

2. Vymezení indikátorů

- **Základní problém je výběr indikátorů**

Tato práce se nesnaží o interpretaci vnitřní a vnější rovnováhy prostřednictvím určitého vnitřně konzistentního a nutně velmi zjednodušujícího modelu, ale pomocí určité soustavy indikátorů. Tato soustava by měla co nejdokonalěji popsat rovnováhu na vnitřní a vnější straně ekonomiky a indikovat blížící se nerovnováhu. Proti tomuto požadavku stojí nutnost jednoduchosti a nezahlcování detailem. Výsledkem je výběr zhruba šesti hlavních indikátorů a několika odvozených na každou z rovnovah. Výběr indikátorů pokrývá základní aspekty vnitřní a vnější strany ekonomiky, vycházející z magického čtyřúhelníku. Ukazatele vnitřní rovnováhy obsahují kromě tří základních (produkt, inflace a nezaměstnanost) i další indikátory, které s předchozími úzce souvisí (vládní sektor, vztah mzdy-produktivita). Vnější rovnováhu představuje zejména struktura platební bilance (běžný účet, PZI, bilance výnosů), ale také finanční indikátory udržitelnosti sledované zejména zahraničními investory (míra zahraničního zadlužení, poměr krátkodobý dluh/celkový dluh, krytí importu devizovými rezervami). Tyto indikátory mají za cíl komplexně popsat vnitřní a vnější rovnováhu ekonomiky.

Každý popis indikátoru v následujících odstavcích bude obsahovat tyto údaje: přesnou definici, podle které probíhá statistické zjišťování, jaká instituce provádí toto zjišťování a v jaké periodě, nastínění jak indikátor působí na reálnou ekonomiku a jak ekonomika působí na něj a nakonec pokus o stanovení přirozené (referenční) hodnoty podle které se bude posuzovat rovnováha či nerovnováha.

2.1. Vnitřní rovnováha

- **Růst HDP a produkční mezer jsou hlavními indikátory vnitřní rovnováhy**

Prvním z indikátorů je *růst HDP* ve stálých cenách (reálný růst), který je uveden v %. Publikován je ČSÚ za čtvrtletí 70 dní po konci období. Je to základní indikátor vnitřní rovnováhy. Od HDP se odvíjí příjmy obyvatelstva a tak jejich životní úroveň (často aproximovaná poměrem HDP/obyvatel). HDP je také jeden ze základních hospodářsko-politických cílů.

Abychom mohli říci něco více o změně HDP a o jejích dopadech na ekonomiku, je velmi důležitý další indikátor a tím je *produkční meze*. Produkční mezeru publikuje MFČR ve své makroekonomické prognóze. Makroekonomická predikce je publikována kolem 25 dní po konci čtvrtletí. Produkční meze za dané čtvrtletí je publikována v druhé prognóze po období tj. údaje jsou dostupné za zhruba 115 dní. Pokud se ekonomika nachází v záporné produkční mezeře (tj. produkt se nachází pod svou potenciální úrovní, recesní meze), tak by růst HDP neměl způsobovat poptávkové tlaky na inflaci a na zvyšování nominálních úrokových sazeb (tzv. neinflační růst). Hospodářské politiky se tak mohou snažit další o zvyšování tempa růstu. Naopak v kladné produkční mezeře (inflační meze) může docházet k tlakům na růst inflace a zvyšování úrokových sazeb případně dalších nominálních charakteristik ekonomiky (peněžní zásoba). Ekonomika se tzv. „přehřívá“ a cílem hospodářských politik by mělo být její „schlazení“. Produkční meze má vždy svůj vrchol či dno až po obratu měřeném tempy růstu HDP. Produkční meze se začne snižovat až když skutečné tempo růstu protne potenciální tempo, což bývá přirozené až po vrcholech jednotlivých fází.

- **Produkční meze je rozdíl mezi skutečným a potenciálním produktem**

Základním ukazatelem vnitřní (ne)rovnováhy je rozdíl mezi skutečným a potenciálním produktem – výše popsaná produkční meze. Potenciální produkt a recesní mezeru počítá v ČR Ministerstvo financí. Výpočet vychází z Cobb-Douglasovy produkční funkce a udává úroveň HDP *při průměrném využití výrobních faktorů*, tedy nezávisle na pozici v obchodním cyklu. Růst potenciálního produktu lze rozložit na příspěvky pracovní síly, zásoby kapitálu a úhrnné produktivity výrobních faktorů (reziduální faktor). Vztah mezi skutečným a potenciálním produktem je základním vztahem na poli vnitřní rovnováhy.

- **Hlavní nominální charakteristikou ekonomiky je míra inflace**

Dalším indikátorem v pořadí je míra růstu cenové hladiny neboli míra inflace. Zde je v pojetí indexu spotřebitelských cen. Publikuje ji ČSÚ vždy měsíčně 8 dnů po skončení období. Inflace je důležitým indikátorem vztahu mezi domácí nabídkou a poptávkou, ostatně jako je cena na každém dílčím trhu. Čím větší je změna cen, tím větší je nerovnováha mezi nabídkou a poptávkou. Tento nesoulad se v otevřené

ekonomice může projevit také v saldu zahraničního obchodu nebo v měnovém kurzu. Odpověď na otázku, jak vysoká míra inflace je „rovnovážná“ z pohledu vývoje ekonomiky, není jednoznačná, ale z různých empirických studií vyplývá, že míra inflace nad 10 % je již škodlivá a působí proti hospodářskému růstu. Na opačném pólu je deflace (pokles cenové hladiny), která také prokazatelně působí protirůstově. Z uvedeného plyne, že rovnovážná inflace pro rozvinutou ekonomiku se pohybuje v kladných jednociferných hodnotách. Dalším aspektem inflace je její očekávatelnost, resp. rozptýl. Jinými slovy, aby nebyla inflace ekonomickým subjektům „na obtíž“, měla by být očekávaná a neměla by z roku na rok příliš kolísat.

Tato myšlenka se odráží v dalším indikátoru, jímž je odchylka skutečné míry inflace od průměrné míry inflace v dané fázi cyklu. Vychází se z myšlenky, že v ČR zatím proběhly čtyři fáze ekonomického cyklu: recese 1990–1993, expanze 1994–1996, recese 1997–1999 a konečně oživení 2000–2003. Vývoj v ČR se tak dá rozdělit na tyto čtyři fáze. Za každou fázi se spočte průměrná inflace a ta je odečtena od skutečné inflace v daném roce. Na ekonomiku pak působí neblahodárněji (a tak rovnovážně), pokud se míra inflace příliš neodchyluje od průměrné hodnoty. Je třeba říci, že míra inflace souvisí s poptávkovými faktory (zmiňované vztahy s produkční mezerou), ale též mohou působit nabídkové šoky, jako změna cen surovin či změna nominálního kurzu, které mohou krátkodobě vychýlit inflaci z její rovnovážné cesty.

- **Míru zadlužení vládního sektoru měří hrubý veřejný dluh**

Dalším důležitým ukazatelem vnitřní rovnováhy je hrubý veřejný dluh měřený jako podíl na HDP v %. Údaje o něm jsou ve vládní finanční statistice aktualizované vždy zhruba 180 dní po konci roku. Vyjadřuje míru zadlužení vládního sektoru, který se skládá z ústřední vlády a státních institucí, zdravotních pojišťoven, mimorozpočtových fondů a územně samosprávných celků. Přídomek „hrubý“ zde znamená neočištěný o pohledávky vládního sektoru. V našich podmínkách tvoří téměř 90 % státní dluh a významný je ještě rychle rostoucí dluh územně samosprávných celků. Nárůst veřejného dluhu je tak způsoben hlavně deficitním státním rozpočtem. Co se týče přijatelné hodnoty, bývá uváděna hranice z maastrichtských kritérií, která činí 60 % HDP. Kromě toho dynamika růstu veřejného dluhu by neměla být vysoká. Veřejný dluh souvisí s ekonomickou situací země – růstem HDP, podobně jako dluh každého občana a jeho příjmové situace – při růstu HDP by mělo docházet k tlakům na pokles veřejného zadlužení. Zvrátit tuto závislost mohou politiky vlády typu štedrých sociálních výdajů nebo zanedbávání potřebných reforem.

- **Saldo vládního sektoru vyjadřuje vztah vládního sektoru k ekonomice**

Ukazatel, který na roční bázi sleduje výsledek hospodaření vládních institucí, se nazývá saldo vládního sektoru. V pojetí zde uvedeném se jedná o saldo na bázi peněžních toků bez čistých půjček. Nalézt ho lze v třetí predikci MFČR po konci roku, tj. po 195 dnech. Ukazatel na bázi peněžních toků se počítá podle metodiky GFS na rozdíl od schopnosti/potřeby financování v pojetí národního účetnictví, která se odvozuje na základě akruálního, nákladově – výnosového principu. Akruální princip je věcně správnější, nicméně data z národního účetnictví jsou k dispozici později, podléhají revizím a mají krátkou časovou řadu. Čisté půjčky lze aproximovat příjmy z privatizace¹. Saldo bez čistých půjček je tedy zhruba saldo bez příjmů z privatizace, které jsou jednorázové a tudíž negativně ovlivňují ekonomický smysl salda veřejných financí. Jako přijatelný ukazatel lze zhruba použít maastrichtské kritérium deficitu veřejných financí, které činí 3 % (správně se ovšem počítá metodikou národního účetnictví, tedy ESA).

Na vývoj v oblasti veřejných financí působí (kromě hlavní determinanty, jíž je politika vlády) růst HDP neboť od něj se odvíjí daňové příjmy i výdaje. Pokud HDP roste, rostou i daňové příjmy a ceteris paribus se zlepšuje saldo veřejných financí. Zároveň můžeme očekávat pokles výdajů – při růstu HDP klesá nezaměstnanost a tím podpory v nezaměstnanosti a roste životní úroveň, což může způsobit pokles sociálních dávek. Pro analýzu vlivu salda vládního sektoru na ekonomiku je třeba rozdělit toto saldo na cyklickou a strukturální složku, související s potenciálním produktem. Vládní saldo ovlivňuje i vnější stranu ekonomiky. Souvislost mezi saldem veřejných financí a běžným účtem platební bilance ukazuje následující identita:

¹ Pro detailnější popis čistých půjček viz prognóza MFČR.

$$CAB = (Sp - Ip) + (Sg - Ig),$$

kde CAB je saldo běžného účtu Sp a Ip jsou privátní úspory a investice a Sg a Ig jsou vládní úspory a investice. Tato identita naznačuje souvislost mezi deficitem vládních financí a deficitem běžného účtu (tzv. dvojí deficit).

- **Míra nezaměstnanosti vyjadřuje stupeň využití pracovní síly**

Dalším indikátorem vnitřní rovnováhy je míra nezaměstnanosti. Zde je v pojetí registrované míry nezaměstnanosti (tj. počet nezaměstnaných = počet nezaměstnaných registrovaných na úřadu práce je v čitateli a ve jmenovateli jsou ekonomicky aktivní – zaměstnaní a nezaměstnaní, aktivně hledající práci – starší patnácti let). Publikuje ji Ministerstvo práce a sociálních věcí 9 dní po konci měsíce. Míra nezaměstnanosti vyjadřuje nesoulad mezi nabídkou a poptávkou na trhu práce. Pokud je vysoká nezaměstnanost je velký přebytek nabídky práce nad poptávkou a naopak. Nezaměstnanost (zejména ta dlouhodobá) má nepříznivé sociální dopady ve smyslu ztráty pracovních návyků, nazývané také hystereze. Náklady nezaměstnanosti jsou také významným výdajem státního rozpočtu. Velmi výrazné jsou náklady na snižování nezaměstnanosti.

Z makroekonomických dopadů je třeba zmínit substituci mezi mírou inflace a nezaměstnaností nazývanou Phillipsova křivka, která sice bývá občas zpochybňována, ale v ČR funguje relativně dobře. Faktory, které působí na míru nezaměstnanosti v ekonomice, se zejména týkají parametrů trhu práce - náklady na pracovní sílu, jednoduchost či složitost přijmutí nebo propuštění zaměstnance, velikost podpor v nezaměstnanosti případně sociálních dávek apod.

- **NAIRU je míra nezaměstnanosti nezvyšující inflaci**

Problém u míry nezaměstnanosti je s určením její „přirozené“ hodnoty. Pro analýzu makroekonomických dopadů se nyní nejvíce používá tzv. NAIRU, neboli míra nezaměstnanosti, která neakceleruje inflaci. Rovnovážná je taková míra nezaměstnanosti, při které se nemění míra inflace. Nižší než rovnovážná míra nezaměstnanosti tak znamená tlaky na růst inflace a naopak. Toto pojetí vychází z Phillipsovy křivky. Rovnovážná míra nezaměstnanosti je tak základem pro neinflační, z hlediska vnitřní rovnováhy udržitelný růst. NAIRU není přímo pozorovatelná veličina a není v ČR oficiálně publikována.

- **Rychlejší růst reálných mezd než produktivity práce vede k poklesu ziskovosti podniků a tlaku na růst cen**

Významným znakem tlaků na vnitřní rovnováhu je vztah mezi reálnými mzdami a produktivitou práce. Index reálné mzdy je podílem indexu nominální mzdy a CPI za shodné období a publikuje ji ČSÚ 55 dní po konci čtvrtletí. Souhrnná produktivita práce je počítána jako podíl HDP ve stálých cenách a korigovaného počtu pracovníků² a také ji zveřejňuje ČSÚ po zveřejnění údajů o HDP, tj. 70 dní po konci čtvrtletí. Pokud je růst reálných mezd vyšší než růst produktivity (ukazatel je kladný), potom dochází k tlakům na pokles ziskovosti podniků, který podniky mohou řešit cenovým růstem a tedy růstem míry inflace. Rovněž může předstihnout růst mezd před produktivitou vést k tomu, že růst domácí produkce nestačí růstu domácí absorpce (poptávky) a tak se může zhoršovat běžný účet (resp. bilance výkonů – zboží a služby). Pro omezení tlaků na cenový růst a vnější rovnováhu je žádoucí, aby tento ukazatel nedosahoval vysokých hodnot a aby co nejvíce reálného růstu mezd bylo „kryto“ růstem produktivity práce.

- **Národohospodářská míra úspor vytváří zdroje pro investice v ekonomice**

Míra národních úspor v kombinaci s mírou investic je jednou z nejrobustnějších charakteristik rovnováhy. Někdy bývá míra úspor a investic řazena do indikátorů vnější rovnováhy, stejně jako jejich rozdíl, saldo běžného účtu. Míra úspor vychází z národních účtů a je publikována ČSÚ za čtvrtletí 75 dní po konci období. Hrubá národní úspora je definována jako ta část národního disponibilního důchodu³, která není použita na konečnou spotřebu (není spotřebována) a tvoří tak doma vyprodukované zdroje na investice. Ve jmenovateli by se logicky měl objevit národní disponibilní důchod, ale pro dobrou porovnatelnost s mírou investic se používá i HDP, u něhož zůstaneme i v této stati. Míra úspor bezprostředně souvisí s běžným

² „Korekce spočívají především v zohlednění vedlejších pracovních poměrů, zahraničních pracovníků (zaměstnanců i podnikatelů) zjištěných z administrativních zdrojů a kategorií žen na mateřské dovolené, učňů a pracujících v cizině, které se bezprostředně nepodílejí na tvorbě HDP.“ (www.czso.cz)

³ Upraveného o změny čistého podílu domácností na rezervách penzijních fondů.

účtem a zprostředkovaně také s bilancí veřejných financí a s monetární situací (úrokové sazby, devizové kurzy, příliv přímých zahraničních investic apod.) Rovnovážná míra úspor se nijak nestanovuje, důležitá je interakce s mírou investic a s platební bilancí, ale tento komplexní vztah bude rozebrán dále.

- **Národohospodářská míra investic ukazuje na odložení spotřeby do příštích období**

Hrubá míra investic se definuje jako podíl tvorby hrubého fixního kapitálu + změna stavu zásob + čisté pořízení cenností na HDP. Veličina v čitateli se nazývá hrubá tvorba kapitálu a daleko největší veličinou v ní je tvorba hrubého fixního kapitálu. Hrubá míra investic tak ukazuje na nespotřebovanou část HDP v běžném roce, kde spotřeba je rozprostřena do období příštích. Toto ovšem neplatí beze zbytku, protože do investic nejsou zahrnuty předměty dlouhodobé spotřeby nakupované domácnostmi (jako třeba automobily), ale ani výdaje na výzkum a vývoj. Míra investic je publikována ČSÚ a vychází z národního účetnictví. Investice tvoří základ pro budoucí výrobu a spotřebu mohou tak předjímat růst produktu v středním a delším období. Naopak krátkodobě je míra investic nejlépe vidět v interakci s mírou úspor v saldu běžného účtu. O přirozené míře investic platí podobná poznámka jako u míry úspor.

2.2. Vnější rovnováha

- **Saldo běžného účtu je základním orientačním indikátorem vnější rovnováhy**

Prvním z indikátorů vnější rovnováhy je saldo běžného účtu platební bilance v % HDP. Běžný účet podle metodiky ČNB „zachycuje toky zboží (vývoz a dovoz) a služeb (příjmy a výdaje z dopravních služeb, cestovního ruchu a ostatních obchodních a neobchodních služeb), výnosy z kapitálu, investic a práce (úroky, dividendy, reinvestované zisky, pracovní příjmy) i kompenzující položky k reálným a finančním zdrojům poskytnutým či získaným bez protihodnoty (běžné jednostranné převody)“. Je základním indikátorem v oblasti vnější rovnováhy. Definičně je roven rozdílu mezi hrubou mírou investic a hrubou mírou úspor. Statistiku z oblasti platební bilance obstarává ČNB a čtvrtletní data jsou dostupná zhruba po 65 dnech.

Interakce běžného účtu s ekonomikou bude vysvětlena na deficitu běžného účtu (což je případ ČR). Při deficitu běžného účtu dostanou čeští rezidenti od zahraničí vyšší hodnotu (zboží, služeb, transferů) než do zahraničí vydají neboli musí zaplatit více deviz než přijali. Tento platební deficit může být vyrovnán přílivem kapitálu, zobrazeným na finančním účtu, nebo poklesem devizových rezerv, tj. devizových aktiv centrální banky. Tuto analýzu poněkud komplikuje bilance výnosů, kde v položce nákladů jsou zisky z přímých zahraničních investic. Tyto zisky se buď jako dividendy vracejí do země vlastníka zahraniční investice, což jediné vytváří poptávku po devizách a tlak na vnější rovnováhu nebo jsou to reinvestované zisky, které jsou podvojně zachycené na finančním účtu v přílivu přímých zahraničních investic. To však tlak na vnější rovnováhu nepředstavuje a tak u zemí s vysokým přílivem přímých zahraničních investic je třeba kromě běžného účtu sledovat i další indikátory (viz dále).

Faktory působící na vývoj běžného účtu jsou hlavně měnový kurz, fáze cyklu v domácí ekonomice i v zahraničí a další i mikroekonomické faktory (cla, legislativa atd.). Zásadní vztah mezi vnitřní a vnější rovnováhou je v otevřené ekonomice tento: při růstu HDP roste deficit výkonové bilance a naopak. Tento vztah bude analyzován i pro ČR (viz dále). Za přirozenou hodnotu deficitu běžného účtu bývá uváděna hranice 5 %, ale pro posouzení vnější rovnováhy je třeba zvláště v transformující se ekonomice větší sada indikátorů.

- **Běžný účet snížený o bilanci přímých zahraničních investic ukazuje na volatilní část krytí deficitu**

Přímé zahraniční investice jsou považovány za relativně bezproblémové financování deficitu běžného účtu, a proto se zvláště v posledních letech příliv zahraničních investic odečítá od deficitu běžného účtu. Navíc financování deficitu běžného účtu PZI nezvyšuje zahraniční zadluženost. Tento „očistěný“ běžný účet už je považován za problematický, poněvadž je financován kapitálem, pro který není problém v případě nepříznivého vývoje ekonomiky odplout do jiné země a vyvolat tak či posílit měnovou krizi (jako třeba v ČR v roce 1997). I tento indikátor vychází ze statistiky platební bilance, i když v ní explicitně uveden není. Faktory, které na něj působí a kterými působí on na ekonomiku již byly nastíněny v předchozím odstavci, zde přidáme jen faktory působící na přímé zahraniční investice – je to zejména politická

stabilita, struktura ekonomiky a vládní podpora jejich přílivu. Pozitivní efekty PZI spočívají zejména ve stimulaci hospodářského růstu, dostupnosti nových technologií a manažerských dovedností a přelévací efekty ve směru k domácím firmám. PZI mají i řadu rizik, např. vytvoření duální ekonomiky.⁴

- **Bilance výnosů ukazuje na ziskovost zahraničních investic**

Zajímavým indikátorem z pohledu ekonomiky, která prochází etapou vysokého přílivu zahraničních investic, je podíl bilance výnosů na HDP. Bilance výnosů vyjadřuje saldo výnosů z práce a investic domácí ekonomiky se zahraničím a je uvedena v platební bilanci. V ČR tvoří saldo náhrad zaměstnancům jen malou část výnosové bilance, která se pohybuje v červených číslech. Záporná bilance výnosů ale nevyjadřuje míru repatriace zisků, protože velká část zisků může být reinvestována a objeví se potom na finančním účtu v přílivu zahraničních investic podle zásady podvojnosti zachycení každé položky v platební bilanci. Ovšem ani pokud není zisk reinvestován do firmy, nemusí opustit republiku a může zde být investován jinak, např. vkladem v bance či nákupem cenných papírů.

Záporná bilance výnosů tak nemusí znamenat tlaky na vnější rovnováhu (ve smyslu poptávky po devizách) v celé své výši. Podle empiricky potvrzené⁵ teorie životního cyklu investice se na počátku trvání investice objevuje ztráta kvůli vysokým nákladům, později se objevuje zisk, který je ovšem z počátku reinvestován, a nakonec se investice dostává do fáze dospělosti, kdy je zisk dividendami přetahován zpět. Záporné saldo výnosové bilance tak znamená vnější nerovnováhu do míry repatriace zisků, která závisí na životním cyklu investice. Vzhledem k tomu, že PZI masivně připlouvají do ČR až v posledních několika letech, je možné se domnívat, že velká část pasivní bilance výnosů je reinvestována (bude to potvrzeno v další části).

- **Zahraniční zadluženost je souhrn závazků rezidentů vůči nerezidentům**

Dalším indikátorem vnější rovnováhy je zahraniční zadluženost, která se také udává v procentech HDP. Podle metodiky ČNB jde o „přehled finančních pasív sektorů tuzemské ekonomiky vůči nerezidentům ČR dluhového charakteru (tj. závazků se smluvně určenou dobou jeho splatnosti, za kterou náleží věřiteli výnos ve formě úroku).“ Do zahraniční zadluženosti se nezahrnují přímé ani portfoliové investice, jde tedy pouze o *dluhové* financování. Údaje o zahraniční zadluženosti zajišťuje ČNB a jsou dostupné 90 dní po konci čtvrtletí. Splátky dluhů se objevují s minusovým znaménkem v položce ostatních investic a úroky v bilanci výnosů a dlouhodobě tak působí deficitně na platební bilanci. Přirozenou orientační hodnotou této veličiny je hranice 40 %, od které se dá usuzovat na tendenci k vnější nerovnováze.

- **Poměr krátkodobý dluh/celkový dluh by neměl přesáhnout 40 %**

Další ze sady indikátorů je poměr krátkodobého dluhu k celkovému zahraničnímu dluhu země. O zahraničním dluhu země bylo pojednáno v minulém paragrafu. Tento ukazatel požaduje, aby minimálně 60 % z tohoto celkového zahraničního dluhu bylo dluhem dlouhodobým (nad 1 rok). Tato struktura zajišťuje stabilitu vůči zahraničí a investoři takovou zemi považují za bezpečnou – podobně je to i s dalšími indikátory vnější rovnováhy. Krátkodobý dluh je více nebezpečný ve smyslu možnosti rychlého zlikvidování pozice při prvních náznacích potíží ekonomiky.

- **Krytí importu zboží a služeb devizovými rezervami by se mělo pohybovat nejméně mezi 4-6 měsíci**

Poměr devizových rezerv ku měsíčnímu importu zboží a služeb vyjadřuje jak dlouho je teoreticky možné financovat příliv zboží a služeb bez nutnosti inkasovat devizy ze zahraničí. Ukazuje na dostatečnou výši devizových rezerv, která činí klidnými zahraniční investory. Vychází ze statistiky platební bilance a statistiky devizových rezerv ČNB.

- **Měnový kurz odráží většinu operací zaznamenaných v platební bilanci**

Většina operací zaznamenaných v platební bilanci (kromě např. již zmíněných reinvestovaných zisků) se v konečném efektu projeví v poptávce či nabídce deviz na devizovém trhu. Jako určitý finální indikátor vnější rovnováhy lze považovat stabilitu nominálního měnového kurzu, ve smyslu vyrovnané poptávky a nabídky deviz. Zde byl proto odvozen indikátor odchylky změny nominálního efektivního kurzu od průměrné změny v daném období (1994–2003). Je to proto, že určitý trend v posilování měnového kurzu je přirozený vzhledem k přibližování kurzu koruny paritě kupní síly. Takto konstruovaný indikátor očišťuje hodnotu od trendu a umožní tak

⁴ Podrobnější informace o efektech přímých zahraničních investic lze nalézt např. v BENÁČEK 2000.

⁵ Viz např. analýza NEWTON srpen 2003.

sledovat změnu kurzu v daném roce jako odchylku od rovnovážného trendu. Měnové kurzy jsou na devizovém trhu kotovány denně, pro výpočet nominálního efektivního kurzu viz blíže metodiku ČNB. Nominální efektivní kurz je k dispozici zhruba 10 dní po konci měsíce. Nominální kurz znamená, že je neočištěný o inflační diferenciál a efektivní znamená vážený průměr z kurzů zemí, s nimiž ČR obchoduje, kde vahou je podíl na zahraničním obchodu ČR. V ekonomice působí měnový kurz zejména na vývozce a dovozce, kdy oslabení kurzu znamená zdražení vývozů a zlevnění dovozů a naopak. Změna měnového kurzu je ekonomiku šokem a může způsobit fluktuace produktu (zvláště v malé otevřené ekonomice).

- **Reálný kurz vyjadřuje změnu konkurenční schopnosti země v daném období**

Reálný kurz spojuje dvě veličiny, které jsou důležité pro mezinárodní obchod a konkurenceschopnost země: nominální kurz a inflační diferenciál (rozdíl inflace mezi domácí zemí a zemí hlavních obchodních partnerů). Dostupný je na ČNB zhruba 30 dní po konci měsíce. Nejvíce zahraničního obchodu ČR je realizováno v rámci EU. Až do roku 1998 vykazovala ČR vyšší inflaci než EU a tak měl reálný kurz tendenci posilovat. Kladné hodnoty změny reálného kurzu ukazují na snižování konkurenceschopnosti země a naopak. Posilování nominálního kurzu zdražuje vývozy domácí země na zahraničních trzích a kladný inflační diferenciál zase vede k vyššímu růstu nákladů placených v domácí zemi (mzdy, energie, materiál) oproti firmám v zemích obchodních partnerů.