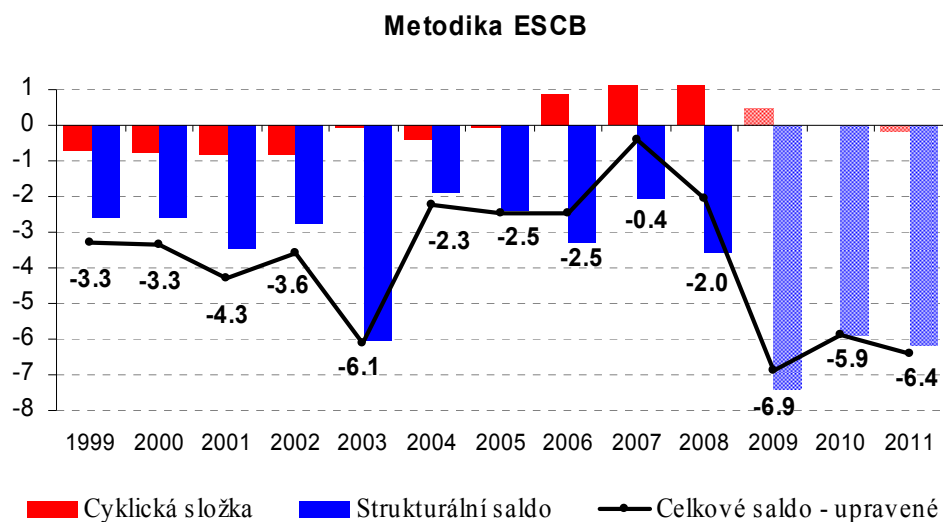
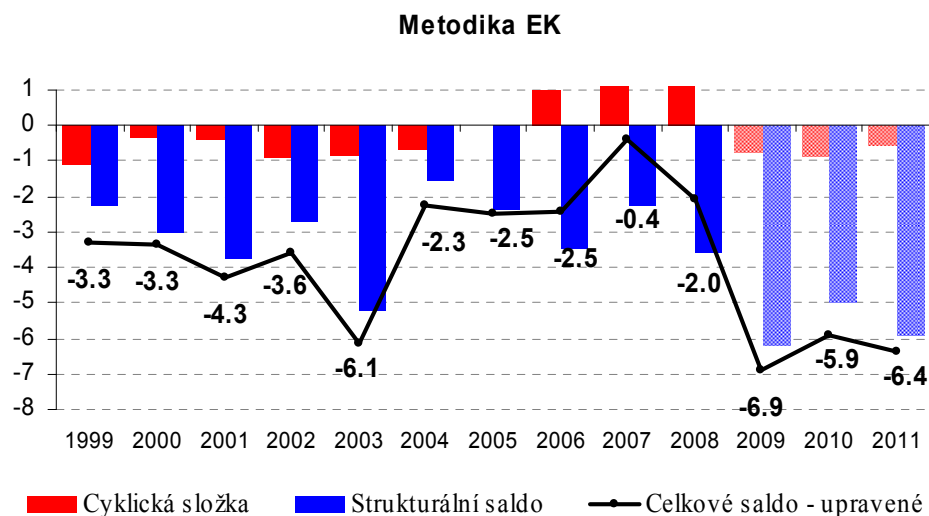
- Prognóza daní (DPFO, SZP), sociálních transferů obyvatelstvu a mezd v nepodnikatelské sféře vstupuje do prognózy disponibilního příjmu domácností, tj. i do prognózy reálné spotřeby domácností
- Prognóza spotřeby vlády vstupuje přímo do prognózy HDP jako hodnototvorná složka, informace o vládních investicích má indikativní význam
- Na prognóze je odhadnuto působení plánovaných změn nepřímých daní na inflaci, a to jak primárních tak sekundárních dopadů (resp. na deflátor spotřeby domácností)

- Aktuální přístup ČNB
 - **Predikční model „g3“** (DSGE model) zatím neobsahuje ucelený fiskální blok (běží výzkumný projekt)
 - Fiskální opatření jsou zapracovány do krátkodobé prognózy (NTF)
 - Exogenní fiskální proměnné modelu G3: spotřeba vlády a změny nepřímých daní
 - Na prognóze je do modelu zapracováno diskreční působení fiskálních opatření (dopad do technologií, nákladů financování podniků, příp. do rizikové prémie země a měnového kurzu)
 - Doplnující analýza makroekonomických dopadů čerpání EU fondů – fiskální impulz nikoli z domácí ekonomiky (1x ročně v Analýzách sladěnosti)

- QPM (předchozí jádrový predikční model ČNB)
 - Koncept fiskálního impulzu = příspěvek k růstu HDP, odhadnutý na 0,6 p.b. při změně poptávkově relevantního salda o 1 % HDP; vstupoval přímo do rovnice mezery výstupu v podobě rezidua



- QUEST – simulační model EK, obsahuje fiskální blok s fiskálním pravidlem (=stabilizace výše dluhu)
- SVAR – výzkum ČNB, v ČR krátké časové řady, proto problematické odhady
- Fiskální politika vstupuje do modelů (v závislosti na jejich typu) buď pouze skrze diskreční zásahy a nebo kompletně včetně vlivu automatických stabilizátorů

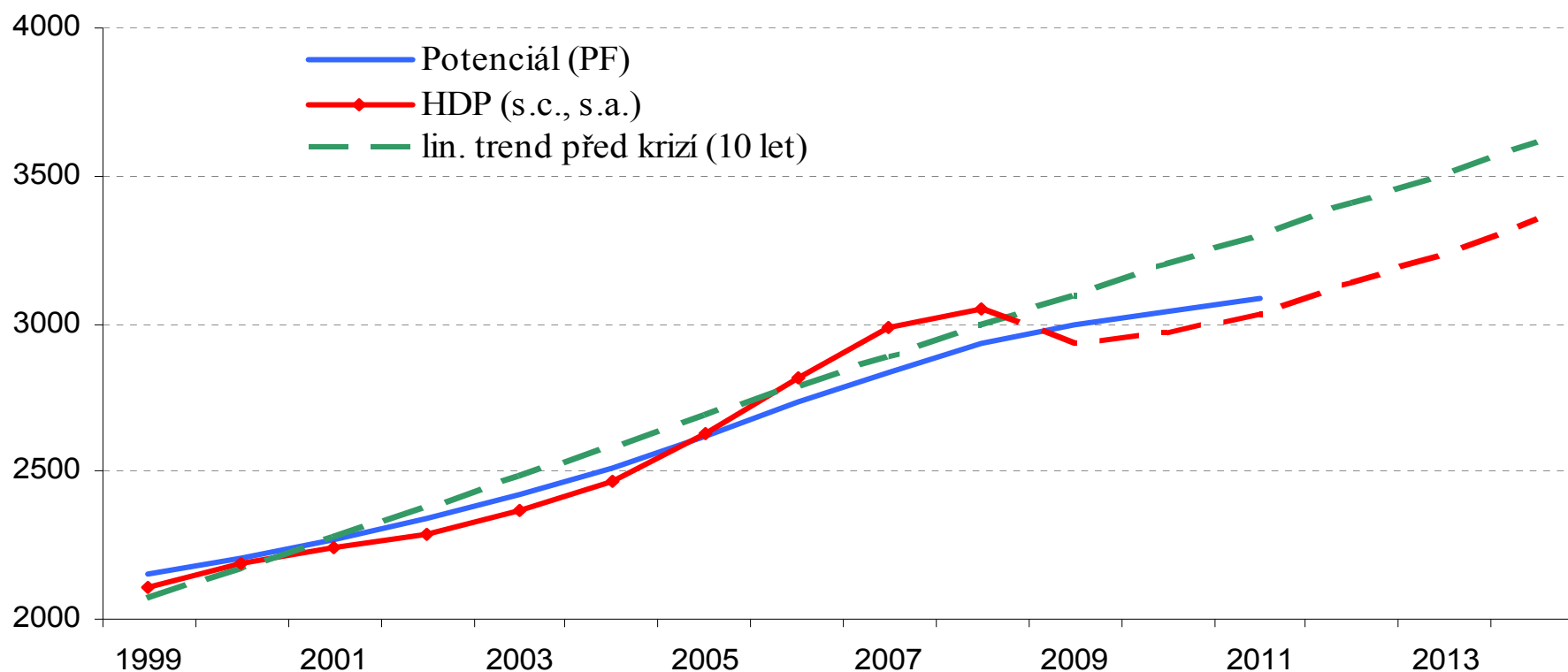


Pozn.: Salda upravená o mimořádné jednorázové operace.

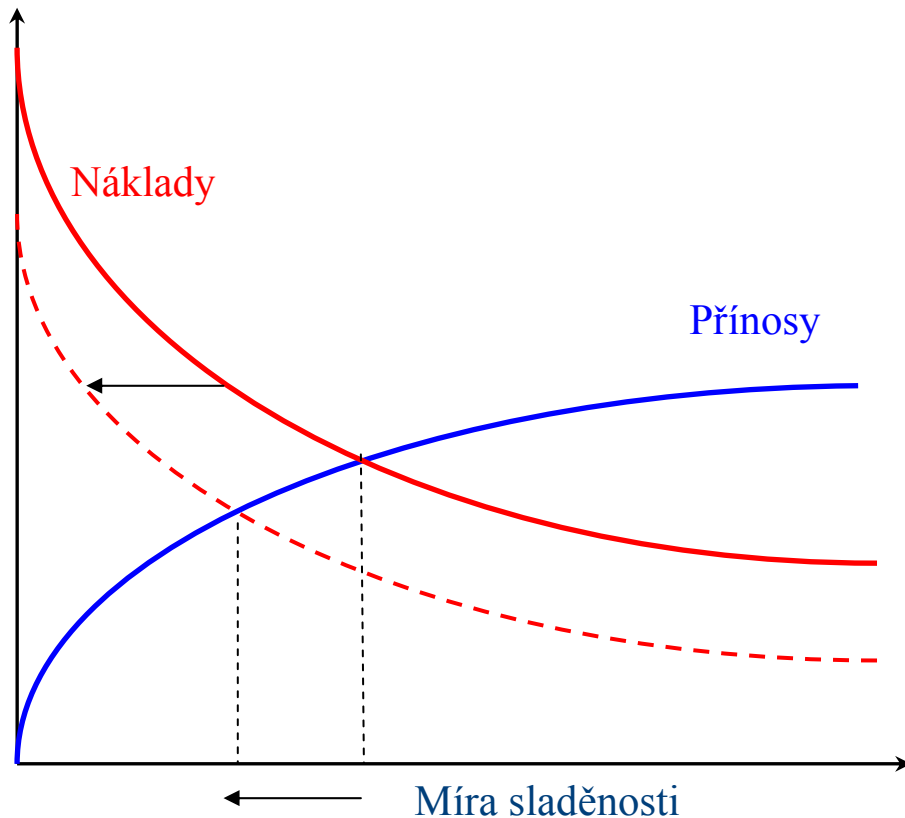
- Veřejné finance zatíženy neřešenými strukturálními problémy - strukturální deficit za posledních deset let v průměru kolem 3 % HDP
- Nedostatečná konsolidace v dobrých časech
- Významné prohloubení deficitu v roce 2009 taženo dopady protikrizového balíčku a výrazným zhoršením cyklického vývoje
- V nové prognóze dojde ke snížení očekávaných deficitů zejména vlivem nových dat.

- Finanční krize vedou k trvalé ztrátě úrovně potenciálního produktu.
- S tím se přirozeně snižuje úroveň příjmů veřejných rozpočtů.
- Veřejné výdaje však do roku 2009 rostly setrvačně dál, proto se strukturální schodek prohloubil a je třeba přistoupit ke konsolidaci, prioritně zaměřené na výdajovou stranu.

Úroveň HDP a potenciálního produktu (prognóza ČNB)



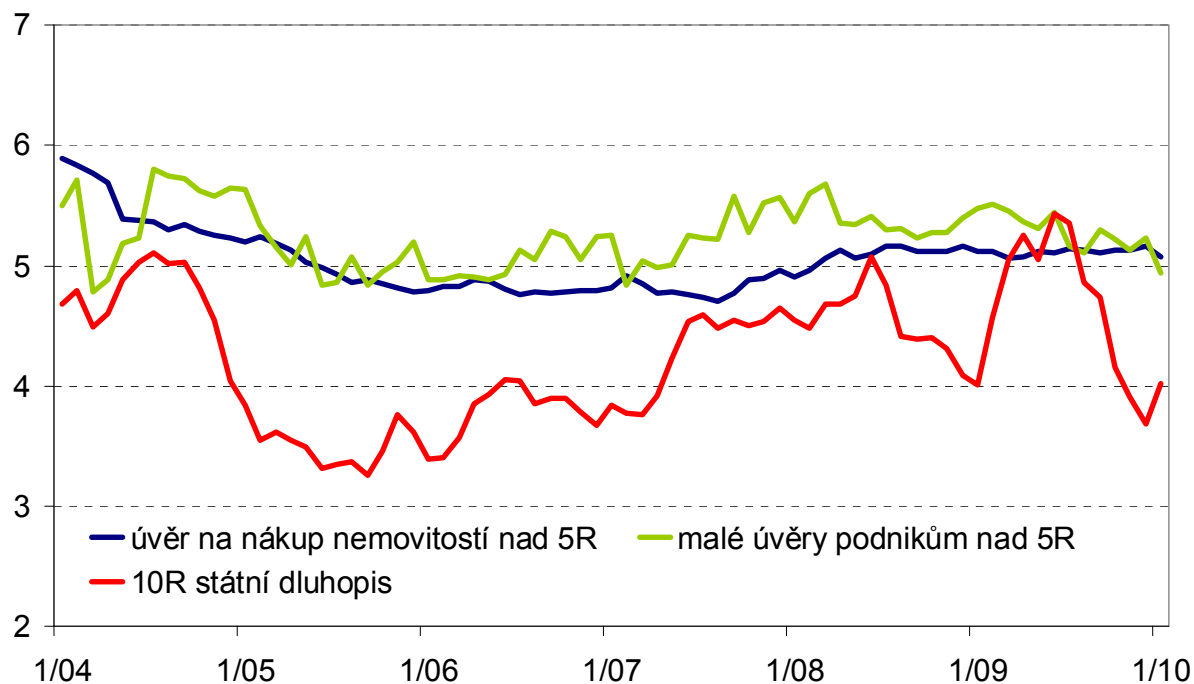
- Dosud schválená fiskální konsolidace („Janotův“ úsporný balíček) nezajistí snížení deficitu vládního sektoru na 3 % HDP v roce 2013
- Neplnění maastrichtského kritéria, resp. MTO pro deficit bariérou přijetí eura
- Další bezprostřední konsolidační strategii je třeba zaměřit na výdajovou stranu veřejných rozpočtů (snížení mandatorních výdajů, neefektivity u ostatních vládních výdajů...)
- K dalším výzvám fiskální politiky patří dlouhodobá udržitelnost veřejných financí (reforma penzí a zdravotního systému), stabilizace daňového systému, snížení atomizace veřejných rozpočtů, větší kontrola nad rozpočtovým procesem a dodržováním fiskálních cílů (vynutitelná fiskální pravidla) ...



- Proticyklická rozpočtová politika snižuje náklady přijetí eura – částečně nahrazuje ztrátu MP a měnového kurzu jako nástroje přizpůsobení
- Euro lze pak přijmout i s menší mírou sladění šoků
- Procyklická politika má přesně opačný efekt
- Proto nutné usilovat o splnění MTO, nikoli jen Maastrichtu (viz Strategie přijetí eura a Analýzy sladění).

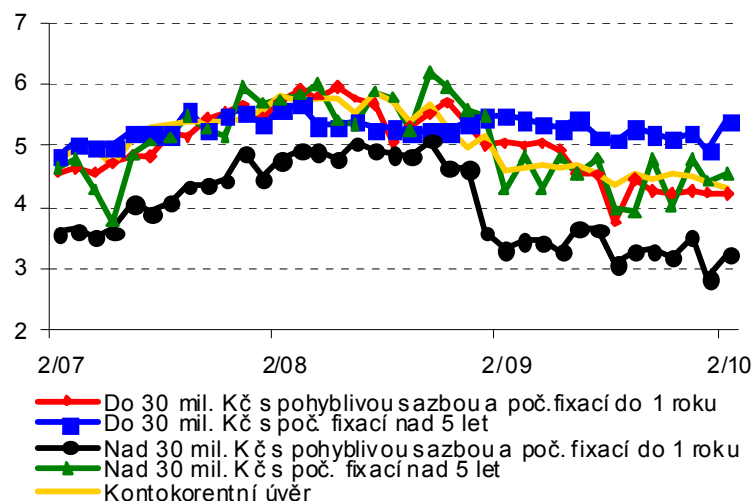
- Vliv nákladů financování vlády na bankovní sazby
 - V ČR zejména hypotéky s dlouhou splatností a malé úvěry podnikům s delší splatností
 - vliv výnosů 10R státního dluhopisu na hypoteční sazby v delším horizontu (během 3M se přenese zhruba 60 % změny)

Sazby z klientských úvěrů a výnosy státních dluhopisů (%)

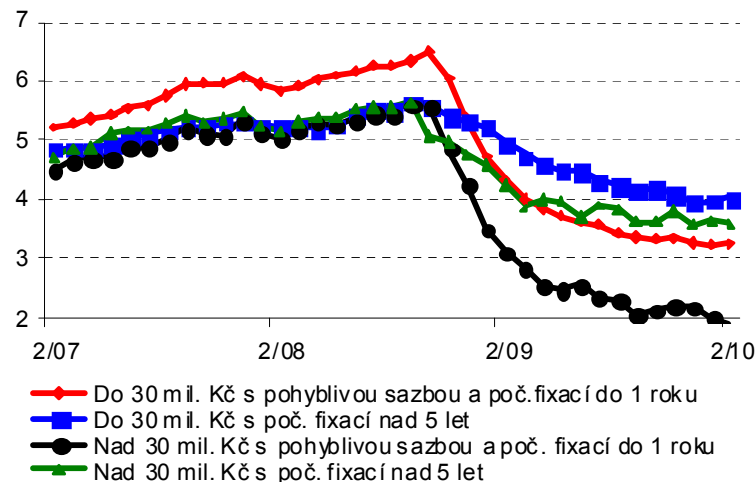


- Přetrvává rozdíl úrokových sazeb mezi ČR a eurozónou

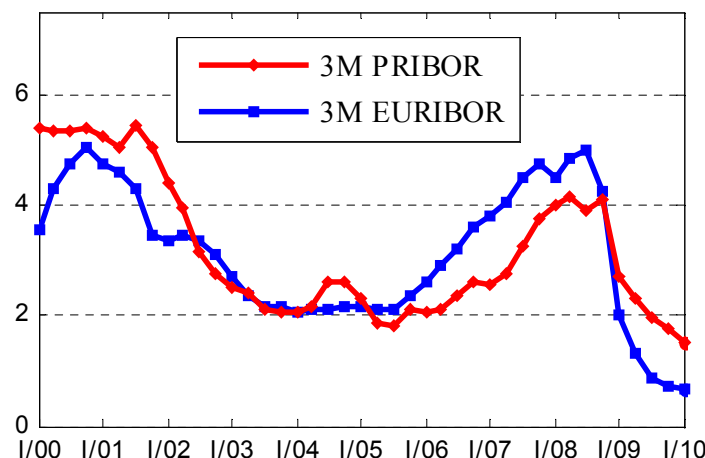
Úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům v ČR (nové obchody, v %)



Úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům v eurozóně (nové obchody, v %)

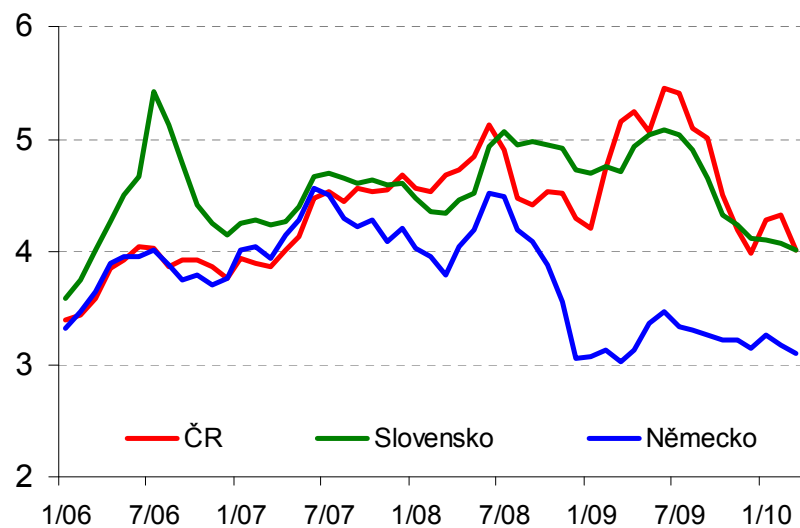


- Při stejných MP sazbách v ČR vyšší sazby na mezibankovním trhu
- Vliv nekonvenční měnové politiky ECB

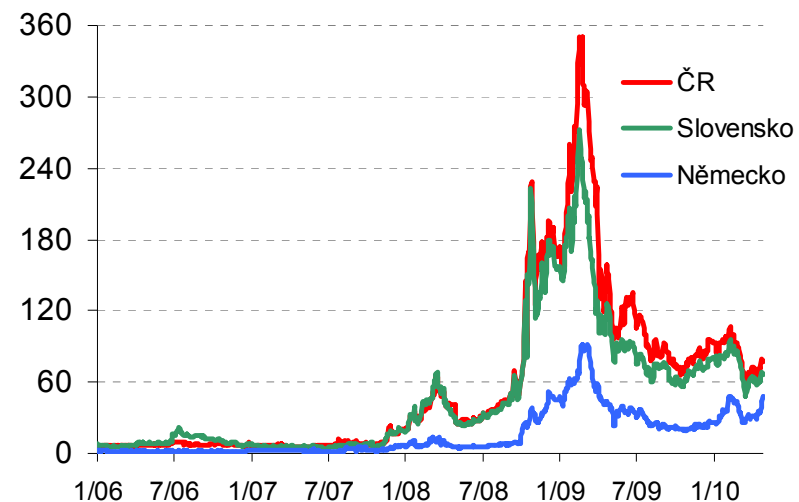


- Vývoj klientských úrokových sazeb i pod vlivem výnosů z vládních dluhopisů odrážejících rizikovou prémie země

Výnosy státních dluhopisů (10-letý; %)



Swap úvěrového selhání na státní dluhopisy (5-letý CDS; b.b.)



- Specifická situace v nedávné globální finanční a hospodářské krizi
 - problémy nedostatku likvidity a solventnosti, a následně past likvidity (volání po fiskální expanzi by teoreticky mělo být velmi účinné)
 - využití nákupu vládních bondů s cílem uvolnit měnové podmínky (nekonvenční měnová politika: množství a cenový efekt) – zejména BoE a Fed
- EMU – zaměření na podporu financování bank + zákaz měnového financování → nákup krytých dluhopisů
- ČNB nemusela přistoupit k nekonvenční MP, ale zaměřila se na rozhybání sekundárního trhu s vládními bondy a zprůchodnění transmise sazeb
 - zavedla dodávací REPO operace; zprůchodnila přijímání SD jako kolaterálu; FX swapy
 - oslabení kurzu koruny tlumilo propad poptávky po exportech

- Vliv fiskální politiky na chování ratingových agentur
- Vliv fiskální politiky na správu devizových rezerv
- Finanční krize – vývoj fiskální politiky – vývoj potenciálního produktu

www.cnb.cz

Vladimír Tomšík

Prezentace připravena ve spolupráci se
sekcí měnovou a statistiky ČNB

vladimir.tomsik@cnb.cz