

TÉMA č.6

Otevřená ekonomika. Měnový kurz. Kurzové režimy. Zahraniční obchod. Platební bilance. Stabilizační politika v otevřené ekonomice.

Samostudium

I. Zopakovat základní teorii zahraničního obchodu.

Doporučená literatura: FRANK, R.H. – BERNANKE, B.S. *Ekonomie*. kapitola 28, s.719 - 738. Grada Publishing a.s. 2003. ISBN 80-247-0471-4.

II. Připravit prezentaci vývoje platební bilance a její částí včetně analýzy aktuálního vývoje:

Zdroj: ČNB. Zpráva o inflaci. kapitoly Platební bilance a Dovozní ceny, poslední vydání.

ČNB. Zpráva o vývoji platební bilance ČR.

http://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/platebni_bilance/index.html.

III. Evropský měnový systém – historie, současnost

Zdroj: BALDWIN R.- WYPLOSZ, Ch. *Ekonomie evropské integrace*. 1. vyd. Praha, Grada Publishing, a.s. Praha 2008, kapitola 15. 480 s. ISBN 978-80-247-1807-1.

IV. Teorie optimální měnové zóny, Masstrichtské konvergenční kritéria.

Zdroj: BALDWIN R.- WYPLOSZ, Ch. *Ekonomie evropské integrace*. 1. vyd. Praha, Grada Publishing, a.s. Praha 2008, kapitola 16 a 17.1. 480 s. ISBN 978-80-247-1807-1.

V. Krize důvěry v Evropě - dluhová krize Řecka

Články v časopise Economist, denníku Wall Street Journal apod.

6.1 Otevřená ekonomika

Ekonomiky po celém světě jsou v různé míře a intenzitě zapojeny do mezinárodního obchodu a do mezinárodních ekonomických vztahů obecně. Podle toho, nakolik jsou vazby a vztahy s vnějším světem pro danou ekonomiku důležité, rozdělujeme ekonomiky na uzavřené nebo otevřené. Toto rozdělení je ale velmi relativní, hranice mezi otevřenými a uzavřenými ekonomikami nejsou tzv. ostré. **Uzavřená ekonomika** disponuje obecně velkým vnitřním trhem a vztahy se zahraničím pro ni nebývají klíčové. Naopak pro **otevřené ekonomiky** platí, že mají spíše malý vnitřní trh a ekonomické vztahy s vnějším světem jsou pro ni důležité – ekonomický vývoj hlavních obchodní partnerů významně ovlivňuje vývoj samotné ekonomiky (viz Česká republika).

Otevřenost ekonomiky měříme pomocí tzv. **ukazatelů otevřenosti ekonomiky**: jsou to např.: poměr vývozu nebo dovozu zboží popřípadě i služeb k HDP nebo obrát zahraničního obchodu vztažený k HDP:

$$\frac{\text{vývoz}}{HDP} \quad (6.1)$$

$$\frac{\text{dovoz}}{HDP} \quad (6.2)$$

$$\frac{(\text{vývoz} + \text{dovoz})}{HDP} . \quad (6.3)$$

V ekonomické literatuře se o otevřené ekonomice hovoří tehdy, přesahuje-li jeden ze dvou prvně uvedených poměrů zhruba 40 %. Přesné hranice mezi uzavřenou a otevřenou ekonomikou ale neexistují. Následující tabulka uvádí příklady uzavřených a otevřených ekonomik.

Tabulka 1 Uzavřené vs. otevřené ekonomiky

Uzavřené ekonomiky

Země	Vývoz / HDP	Dovoz / HDP	Obrat / HDP
USA	12	17	29
SRN	47	40	87
Japonsko	18	16	34

Otevřené ekonomiky

Země	Vývoz / HDP	Dovoz / HDP	Obrat / HDP
ČR	80	75	155
Irsko	80	69	149
Belgie	89	86	175

Poznámka: Data za rok 2007. Vývoz a dovoz zboží včetně služeb.

Zdroj: Světová banka, říjen 2010.

6.2 Měnový kurz

6.2.1 Úvod do problematiky měnového kurzu

Nominální měnový kurz je poměr, v jakém se dvě měny navzájem směňují. Měnový kurz vyjadřuje počet jednotek domácí měny potřebný k nákupu jedné jednotky zahraniční měny např. 28 CZK za euro nebo 1,9 USD za euro. V tomto případě se jedná o tzv. přímou kotaci. Při nepřímé kotaci se vyjadřuje počet jednotek cizí měny potřebný na nákup jedné jednotky domácí měny. Např. kurz libry k americkému dolaru 1,675 USD/GBP¹. Nepřímý způsob kotace cizích měn se tradičně používá např. ve Velké Británii. Přímou kotaci měnového kurzu snadno převedeme na nepřímou a to pomocí obrácené hodnoty.

¹ Měny obchodované na mezinárodních devizových trzích mají ustálené označení - kód: české koruna CZK, americký dolar USD, britská libra GBP apod. Zdroj: ČNB, Kurzy devizového trhu, září 2010.

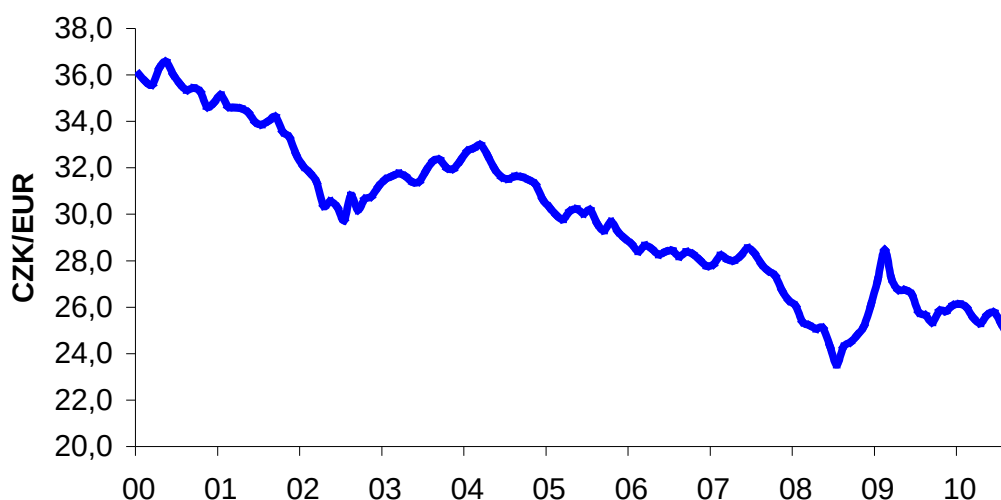
Tabulka 2 Kurzovní lístek České národní banky (platnost k 27.09.2010)

země	měna	množství	kód	kurz
Austrálie	dolar	1	AUD	17,522
Brazílie	real	1	BRL	10,685
Bulharsko	lev	1	BGN	12,566
Čína	renminbi	1	CNY	2,725
Dánsko	koruna	1	DKK	3,299
EMU	euro	1	EUR	24,575
Estonsko	koruna	1	EEK	1,571
Filipíny	peso	100	PHP	41,591
Hongkong	dolar	1	HKD	2,351
Chorvatsko	kuna	1	HRK	3,370

Pozn. Kurzy devizového trhu (tzv. fixing) jsou stanovovány Českou národní bankou na základě monitorování vývoje měn na mezibankovním devizovém trhu. Zveřejňované devizové kurzy vybraných měn odpovídají tomu, jak se jednotlivé měny obchodovaly na devizovém trhu ve 14:15 místního času. Kurzy devizového trhu slouží ve smyslu zákona o účetnictví a dalších právních norem pro neobchodní účely (ohodnocování závazků a pohledávek, daňová a celní řízení apod.). Devizové kurzy jsou stanovovány vždy ve 14:15 s platností na aktuální den.

Pokud je měna volně směnitelná, obchoduje se s ní na tzv. devizových trzích. Poptávka a nabídka měny pak určuje aktuální měnový kurz. Měnový kurz se proto může lišit každý den, každou hodinu, minutu a sekundu. V případě pohybu měnového kurzu na volném trhu rozlišujeme **zhodnocení (apreciaci)** a **znehodnocení (depreciaci)**. Zhodnocení domácí měny znamená snížení počtu jednotek domácí měny, které musíme zaplatit za jednu jednotku zahraniční měny. Zvyšuje se cena domácí měny v jednotkách zahraniční. Např. pohyb české koruny z 30 CZK za euro na 28 CZK za euro je posílením. Obrácený pohyb je oslabením: za jednu jednotku zahraniční měny musíme zaplatit více jednotek domácí měny. Posílení domácí měny budeme označovat jako pokles měnového kurzu: $E \downarrow$; oslabení domácí měny jako růst měnového kurzu: $E \uparrow$.

Obrázek 1 Vývoj české koruny vůči euru



Zdroj: ČNB, Systém časových řad ARAD, září 2010.

V některých případech se pro změny kurzu používají jiné pojmy a to **devalvace** a **revalvace**. V obou případech se jedná o administrativní změnu pevného měnového kurzu: v případě devalvace zvýšení devizového kurzu, v případě revalvace snížení. Pevný měnový kurz není určován trhem ale veřejnou autoritou: státem či centrální bankou. A ta rozhoduje o případné změně kurzu. Tržní síly poptávky a nabídky zde nehrají roli.

Reálný měnový kurz chápeme jako množství zboží, které lze za daný počet jednotek měny koupit v zahraničí v poměru k množství zboží, které lze za stejný počet jednotek měny koupit v domě. Nebo-li se jedná o poměr vnější a vnitřní kupní síly domácí měny. Domácí cenová hladina je rovna P . Zahraniční cenová hladina v domácí měně se vypočte jako násobek tržního (nominálního) devizového kurzu (E) a zahraniční cenové hladiny (P_f), čímž zahraniční cenovou hladinu vyjádříme v domácí měně:

$$R = \frac{E \cdot P_f}{P}. \quad (6.4)$$

Reálný měnový kurz je index – bezrozměrné číslo – sám o sobě nic nevypovídá, zatímco porovnání jeho hodnot v čase ano. V souvislosti s pohybem reálného kurzu

hovoříme o reálném zhodnocení a reálném znehodnocení. **Reálné zhodnocení** ($\downarrow R$) znamená, že cena domácího zboží v zahraniční měně roste (cena zahraničního zboží v domácí měně klesá). **Reálné znehodnocení** ($\uparrow R$): cena domácího zboží v zahraniční měně klesá (cena zahraničního zboží v domácí měně roste). Ke změně reálné hodnoty kurzu dochází buď změnou nominálního kurzu E nebo změnou cenových hladin P a P_f . Je-li růst cen doma vyšší než v zahraničí, dochází k reálnému zhodnocení domácí měny. Je-li ale domácí míra inflace nižší než zahraniční, jedná se o reálné znehodnocení.

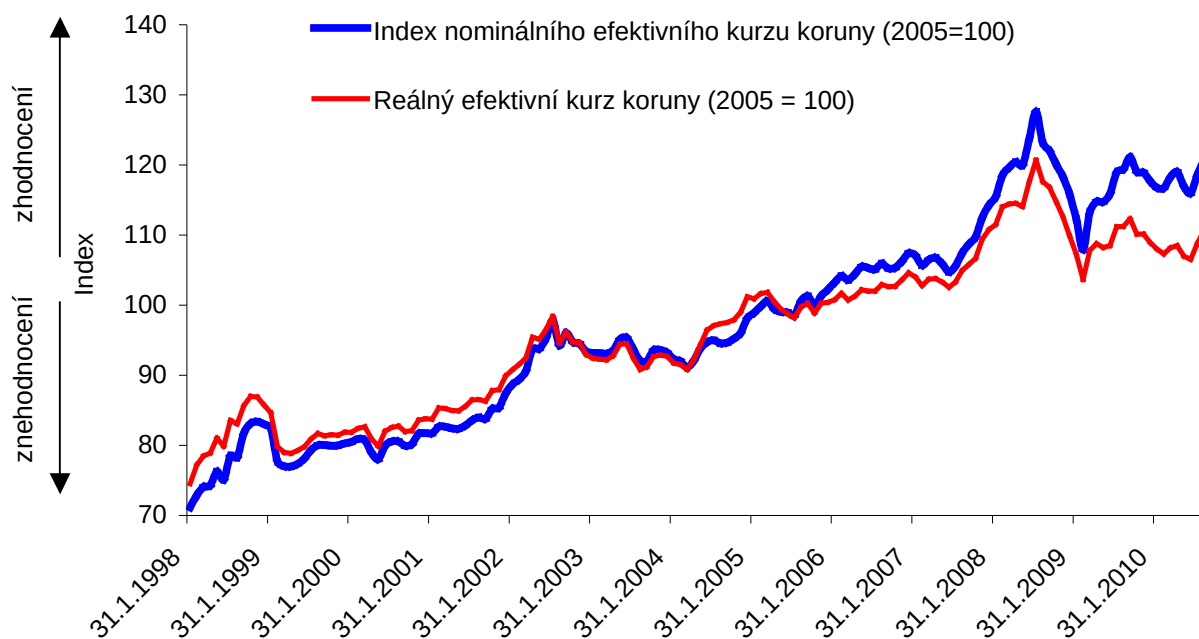
Tabulka 3 Reálné zhodnocení středoevropských měn – rozklad na zdroje

1993-2005	ČR	Maďarsko	Polsko	Slovensko
Reálné zhodnocení	4,4	3,4	2,9	3,5
Inflační diferenciál	3,6	10,4	8,7	4,2
Nominální zhodnocení	0,8	-6,9	-5,8	-0,7

Pozn: jedná se o průměrné roční změny vůči eurozóně v období 1993-2005.
Převzato z Baldwin (2008)

Efektivní měnový kurz je index vyjadřující váženou průměrnou hodnotu měnového kurzu vůči měnám obchodních partnerů. Jako váha může být použit buď podíl příslušné země na vývozu, dovozu či obratu zahraničního obchodu. Tento index je někdy označován za multilaterální měnový kurz (multilateral exchange rate) nebo měnový kurz vážený zahraničním obchodem (trade-weighted exchange rate). Očistíme-li efektivní měnový kurz o rozdíl v cenovém vývoji mezi domácí ekonomikou a jejími obchodními partnery (o tzv. cenový diferenciál), získáme reálný efektivní měnový kurz. Reálný efektivní kurz vyjadřuje relativní cenu domácího zboží vůči ceně zboží obchodních partnerů a patří mezi ukazatele mezinárodní konkurenceschopnosti ekonomiky, přičemž zhodnocení reálného měnového kurzu mezinárodní konkurenceschopnost snižuje.

Obrázek 2 Vývoj nominálního a reálného efektivního kurzu



Zdroj: ČNB. ARAD – Systém časových řad, září 2010.

Upozornění: ČNB definuje jako posílení pohyb kurzu nahoru a oslabení jako pohyb kurzu dolů. A za váhu jednotlivých měn v indexu byl zvolen obrat v zahraničním obchodě (součet vývozu a dovozu). Nominální efektivní kurz je deflován cenami průmyslových výrobců.

6.2.2 Teorie měnového kurzu

Základní teorií měnového kurzu je **parita kupní síly – PPP** (purchasing power parity). Tato teorie vychází ze zákona jediné ceny: cena mezinárodně obchodovaného zboží při poměrně nízkých dopravních nákladech musí být všude stejná. V opačném případě by bylo výhodné statek v zemi, ve které by byl levnější koupit a prodat ho v zemi, kde se prodává za vyšší cenu. Tzv. **arbitráž** povede k vyrovnání cen zboží a služeb vyjádřených v jedné měně.

PPP vysvětluje pohyb směnného kurzu měn dvou zemí změnami cenových hladin popřípadě rozdílem v inflacích v těchto zemích. PPP je v praxi používána k analýze vývoje kurzu v dlouhém období. Teorie PPP má dvě verze:

Absolutní verze PPP

$$E = P/P^* \quad (6.5)$$

Relativní verze PPP

$$\% \Delta E = \pi - \pi^* \quad (6.6)$$

Z rovnic vyplývá, že měna ekonomiky s dlouhodobě vyšší cenovou hladinou / mírou inflací má tendenci oslabovat ($\uparrow E$). Jinými slovy, slabší nominální měnový kurz musí kompenzovat vyšší domácí cenovou hladinu, aby i nadále platila rovnost (parita) mezi domácí a zahraniční cenovou hladinou přepočtenou do domácí měny.

Teorie PPP selhává při předvídání krátkodobých změn měnových kurzů. Příčin je hned několik:

1. ne všechno zboží je mezinárodně obchodované a přiměřeně standardizované (viz Balassaův a Samuelsonův efekt)
2. dopravní náklady mohou být značně vysoké
3. existence obchodních bariér deformuje ceny
4. na mezinárodních trzích může panovat nedokonalá konkurence atd.

Box 1 Balassův a Samuelsonův efekt

Ekonomové Bel Balassa a Paul Samuelson nezávisle na sobě se zabývali vztahem mezi růstem produktivity práce (neboli produktem na hlavu) a zhodnocováním měn. Vycházeli z pozorování, že v ekonomikách s dlouhotrvajícím růstem produktivity práce dochází k trvalému reálnému zhodnocování měny. K reálnému zhodnocení dochází jednak prostřednictvím zhodnocení nominálního kurzu a jednak růstem domácí cenové hladiny. A právě v ekonomikách, které mají nižší ekonomickou úroveň (tj. nižší produkt na hlavu) než vyspělé ekonomiky, roste trvale produktivita práce. Výroba v těchto zemích se stává sofistikovanější, roste přidaná hodnota produktů a s ní i cena produkce. Výsledkem bude rychlejší růst cen (neboli vyšší inflace) než ve vyspělých ekonomikách. Reálný měnový kurz bude posilovat, aniž by nutně musel posilovat nominální měnový kurz.

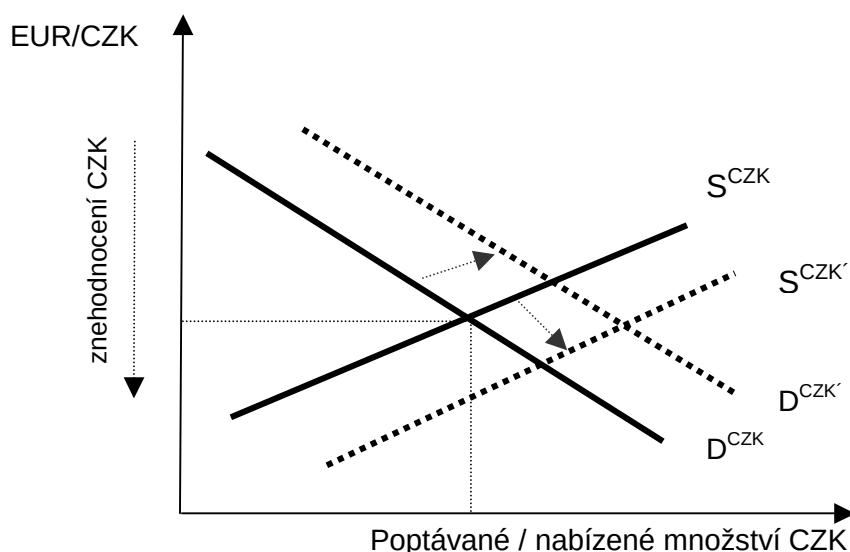
Balassův a Samuelsonův efekt lze také vysvětlit pomocí rozdílu v produktivitách práce v sektoru obchodovatelného a neobchodovatelného zboží. Zatímco produktivita práce v sektoru neobchodovatelného zboží (tj. např. poštovní služby, kadeřnické služby) se mezi vyspělými a rozvíjejícími se ekonomikami příliš neliší (v původním modelu je rozdíl nulový), produktivita práce v obchodovatelném sektoru se může lišit významně. Problém je v tom, že mzdy v dané ekonomice v obou sektorech se ale příliš neliší a čím vyšší je produktivita práce v sektoru obchodovatelného zboží, tím vyšší jsou i mzdy v celém hospodářství. Úroveň mezd se pak promítne i do úrovně cen. Takže ve vyspělých ekonomikách je produktivita práce v sektoru obchodovatelného zboží vysoká, vysoká je tedy i úroveň mezd a cen. V rozvíjejících se ekonomikách, kde produktivita práce v sektoru obchodovatelného zboží roste trvale roste, rostou i mzdy a ceny a to rychleji než ve vyspělých ekonomikách. Dochází tak k reálné apreciaci národní měny. Balassa a Samuelson tak spojili růst produktivity práce s růstem relativních cen.

Mnohé odhady Balassova a Samuelsonova efektu tvrdí, že rozdíly mezi relativními cenami obchodovatelného a neobchodovatelného zboží nejsou schopny vysvětlit zcela bezesbýtku pozorované reálné posílení měn (např. Cincibuch a Podpiera, 2004).

Zatímco model PPP se používá k determinaci kurzu v dlouhém období, v krátkém období používáme jiný model determinace měnového kurzu, a to **model poptávky a nabídky na devizovém trhu**. Poptávka např. po CZK na devizovém trhu, tj. nabídka zahraniční měny, je určena poptávkou po českém vývozu. Kdokoliv chce koupit český produkt / české aktivum musí nejprve směnit svoji vlastní měnu a koupit českou měnu a za tu daný nákup provést. Když CZK znehodnocuje (kurz deviza / CZK klesá), cena českého zboží v zahraniční měně klesá, poptávka po českém zboží roste a s ní i poptávka po CZK. Křivka poptávky po CZK je klesající.

Nabídka CZK je poptávkou domácích (českých) subjektů po zahraniční měně a je odvozena od poptávky domácích subjektů po zboží a aktivech dovážených ze zahraničí. Při zhodnocení měny cena zahraničního zboží v korunách klesá a proto nabídka CZK roste. Křivka nabídky CZK je proto rostoucí. Průsečík nabídky a poptávky po měně určí tzv. (základní) rovnovážný měnový kurz. Rovnovážný měnový kurz se mění se změnami v nabídce a poptávce měny.

Obrázek 3 Křivka nabídky a poptávky po CZK



Posuny poptávky a nabídky

Zvýšení nabídky koruny může být způsobeno zvýšením preference zahraničních produktů, zrychlením růstu české ekonomiky vedoucím ke zvýšení dovozů a zvýšením reálné úrokové míry ze zahraničních aktiv. V takovém případě se křivka

nabídky CZK posune jihozápadně na S^{CZK} a koruna oslabí, pokud se poptávka po CZK nezmění (tj. zůstane na úrovni D^{CZK}).

Zvýšení poptávky po koruně, tedy posun D^{CZK} severozápadně, může být zapříčiněno zvýšenou preferencí českých produktů, růstem produktu (důchodu) a spotřeby v zahraničí a zvýšením reálné úrokové míry z českých aktiv. Kurz koruny při jinak nezměněných podmínkách (nabídka zůstává na původní úrovni S^{CZK}) posílí.

6.2.3 Režimy měnových kurzů

Podle Mezinárodní klasifikace režimů měnových kurzů a režimů měnových politik² rozlišujeme několik základních **kurzových režimů**.

Striktně (volně) plovoucí měnový kurz

Striktně plovoucí měnový kurz (zkráceně volný měnový kurz) je určován na trhu a stát ani jiná instituce neprovádí intervence na devizovém trhu s cílem usměrňovat rozsah změny devizového kurzu či jej stabilizovat. Příklad zemí, které tento režim uplatňují: USA, Velká Británie, Nový Zéland, Austrálie ale také Polsko a další. Tento režim se také někdy nazývá jako volný floating.

Řízený plovoucí měnový kurz

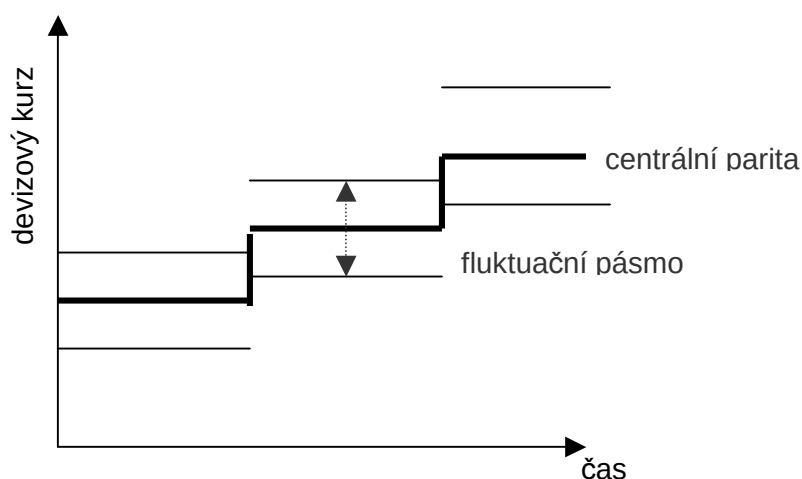
Měnová autorita či k tomu pověřená jiná autorita se snaží usměrňovat vývoj měnového kurzu, uzná-li to za vhodné. Nemá dopředu přesně definované úrovně či mantinely vývoje měnového kurzu a rozhoduje se vstoupit na devizový trh z různých důvodů např. z důvodu nepříznivého vývoje platební bilance, devizových rezerv apod. a to na základě zhodnocení aktuální situace, ne však automaticky. K zásahům může použít jak přímé (nákup / prodej devizových rezerv) tak nepřímé intervence (verbální apod.). Příklady zemí: Japonsko, ČR, Maďarsko a Rumunsko. Tento režim se také označuje jako řízený floating.

Posuvné zavěšení (řízená devalvace / revalvace)

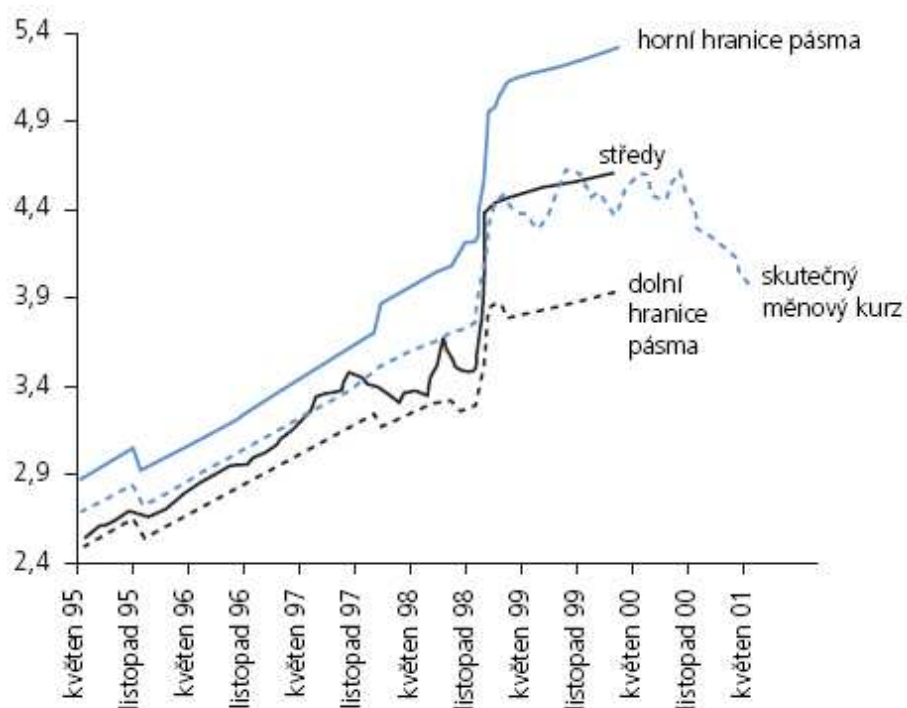
² Zdroj IMF, platné k 31.7. 2006. V originále je uváděno osm režimů; my si představíme sedm základních. IMF uvádí zvlášť režim měnového kurzu s posuvným pásmem a posuvné zavěšení, které jsme s ohledem na jejich vzájemnou příbuznost spojili do jednoho režimu „posuvná zavěšení“.

Měnový kurz se může volně pohybovat v rámci určitého pásma ne však užšího než $\pm 1\%$ okolo centrální parity. Klíčovým znakem tohoto režimu je to, že centrální parita včetně fluktuačního pásma je pravidelně upravována (neboli se posouvá) a to buď ve stále stejném rozsahu (např. 1% ročně ve směru posílení) nebo v reakci na změnu vybraného ekonomického ukazatele (inlace apod.). Podmínky, za kterých se měnový kurz mění, mohou být předem známy, ale také nemusí. Míra flexibility tohoto režimu je závislá na šířce povoleného pásma pro fluktuaci měnového kurzu. Pásmo může být symetrické nebo asymetrické okolo centrální parity nebo vějířové – postupně se rozšiřující (viz následující obrázek). Závazek udržet měnový kurz v rámci definovaného pásma představuje omezení pro měnovou politiku. Čím je pásmo užší, tím je stupeň volnosti v rozhodování měnové autority menší. Příklad zemí: Maďarsko a Polsko v 90. letech 20. století nebo latinskoamerické země v 80. letech 20. století.

Obrázek 4 Teoretická dráha měnového kurzu s posuvným pásmem



Obrázek 5 Pásmo posuvného zavěšení – Polsko květen 1995 až březen 2000

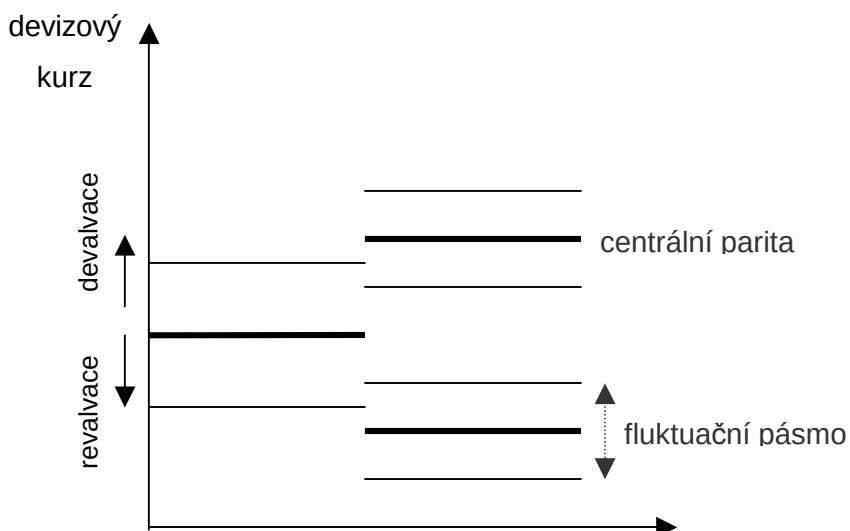


Převzato z Baldwin (2008)

Pevný měnový kurz s fluktučním pásmem (cílová pásma)

Měnový kurz je udržován v určitém pásmu ne užším než $\pm 1\%$. Měna může být navázána na jednu či více referenčních měn nebo na koš měn, kde jednotlivé měny mohou mít jinou váhu např. v závislosti na významu pro zahraniční obchod dané země. Měnová autorita musí intervenovat, jestliže by hrozilo proražení pásma, ale může intervenovat i v případě, kdy měnový kurz je v blízkosti střední parity. Tento režim poskytuje měnové politice omezený stupeň volnosti v závislosti na šířce pásma. Příklad je současný Evropský měnový systém ERM II s fluktučním pásmem $\pm 15\%$ okolo centrální parity.

Obrázek 6 Teoretická dráha pevného měnového kurzu s flukтуаčním pásmem



Pevný měnový kurz

Měna je svázána s jinou měnou, skupinou měn či košem měn a přitom ji není povolena větší než ± 1 procentní odchylka. Tento závazek není neodvolatelný, takže nelze vyloučit změnu měnového kurzu. Centrální banka podle potřeby buď intervenuje na trhu přímo prostřednictvím nákupu a prodeje devizových rezerv nebo nepřímo pomocí úrokové politiky, omezením kapitálové mobility, změnou pravidel obchodování s domácí měnou, slovními intervencemi apod., čímž se snaží udržet měnový kurz na stanovené úrovni. Flexibilita měnové politiky je za tohoto kurzového režimu sice omezená, ale vyšší než v případě dolarizace, měnové unie a měnového výboru. Tento režim umožňuje, i když v omezených případech, přizpůsobit měnový kurz. Časté změny měnového kurzu by však podkopaly důvěryhodnost tohoto režimu. Příklady zemí: málo rozvinuté země střední Afriky nebo Venezuela.

Měnový výbor

Měna je v tomto režimu pevně a závazně ze zákona svázána s konkrétní měnou pevným měnovým kurzem. Je to svým způsobem přísnější forma pevného měnového kurzu. Fixace měnového kurzu je totiž navíc doplněna dalšími omezeními jako například pravidlem pro emise domácí měny, které mohou být prováděny jen proti devizovým rezervám nebo zahraničním aktivům apod. Centrální banka nemůže

volně provádět operace na volném trhu tedy prodávat a nakupovat vládní dluhopisy, může to jen proti devizovým rezervám. Když devizové rezervy vzrostou např. zásluhou přebytku finančního účtu nad deficitem běžného účtu, centrální banka může emitovat domácí měnu. V případě příliš vysokého deficitu běžného účtu ve vztahu k finančnímu účtu musí centrální banka naopak skoupit z trhu domácí měnu. Výsledkem je stabilní poměr mezi devizovými rezervami a domácí peněžní zásobou. Tento režim je velmi rigidní a ponechává jen nepatrný prostor pro diskreční měnovou politiku. Omezuje i další běžné funkce centrální banky jako funkci věřitele poslední instance (lender-of-last-resort). Určitá velmi omezená míra flexibility měnové politiky může být za tohoto režimu dosažena v závislosti na striktnosti nebo spíše volnosti pravidel fungování měnového výboru. Tento režim je vesměs využíván „nezralými“ ekonomikami, které nemají zkušenost s řízením měnové politiky a kde by hrozila nekázeň ze strany centrální banky. Příklady zemí: Bosna a Hercegovina, Bulharsko, Hongkong, Estonsko a Litva a do r. 2002 i Argentina.

Dolarizace a měnová unie

Dolarizace znamená, že země přijme jako platidlo měnu cizí země. Také vstup do měnové unie znamená vzdání se vlastní měny. Přijetím takových režimů ztrácí místní měnová autorita veškerou kontrolu nad vývojem domácí měnové politiky. Dolarizace bývá často vynuceným krokem v situaci, kdy samostatná měnová politika by nezískala potřebnou kredibilitu a kdy ekonomika čelí vážným ekonomickým problémům jako pádivé inflaci či dokonce hyperinflaci. Příkladem může být Kosovo, které přijalo euro (tzv. **euroizace**).

Měnová unie - země, které prochází podobným ekonomickým vývojem, čelí podobným makroekonomickým problémům, by volily stejnou nebo alespoň podobnou hospodářskou politiku. Tudíž společná měnová politika a ve svém důsledku i stejné úrokové sazby by neměly činit ani jedné z členských zemí žádné podstatné problémy.

Výhody měnové unie:

- odstranění nákladů spojených s konverzí měn, úspora administrativních nákladů a bankovních poplatků spojených s řízením kurzového rizika a

konverzí měn; podle původních odhadů Evropské komise měla tato úspora činit cca 0,5 % HDP členských zemí,

- efektivnější alokace kapitálu v souvislosti se vznikem jednotného trhu kapitálu,
- podpora vzájemného obchodu a zvýšení konkurence díky vzniku opravdu jednotného trhu s jedinou společnou měnou a zviditelnění cenových rozdílů mezi zeměmi.

Nevýhody měnové unie:

- ztráta autonomie měnové politiky
- ztráta devizového kurzu jako nástroje měnové politiky
- riziko prohloubení regionálních rozdílů: některé regiony mohou být zasaženy odlivem kapitálu a pracovních sil.

Obecně se má za to, že výhody převažují nad nevýhodami.

Vhodné podmínky pro přijetí jednotné měny zformuloval Robert Mundell v podobě **teorie optimální měnové zóny**. Podle této teorie země, které chtějí přijmout společnou měnu, by měly splňovat jednu z následujících podmínek:

1. země podléhají stejným šokům (tzv. symetrické šoky),
2. pokud země čelí odlišným neboli asymetrickým šokům, musí být vybaveny vysoce mobilní pracovní silou a kapitálem.

Teorie optimální měnové oblasti byla dál rozpracována. Například podle amerického ekonoma Petera Kenena by členské země měly být široce diverzifikovány a mít podobnou strukturu produkce. Pak by zbožově specifické šoky byly buď symetrické nebo by měly menší celkové následky. Další ekonom Ronald McKinnon přišel s další podmínkou: ekonomiky malé a velmi otevřené, které nemohou zásadně ovlivnit cenu svého zboží na světových trzích, se mohou vzdát vlastní měny bez větším ztrát. Podmínkou pro optimální měnovou oblast je podle R. McKinnona velká otevřenost zahraničnímu obchodu a úzké obchodní vztahy s členskými státy. V případě, že ekonomiky jsou přesto zasaženy asymetrickým šokem nebo symetrickým šokem ale s asymetrickými dopady do ekonomik, pak je důležité, aby ceny a mzdy byly pružné a když nejsou, tak přichází na řadu Mundellova podmínka o mobilních pracovních silách. Pokud ani ta není splněna, pak zbývají už jen politická kritéria. Členské země

se dohodnou na vzájemné kompenzaci nepříznivých hospodářských šoků, musí se shodnout na způsobu vypořádání se s hospodářskými šoky a pokud vznikne konflikt mezi národními zájmy a zájmy unie, pak musí být členské státy připraveny nést náklady společného řešení.

Za příklad optimální měnové zóny se uvádí Spojené státy americké. Naopak Evropská měnová unie není podle mnohých ekonomů optimální měnovou oblastí z důvodu rizika asymetrického šoku a omezené mobility práce a nepružnosti trhů práce v Evropě obecně.

Box 2 Evropská měnová unie

Na konci 90. let minulého století vznikla na evropském kontinentu myšlenka vytvořit měnovou unii a pokročit dál v procesu integrace. Tehdejší předseda Evropské komise Jacques Delors navrhl tři etapy přechodu k Evropské měnové unii (EMU). První etapa spočívala v odstranění omezení volného pohybu kapitálu a její začátek je datován na červenec 1990. V rámci této etapy byla také podepsána tzv. Maastrichtská smlouva, která upravuje podmínky vstupu do měnové unie. Druhá etapa zahrnovala vznik Evropského měnového institutu, který připravoval praktické přijetí jednotné měny a zafixování národních měn, což se ve skutečnosti stalo až ve třetí fázi, která započala v lednu 1999 založením Evropské měnové unie. Tehdy byly kurzy jedenácti národních měn neodvolatelně zafixovány. Nově založená Evropská centrální banka převzala odpovědnost za měnovou politiku Eurosystemu. V roce 2001 vstoupilo do EMU Řecko. A v lednu 2002 byly poprvé vydány do oběhu EURO mince a EURO bankovky. Původní národní měny byly postupně během několika měsíců staženy z oběhu.

6.2.4 Fungování ekonomiky v režimu volně plovoucího měnového kurzu

Centrální banka v režimu volného měnového kurzu nijak neovlivňuje devizový trh. Nicméně v situaci ekonomické nerovnováhy (viz bod A v grafu) může zcela volně hýbat s úrokovými sazbami jako hlavním měnověpolitickým nástrojem. V případě vzniku recesní mezery centrální banka bude usilovat o snížení reálné úrokové sazby prostřednictvím poklesu základní úrokové sazby, aby podpořila agregátní poptávku. Pokles úrokových sazeb nepodpoří jen úrokově citlivé výdaje jako spotřební výdaje na dluh a dluhově financované investice, ale pokles domácích úrokových sazeb pod úroveň sazeb v zahraničí povede k oslabení nominálního měnového kurzu (z důvodu poklesu poptávky po měně). Oslabení nominálního měnového kurzu vede k totožnému oslabení reálného měnového kurzu (za předpokladu zachování cenových úrovní doma a v zahraničí). Cena dováženého zboží se zvýší, zatímco cena vyváženého zboží klesne. Dovoz klesne, zatímco vývoz vzroste a čistý export - součást AD - vzroste. AD se tak vlivem vyšší spotřeby, investic a čistého exportu posune severovýchodně (v grafu na AD_1) do bodu E_1 – bodu dlouhodobé rovnováhy. V bodě E_1 při zachování původní míry inflace dosažen opět potenciál a plná zaměstnanost. Neznačená to, že v procesu přizpůsobení nedojde ke změně míry inflace. Míra inflace v podmínkách recese má samozřejmě sklon k poklesu (SRAS může v první fázi přizpůsobení klesnout směrem k $SRAS_1$), nicméně následkem oslabení nominálního měnového kurzu se míra inflace u dovážených statků naopak zvyšuje (SRAS se vrací zpět nahoru), takže výsledným efektem může být zhruba původní míra inflace, jak je vyobrazeno na následujícím obrázku.

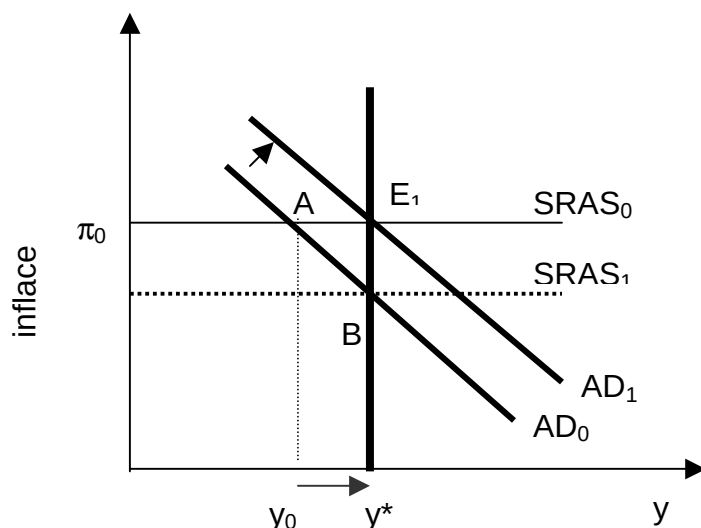
K obnově ekonomické rovnováhy může také dojít pomocí samoregulačního mechanismu. Recesní mezera tlačí míru inflace (popřípadě cenovou hladinu) dolů. SRAS klesá na $SRAS_1$. Ekonomika dosáhne krátkodobé ekonomické rovnováhy v bodě B. Pokles domácí míry inflace (event. cenové hladiny) ale vede k poklesu úrokových sazeb a následně k reálné a nominální depreciaci. Nižší úrokové sazby a slabší měnový kurz podpoří AD. AD se posune severovýchodně. S růstem AD a zdražením dovozu (z důvodu nominální depreciace) se zvýší míra inflace až na původní úroveň. SRAS se vrací na pozici $SRAS_0$. Ekonomika se nakonec ustálí v bodě dlouhodobé ekonomické rovnováhy E_1 stejně jako v předchozím případě. Doba tohoto automatického přizpůsobení bude záviset na pružnosti ekonomiky. Obecně

Ize očekávat, že rovnováha bude obnovena ne v krátkém ale spíše střednědobém horizontu. V případě obav z prodlužování recese nebo příliš dlouhého procesu automatického přizpůsobení centrální banky přistupují ke snížení úrokových sazeb.

Na vznik recese může ale také reagovat fiskální politika např. zvýšením vládních výdajů. A co bude výsledkem? Zvýšení vládních výdajů povede k posunu AD severovýchodně (na AD_1). S růstem AD se ale zvedají inflační očekávání a míra inflace. Centrální banka, jejímž primárním cílem je udržení cenové stability, je přinucena k reakci: ke zvýšení úrokových sazeb. Dojde k růstu reálných úrokových sazeb, které vytěsní úrokově citlivé výdaje a navíc vyšší úrokové sazby a vyšší inflace vedou k reálné i nominální apreciaci měny, což má negativní dopad na čistý export. Výsledkem je návrat AD zpět na původní úroveň AD_0 . V tomto případě hovoříme o úplném **mezinárodním vytěšňovacím efektu**.

V režimu volného měnového kurzu může dojít už v krátkém období k narovnání nerovnováhy prostřednictvím a) zásahu centrální banky v podobě snížení úrokových sazeb, následného oslabení nominálního měnového kurzu vedoucího přímo k reálné depreciaci a / nebo prostřednictvím b) automatického přizpůsobení domácí cenové hladiny (event. míry inflace) a následné reálné depreciace. Zatímco měnová politika je v režimu volného měnového kurzu a dokonalé kapitálové mobility maximálně účinná, fiskální politika se míjí naprosto účinkem v důsledku tzv. úplného mezinárodního vytěšňovacího efektu.

Obrázek 7 Recesní mezera v režimu volného měnového kurzu



6.2.5 Fungování ekonomiky v režimu pevného měnového kurzu

Centrální banka se v režimu pevného měnového kurzu zavazuje držet měnový kurz stabilní. V případě, že vznikne nerovnováha na devizovém trhu, tedy tlak na devaluaci či revaluaci měny, musí centrální banka vstoupit na trh a provést intervenci. V případě tlaku na devaluaci, centrální banka skoupí z devizového trhu přebytečnou nabídku domácí měny a to prostřednictvím prodeje devizových rezerv. Devizové rezervy klesnou stejně jako domácí peněžní zásoba. Naopak v situaci, kdy je tlak na revaluaci měny, musí centrální banka zvýšit nedostatečnou nabídku domácí měny nákupem deviz do rezerv. Zvýší se tak nejen domácí peněžní zásoba, ale také devizové rezervy. Jinými slovy předpokládáme, že intervence na devizovém trhu jsou nesterilizované. V případě sterilizovaných intervencí by centrální banka pomocí prodeje nebo nákupu cenných papírů se snažila neutralizovat dopad operací s devizovými rezervami do peněžní zásoby.

Režim pevného měnového kurzu omezuje měnovou politiku. Je-li například ekonomika v recesi, centrální banka nemůže použít jako nástroj na odstranění recesní mezery měnový kurz (jeho oslabení) ale ani úrokové sazby, neboť jejich případný pokles by znamenal tlak na pohyb měnového kurzu. Za předpokladu dokonalé mobility kapitálu se tak domácí úrokové sazby rovnají zahraničním³. Za situace neměnného měnového kurzu a úrokových sazeb odpovídajícím úrovní zahraničních sazeb může být automaticky obnovena rovnováha ekonomiky už jen prostřednictvím změny cenové hladiny event. míry inflace. Ke změně cenové hladiny (míry inflace) nedojde hned ale s určitým časovým zpožděním. V krátkém období tak zůstane jak měnový kurz tak i cenová hladina neměnná. Za určitý čas, řekněme ve střednědlouhém období, dojde ke přizpůsobení cenové hladiny (míry inflace). V případě recese, jak již víme, klesají relativní ceny (zpomaluje míra inflace). Nižší domácí cenová hladina znamená reálné (nikoliv však nominální) znehodnocení měny, tedy snížení ceny domácího zboží v ceně zahraničního zboží. Sníží se poptávka po dovozu a poptávka po vývozu naopak vzroste. Zlepší se obchodní bilance, zvýší se produkce na vývoz a následně i produkt. Recesní mezera se

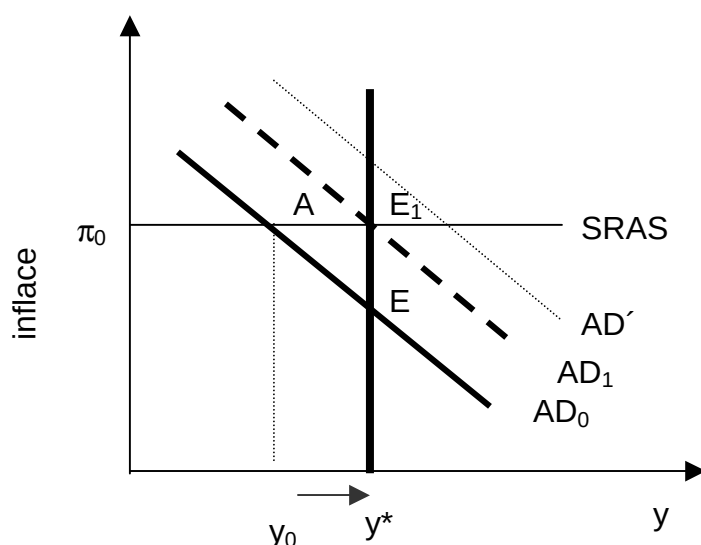
³ Později si toto tvrzení dokážeme pomocí nekryté úrokové parity, ze které vyplývá, že pokud měnový kurz je neměnný, musí být domácí a zahraniční úrokové sazby totožné.

postupně uzavře. **Takže zatímco v krátkém období se ekonomické veličiny v režimu pevného měnového kurzu nemění a ekonomika zůstává v recesi, ve střednědlouhém období dochází k obnovení ekonomické rovnováhy prostřednictvím změny reálného měnového kurzu.**

Měnová politika je v režimu pevného měnového kurzu neúčinná, neboť změna úrokové sazby je zdrojem nerovnováhy na devizovém trhu, kterou centrální banka musí řešit intervencemi. Např. v případě snížení úrokové sazby z důvodu poklesu míry inflace dojde k tlaku na nominální oslabení měnového kurzu, centrální banka bude muset nakupovat domácí měnu za devizy. Nákup domácí měny sníží množství peněz v ekonomice a úroková sazba vzroste na původní úroveň.

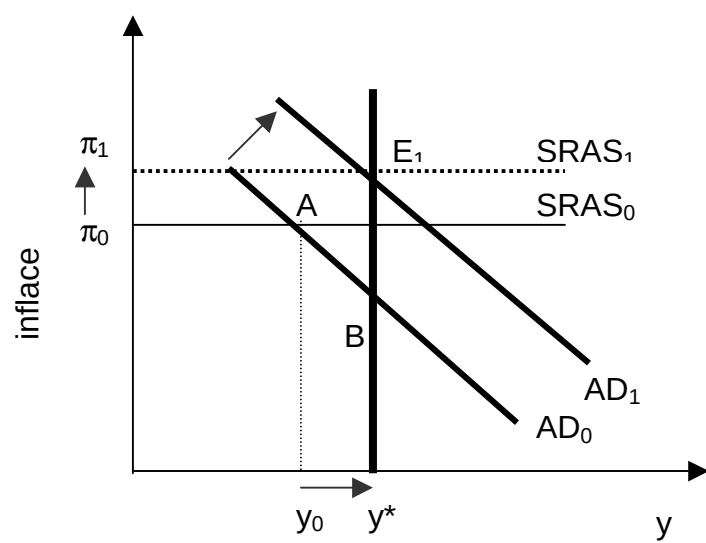
Fiskální politika (konkrétně fiskální expanze) je v režimu pevného měnového kurzu naopak účinná. Zvýšení vládních výdajů, jako opatření na podporu ekonomiky sužované recesí, vede ke zvýšení AD a následně míry inflace. Centrální banka zvyšuje úrokovou sazbu v reakci na růst míry inflace. To však má vliv na devizový trh: vzniká tlak na posílení domácí měny. Centrální banka je nucena intervenovat: prodávat domácí měnu za devizy. Zvyšuje peněžní zásobu, což má za následek pokles úrokových sazeb. Žádný vytěsňovací efekt se tudíž nekoná a fiskální opatření jsou maximálně účinná. Měnová politika akomoduje neboli se přizpůsobuje fiskální expanzi. AD se přesto neposune v rozsahu odpovídajícím celému zvýšení vládních výdajů (na AD'), neboť část zvýšení vládních výdajů se projeví v růstu dovozu, který sníží výsledný přírůstek AD. Výsledkem je růst AD na AD_1 . Dopad na míru inflace není ale jednoznačný. Záleží na síle dvou protichůdných faktorů: samoregulujícího mechanismu, který v situaci recese tlačí míru inflace dolů a poptávkové inflaci, která je důsledkem vyšší AD a zvyšuje míru inflace. V našem případě předpokládáme, že oba tyto faktory jsou zhruba stejně silné, takže jejich opačné cenové dopady se navzájem vykompenzují.

Obrázek 8 Recesní mezera v režimu pevného měnového kurzu



Přijetí režimu pevného měnového kurzu není neodvolatelným závazkem. V případě značných ekonomických a jiných nákladů, které by byly spojeny s dlouhotrvajícím automatickým obnovením ekonomické rovnováhy, může být pevný měnový kurz s konečnou platností odvolán a nahrazen volným měnovým kurzem nebo může dojít pouze k úpravě hodnoty pevného měnového kurzu (devalvace či revalvace) při zachování stávajícího režimu. Vezmeme si příklad, kdy ekonomika je ohrožena vleklou a hlubokou recesí. Odpovědné instituce se rozhodnou zasáhnout a provedou jednorázovou devalvaci měny. Devalvace nominálního měnového kurzu zvýší cenu dovozu a sníží cenu vývozu. Zlepší se obchodní bilance a zvýší se AD. Devalvace má ale zároveň vliv na domácí cenovou hladinu potažmo inflaci. Vyšší ceny dovozu a tlak zaměstnanců na růst nominálních mezd se postupně promítnou i do cen zboží domácí výroby a inflace mírně vzroste. Křivka krátkodobé nabídky se posune severně. Pokud byla míra devalvace „správně“ zvolena, AD se posune do bodu, kde „nová“ krátkodobá AS protíná potenciální produkt.

Obrázek 9 Recesní mezera a devalvace

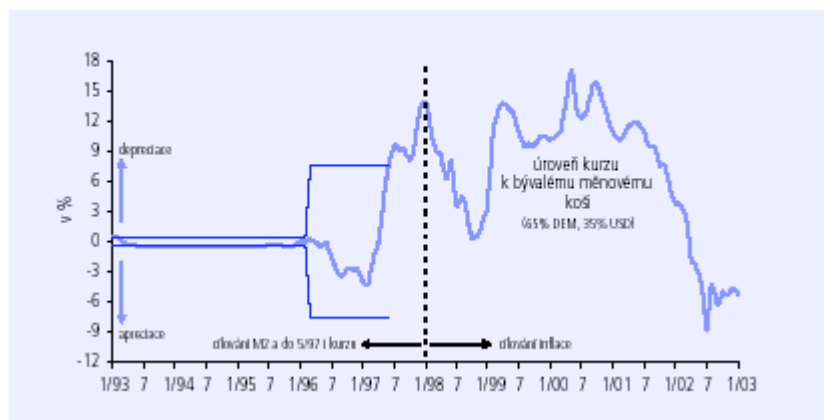


Box 3 Krize české koruny v roce 1997

V České republice byl do května 1997 uplatňován režim pevného měnového kurzu. Do února 1996 byl pohyb české koruny omezen na $\pm 0,5 \%$, později se pásmo rozšířilo na $\pm 7,5 \%$ od centrální parity. Rozšíření flukтуаčního pásma bylo reakcí na stále rostoucí příliv spekulativního kapitálu, který pomáhal financovat rostoucí deficit běžného účtu. Rostoucí deficit běžného účtu byl výsledkem nadměrné domácí poptávky v podmínkách strnulé domácí nabídky. Zatímco deficit běžného účtu se v průběhu roku 1996 dále rozšiřoval, příliv zahraničního kapitálu pomalu slábl. Ke konci roku 1996 příliv zahraničního kapitálu již nepokryl narůstající deficit běžného účtu. V prvním čtvrtletí roku 1997 začaly přicházet velmi nepříznivé makroekonomické zprávy: výrazné zpomalení růstu, další zhoršení obchodní bilance, vysoký deficit státního rozpočtu. Zvyšovalo se i napětí na domácí politické scéně. Všechny tyto negativní zprávy o české ekonomice navíc přicházely v době, kdy zahraniční investoři se začali masivně stahovat z řady rychle se rozvíjejících ekonomik z obav před „nákazou“ asijskou měnovou krizí, jejíž příčinou byla rostoucí vnější nerovnováha. **K útoku na korunu**, tzn. k hromadnému výprodeji korunových aktiv a nákupu deviz ústícímu do více než desetiprocentního propadu nominálního kurzu proti jeho centrální paritě, došlo v květnu 1997. ČNB ve snaze zabránit nadměrnému znehodnocení koruny operativně intervenovala na devizovém trhu a maximálně ztížila přístup k úvěrům, jež mohly být využity pro další spekulativní prodeje měny. Zvýšila dočasně své úrokové sazby – lombardní úrok až na 50% - a provedla některá administrativní omezení přístupu na trh. Na základě dohody s obchodními bankami omezila přístup ke korunovým zdrojům a uzavřela přístup k refinančním úvěrům pro banky. Dne 26. května pak guvernér ČNB spolu s předsedou vlády oznámili opuštění pevného kurzu a zavedení režimu řízeného plovoucího kurzu. Přesto, že ekonomické **důsledky měnového otřesu** splynuly s důsledky záplav, a tudíž je téměř nemožné dopady těchto událostí od sebe separovat, lze konstatovat, že nakonec **nebyly dramatické**. Kurz se ustálil na hladině, která byla cca 10% pod bývalou centrální paritou. Vliv oslabeného kurzu na inflaci nedosáhl ani dvou procentních bodů. Objevily se první signály zlepšování vyrovnanosti běžného účtu. Nedošlo také k nějakému zřetelnému negativnímu přehodnocení dosavadního ratingu ČR. Přijatý stabilizační a ozdravný program, který kromě jiného přinesl fiskální restrikcí v objemu cca 25,5 mld. Kč, pomohl utlumit domácí poptávku a nastoupit cestu obnovy ekonomické rovnováhy.

BOX 3: pokračování

Vývoj kurzu koruny při fixním režimu a po zavedení režimu volně plovoucího kurzu a cílování inflace



Zdroj: ČNB, Česká národní banka 1993-2003. ČNB 2003.

6.2.6 Výhody a nevýhody režimu pevného a volného měnového kurzu

Výhody pevného měnového kurzu:

- podporují mezinárodní obchod a investování – fixní měnový kurz do jisté míry eliminuje rizika spojená s pohybem kurzu a tím snižuje náklady mezinárodní směny,
- vybízí k mezinárodní kooperaci – udržování fixních měnových kurzů vyžaduje určitý stupeň kooperace mezi dotčenými ekonomikami; vedlejším efektem takové kooperace je stabilnější mezinárodní prostředí,
- podporuje disciplínu makroekonomické hospodářské politiky – nesprávná politika může vést k tlaku na oslabení měny, ztrátě devizových rezerv popřípadě až nutnosti opustit pevný měnový kurz, což by se projevilo v poklesu důvěryhodnosti země.

Nevýhody pevného měnového kurzu

- Zatímco ve střednědlouhém období na typu kurzového režimu nezáleží, v krátkém období pevný měnový kurz v podmínkách dokonalé kapitálové mobility připravuje centrální banku o účinné nástroje jako jsou úrokové sazby a měnový kurz. Pevný měnový kurz tak značně omezuje schopnost měnové politiky reagovat na šoky. Pro kombinaci pevného měnového kurzu, volného

pohyb kapitálu a autonomie měnové politiky se vžil pojem „impossible trinity“, která neříká nic jiného než to, že země držící pevný měnový kurz v prostředí dokonalé kapitálové mobility přichází o autonomní měnovou politiku.

- V ekonomice s nepružnými mzdami a cenami jsou vnější šoky přenášeny dovnitř ekonomiky, což zvyšuje nestálost produktu a zaměstnanosti.
- Pevný měnový kurz bývá terčem útoků spekulantů (destabilizující spekulace), obzvláště trpí-li ekonomika nerovnováhou.
- Fakt, že pevný měnový kurz není neodvolatelným závazkem, je zdrojem dodatečné nejistoty pro investora, což zvyšuje riziko investice a investor vyžaduje vyšší výnos. Úrokové sazby v zemi s pevným měnovým kurzem mohou být v krajních případech tlačeny velmi vysoko.

Výhody volného měnového kurzu:

- umožňuje snadné vyrovnání platební bilance – v případě neudržitelného deficitu běžného účtu, měnový kurz oslabí, omezí se dovoz a vzroste vývoz a běžný účet se postupně vyrovná,
- zaručuje autonomii hospodářské politiky – např. měnová politika může naplno sledovat vnitřní cíl (cenovou stabilitu) bez ohledu na vnější cíle a
- usnadňuje ekonomice se přizpůsobit vnějším šokům a podporuje ekonomickou stabilitu – plovoucí měnové kurzy mohou zajistit snazší a rychlejší přizpůsobení relativních cen domácího a zahraničního zboží.

Nevýhody volného měnového kurzu

- Volný měnový kurz může být velmi volatilní, což ztěžuje provádění měnové politiky.

V posledních desetiletích je dávána přednost volnému měnovému kurzu kromě dvou výjimek: 1. když skupina zemí je silně ekonomicky provázána; v takovém případě je vhodným řešením společná měna. 2. když centrální banka není schopna nebo se neočekává, že by byla schopna provádět rozumnou měnovou politiku; v tomto případě se doporučuje přijmout měnový výbor nebo dolarizovat místní ekonomiku.

Výběr kurzového režimu závisí na typech šoků, kterými ekonomika nejčastěji čelí (volný měnový kurz omezuje nepříznivé důsledky vnějšího nominálního šoku zatímco

fixní měnový kurz důsledky vnitřního nominálního šoku), na preferencích tvůrců hospodářské politiky, na jejich cílech a strukturálních charakteristikách ekonomiky, jakými jsou např. mobilita výrobních faktorů, pružnost cen apod.

6.3 Obchodní bilance

Obchodní bilance je základním ukazatelem pozice země v mezinárodním obchodě - charakterizuje obchodní vztahy země s vnějším světem;

Obchodní bilance je rozdílem vývozu (X) a dovozu (IM) zboží:

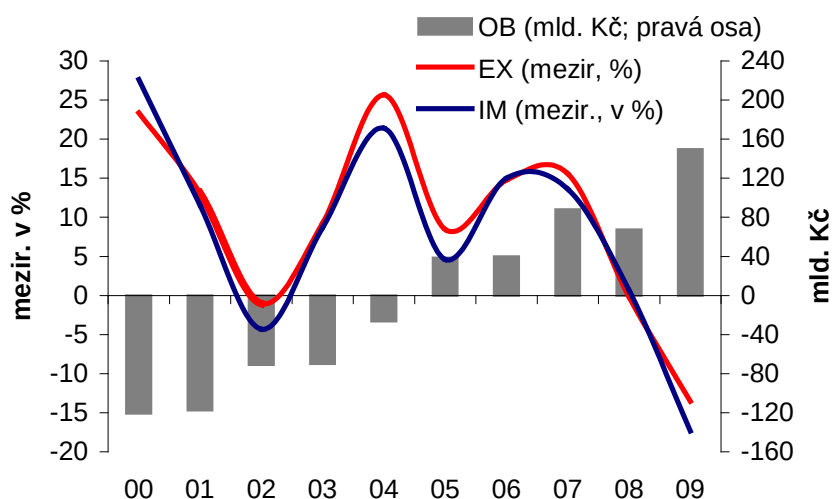
$$OB = X - IM. \quad (6.7)$$

Je-li export X vyšší než-li import IM , hovoříme o **přebytku obchodní bilance**; je-li ale naopak import IM vyšší než export X , jedná se o **deficit obchodní bilance**. O vyrovnané obchodní bilanci hovoříme tehdy, je-li export X roven importu IM .

Zahrneme-li do zahraničního obchodu nejen zboží ale i služby získáme tzv. **čistý export**, který je roven rozdílu mezi vývozem a dovozem zboží a služeb. Čistý export je pro připomenutí jednou z výdajových položek hrubého domácího produktu.

V dalších částech textu, nebude-li výslovně uvedeno jinak, budeme pracovat jen s obchodní bilancí tedy rozdílem mezi vývozem a dovozem zboží.

Obrázek 10 Obchodní bilance v ČR



Zdroj: ČSÚ, vlastní výpočty, září 2010.

Vývoj zahraničního obchodu v běžných a stálých cenách

Ceny v zahraničním obchodě jsou ovlivněny jak domácími tak vnějšími faktory. Cena vyvážených statků odráží domácí cenovou hladinu P^4 . Cena dovážených statků je dána zahraniční cenovou hladinou P_f a směnným kurzem domácí měny vůči zahraniční měně E . Vynásobíme-li zahraniční cenu vyjádřenou v zahraniční měně (např. USD) směnným kurzem (v tomto případě CZK/USD), získáme cenu dovozu v domácí měně (v CZK). Poměříme-li cenu vývozu a dovozu získáme tzv. **reálné směnné relace** (terms of trade, TOT):

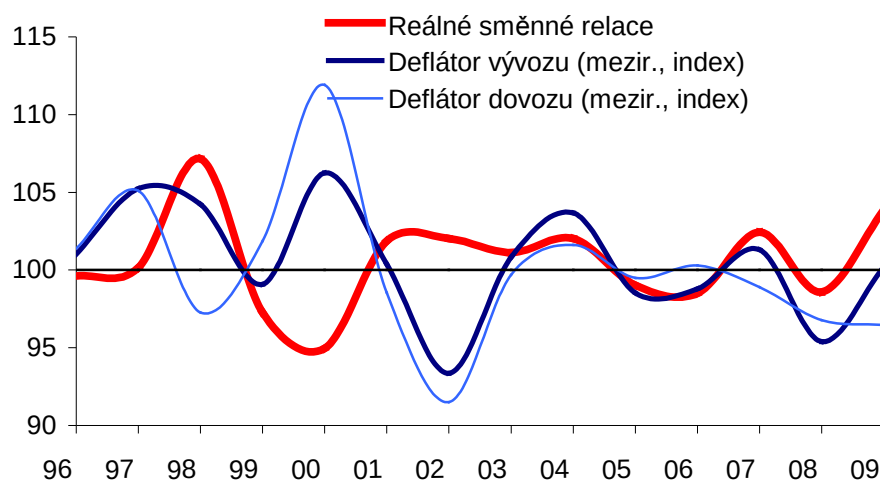
$$TOT = P / (E * P_f) \quad (6.8)$$

Směnné relace můžeme chápat jako počet jednotek dovezeného zboží, které si ekonomika může koupit za jednotku svého vývozu. Zlepšující se směnné relace říkají, že ekonomika může dovést (a spotřebovat) větší objem zboží za stejný počet jednotek vývozu. Nebo-li ekonomika musí vyvést méně zboží, aby mohla dovést původní množství statků. V praxi se reálné směnné relace počítají jako poměr deflátoru vývozu a dovozu. V případě potřeby měsíčních dat můžeme využít i údaje o vývoji cen v zahraničním obchodě vycházející z měsíčního šetření.

Směnné relace také ovlivňují vývoj salda zahraničního obchodu. Vyšší ceny vývozu umožňují vyšší dovoz zboží a služeb a naopak. Je-li ToT vyšší než 100, pak ceny vývozu jsou vyšší než dovozu a to má příznivý vliv na saldo obchodní bilance (tj. schodek obchodní bilance je nižší, než kdyby ceny vývozu byly stejné nebo dokonce nižší). Pokud ale ToT je nižší než 100, ceny v zahraničním obchodě zhoršují saldo obchodní bilance.

⁴ Malá otevřená ekonomika s malým podílem na světovém trhu nemůže ovlivnit světové ceny a proto z jejího pohledu je zahraniční cena vyváženého zboží P_f daná. Jinými slovy, malá otevřená ekonomika je příjemcem ceny tzv. price-taker.

Obrázek 11 Reálné směnné relace v ČR



Zdroj: ČSÚ, vlastní výpočty z deflátorů zahraničního obchodu, září 2010.

6.4 Faktory vývoje obchodní bilance a čistého exportu

Determinanty dovozu: domácí poptávka a reálný měnový kurz. Domácí poptávka není uspokojována jen z domácích ale také ze zahraničních zdrojů. Vyšší spotřeba domácností vede v otevřených ekonomikách k růstu objemu dovozu zboží a služeb.

Kurz domácí měny ovlivňuje cenu dováženého zboží. Slabší domácí měna ji zvyšuje, silnější naopak snižuje. Vyšší cena dováženého zboží odráží od jeho nákupu ceteri paribus a naopak. Takže slabší kurz domácí měny snižuje objem dovozu zboží a služeb, zatímco silnější měnový kurz jej naopak zvyšuje⁵.

Determinanty vývozu: zahraniční poptávka (produkt) a reálný měnový kurz. Vyšší poptávka v zahraničí zvyšuje objem vývozu domácí země.

Měnový kurz ovlivňuje cenu vývozu a to tak, že silnější domácí měna zvyšuje cenu vyváženého zboží v zahraniční měně a cenově elastická poptávka po takovém zboží klesá. Objem vývozu klesá. Naopak slabší domácí měna, snižuje cenu vyváženého zboží na zahraničních trzích a proto objem vývozu roste.

Čistý export, jak již víme, je rozdílem mezi vývozem zboží a služeb a jejich dovozem. Vývoz, jak bylo výše řečeno, je závislý na zahraničním produktu ne domácím.

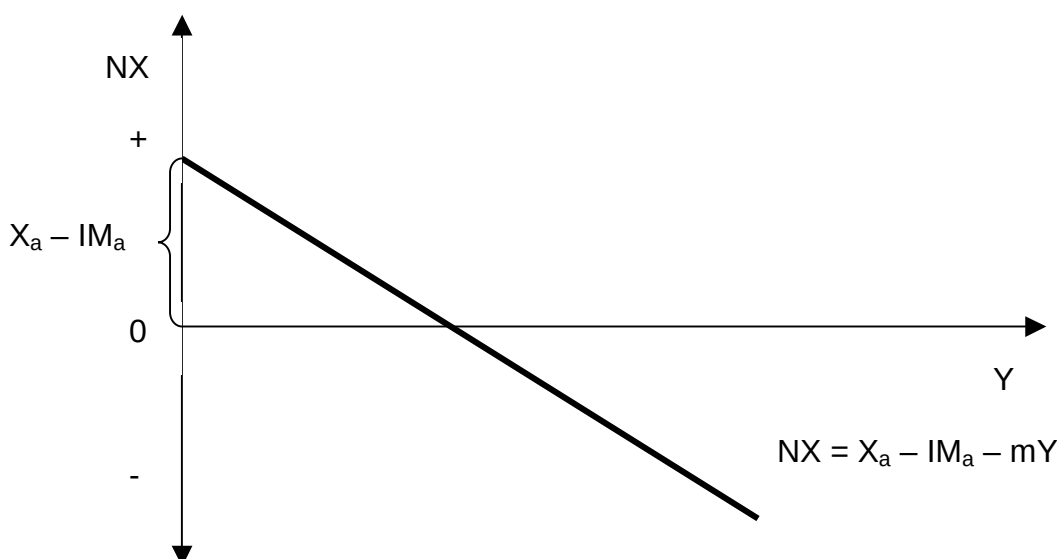
⁵ Otázku vlivu kurzu na hodnotu dovozu a vývozu budeme řešit až později.

Naopak dovoz je závislý na domácím produktu. Takže rovnici čistého exportu můžeme vyjádřit takto:

$$NX = X_a - IM_a - mY, \quad (6.9)$$

kde X_a je vývoz autonomní na domácím důchodu, IM_a je autonomní dovoz a mY je indikovaný dovoz – tedy násobek mezního sklonu k dovozu a domácího důchodu. Mezní sklon k dovozu m nám říká o kolik se zvedne dovoz, zvýší-li se domácí důchod o jednotku. Dovoz, který snižuje úroveň agregátní poptávky je po úsporách v keynesiánském pojetí dalším „únikem ze spotřeby“.

Obrázek 12 Čistý export



Čistý export není ale závislý jen na domácích důchodu Y , ale také, jak bylo řešeno výše, i na reálném měnovém kurzu. Takže předchozí rovnici čistého vývozu rozšíříme o další proměnou: reálný měnový kurz R .

$$NX = X_a - IM_a - mY + \nu R, \quad (6.10)$$

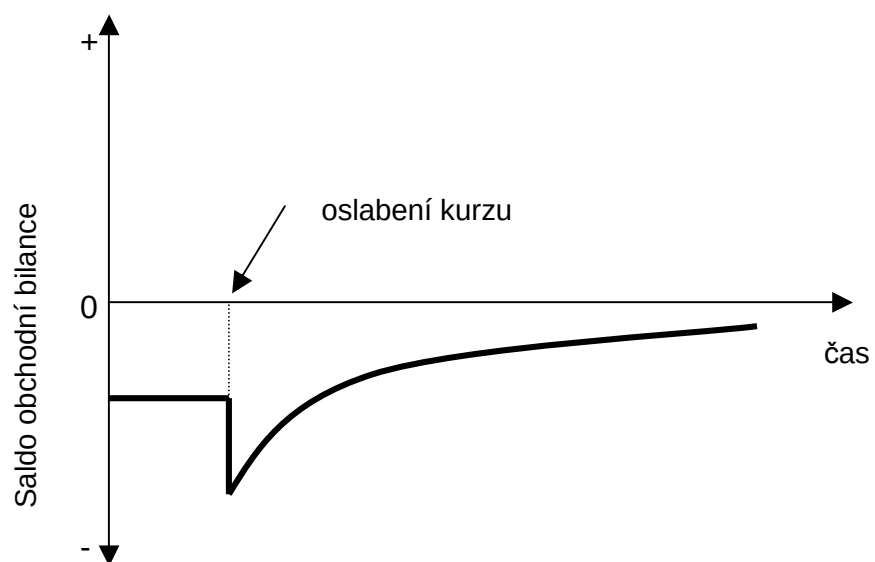
Kde ν je koeficient citlivosti čistých exportů na změně reálného měnového kurzu. A platí, že oslabení reálného měnového kurzu ($\uparrow R$) za splnění určitých podmínek vede ke zlepšení čistého exportu, jak si i dokážeme v další kapitole.

6.5 Vliv oslabení měnového kurzu na obchodní bilanci

Oslabení reálného měnového kurzu domácí měny má dvojí efekt: cenový a objemový. Má se za to, že cenový efekt předchází objemovému a změna ceny vede postupně ke změně objemu. Co to znamená pro obchodní bilanci? První měsíce po oslabení (reálného) měnového kurzu se mění především ceny. Oslabení měnového kurzu zvyšuje cenu dovozu a snižuje cenu vývozu v zahraniční měně. Paradoxně tak po oslabení měnového kurzu dojde k prohloubení deficitu obchodní bilance vlivem cenových změn, jak ukazuje i následující obrázek. Postupně se změna cen začne projevovat i v objemech: vyšší ceny dováženého zboží odradí rezidenty od jejich nákupu a zboží z dovozu je alespoň částečně substituováno zbožím z domácí produkce. Naopak nižší ceny vyváženého zboží zvýší poptávku na zahraničních trzích a objem vývozu vzroste. Ve výsledku deficit obchodní bilance začne klesat a od okamžiku, kdy objemový efekt převáží nad cenovým, se dostává pod výchozí úroveň. Protože grafické ztvárnění tohoto procesu postupného přizpůsobení obchodní bilance změně měnového kurzu připomíná písmeno „J“, vžilo se pro něj označení **J-křivka**.

Výše uvedený příklad vlivu oslabení (reálného) měnového kurzu na obchodní bilanci předpokládá jednu důležitou věc a to, že poptávka po dovozu a vývozu reaguje na změnu ceny, nebo-li že je cenově elastická. Tento předpoklad byl formalizován do tzv. **Marshall-Lernerovy podmínky**, která říká, že součet cenové elasticity poptávky po exportu a cenové elasticity poptávky po importu v absolutním vyjádření musí být větší než jedna. V opačném případě by oslabení měnového kurzu domácí měny nevedlo k dostatečnému objemovému poklesu dovozu a / nebo dostatečnému zvýšení objemu vývozu, které by kompenzovalo opačný cenový efekt. Splnění Marshall-Lernerovy podmínky zaručuje, že oslabení domácí měny povede postupem času ke zvýšení hodnoty vývozu a / nebo snížení hodnoty dovozu, tudíž ke snížení (hodnoty) deficitu obchodní bilance.

Obrázek 13 J-křivka



6.6 Platební bilance

Platební bilance je výkaz toků zboží, služeb, důchodů a kapitálu mezi ekonomikou a vnějším světem. Metoda sestavování platební bilance je harmonizována a řídí se tzv. manuálem platební bilance z roku 1993 (Balance of Payments Manual, 93). Platební bilance sestavená podle těchto pravidel navazuje na systém národních účtů a další statistiky.

V platební bilanci jsou zachyceny jednak toky zboží, služeb, důchodů a kapitálu a jednak změny finančních aktiv a pasiv. Směřuje-li tok finančních prostředků, důchodů do ekonomiky, označíme jej znaménkem plus. Například za vývoz zboží do zahraničí zinkasuje ekonomika finanční prostředky; vývoz je v platební bilanci se znaménkem plus. Koupí-li vláda nebo soukromý subjekt či centrální banka na zahraničním finančním trhu akcie či dluhopisy, finanční prostředky odplynou do zahraničí a tato transakce bude v platební bilanci zaznamenána se znaménkem mínus.

Struktura platební bilance.

A. Běžný účet

- Obchodní bilance (vývoz a dovoz)

- Bilance služeb (příjmy a výdaje z oblasti dopravy, cestovního ruchu, ostatních služeb)

- Bilance výnosů (výnosy a náklady v podobě zisků, dividend, úroků, investičních výnosů a renty)

- Běžné převody (příjmy a výdaje z dědictví, výživného, darů, zahraniční pomoci, fondy z EU, příspěvky ČR do rozpočtu EU...)

B. Kapitálový účet (příjmy a výdaje z převodů autorských práv a pozemků; promíjení dluhů, kapitálové transfery související s migrací obyvatel)

C. Finanční účet

- Přímé investice (příliv ze zahraničí / odliv do zahraničí)

- Portfoliové investice (aktiva a pasiva z majetkových cenných papírů, účastí a z dluhových cenných papírů)

- Ostatní investice (aktiva a pasiva tj. půjčky a vklady a to buď dlouhodobá a krátkodobá ve vlastnictví ČNB, obchodních bank, vlády a ostatních sektorů)

D. Saldo chyb a opomenutí, kurzové rozdíly

E. Změna devizových rezerv (-nárůst / + pokles)

Platební bilance má dvě základní části: běžný účet včetně kapitálového účtu a finanční účet. Běžný účet zachycuje toky zboží, služeb, důchodů a transferů. Finanční účet zaznamenává tok kapitálu, finančních prostředků a finančních aktiv.

V odborném textu se můžeme setkat i s pojmem **výkonová bilance**, což je bilance mezinárodního obchodu se zbožím a službami. Je tedy součtem obchodní bilance a bilance služeb.

Z analytického hlediska je také důležitý tzv. **reinvestovaný zisk**. Jedná se o zisk, který zahraniční investor v tamní zemi vytvořil a znovu jej investoval do podnikání. Tento reinvestovaný zisk vystupuje jednak na straně běžného účtu v bilanci výnosů a jednak na straně finančního účtu v položce přímé zahraniční investice. Pro analytické účely se reinvestovaný zisk často od přímých zahraničních investic odečítá, čímž se získají „nové“ zahraniční investice, které jsou zdrojem dodatečné poptávky po měně a mají tak kurzotvorný charakter.

Na straně finančního účtu jsou významnou položkou přímé zahraniční investice, které představují trvalou účast ve firmě s podílem na základním kapitálu 10 a více procent. Přímé zahraniční investice prochází různými vývojovými stádii - životním cyklem - od zahájení investice přes zralost až po ukončení. Většinou platí, že v první polovině životního cyklu, kdy je investice budována, přináší do ekonomiky nové finanční prostředky. Případné zisky jsou znovu investovány (reinvestovány). Ve druhé polovině životního cyklu je investice již etablovaná a zahraniční vlastník inkasuje výnosy z investice, takže počáteční příliv peněz do ekonomiky, kde je investice umístěna, se mění na odliv v podobě dividend, podílů na zisku apod. Bilance výnosů se dostává do deficitu.

Je-li běžný účet v deficitu, například proto, že ekonomika vyváží méně zboží než dováží, musí svůj deficit v obchodních vztazích financovat. A jak? Investicemi a půjčkami ze zahraničí. Do ekonomiky proudí tedy finanční prostředky ze zahraničí a finanční účet je tak v přebytku – dochází k čistému přílivu kapitálu. Jinými slovy řečeno, přebytek na finančním účtu financuje deficit na běžném účtu. V opačné situaci, kdy je vykazován přebytek na běžném účtu, disponuje ekonomika přebytkem

finančních prostředků získaných např. vývozem a přebytečné prostředky půjčuje vnějšímu světu. Finanční účet je tedy v deficitu a dochází k čistému odlivu kapitálu. Saldo běžného účtu (včetně kapitálového) se ale nemusí nutně rovnat obrácené hodnotě salda finančního účtu. Nicméně platební bilance jako každá účetní bilance musí být vyrovnaná, proto i zde je tzv. bilanční položka a tou jsou devizové rezervy. Je-li například deficit běžného účtu vyšší než přebytek finančního účtu, devizové rezervy držené místní centrální bankou klesají. Je-li naopak přebytek finančního účtu vyšší, devizové rezervy rostou.

Financování deficitu běžného účtu může být tzv. **dluhové a nedluhové**. Nedluhové financování představují přímé zahraniční investice a nákup majetkových cenných papírů a účastí. Ostatní položky finančního účtu zařazujeme k dluhovému financování: dluhopisy, půjčky apod.

Obrázek 14 Platební bilance ČR – zkrácená verze

mld. Kč	2007	2008	2009
A. Běžný účet	-113,1	-22,9	-37,0
Obchodní bilance	120,6	102,7	180,6
vývoz	2 479,2	2 473,7	2 131,3
dovoz	2 358,6	2 371,0	1 950,8
Bilance služeb	49,7	65 858,7	26 986,3
Bilance výnosů	-255,7	-174,3	-230,9
Běžné převody	-27,7	-17,2	-13,7
B. Kapitálový účet	19,6	30,4	41,0
<i>Celkem A a B</i>	<i>-93,5</i>	<i>7,5</i>	<i>3,9</i>
C. Finanční účet	125,8	59,0	95,1
Přímé investice	179,1	36,3	26,4
v zahraničí	-32,9	-73,8	-25,5
zahraniční v tuzemsku	211,9	110,1	52,0
Portfoliové investice	-57,2	-9,1	113,8
Finanční deriváty	1,3	-14,0	-7,7
Ostatní investice	2,7	45,9	-37,4
aktiva	-142,2	-74,2	22,2
pasíva	144,9	120,1	-59,6
<i>Celkem A, B a C</i>	<i>32,3</i>	<i>66,5</i>	<i>99,1</i>
D. Saldo chyb a opomenutí, kursové rozdíly	-16,6	-26,4	-38,4
<i>Celkem A, B, C a D</i>	<i>15,7</i>	<i>40,1</i>	<i>60,6</i>
E. Změna devizových rezerv (-nárůst)	-15,7	-40,1	-60,6

Zdroj: ČNB, Statistika platební bilance, září 2010.

6.6.1 Faktory ovlivňující mezinárodní kapitálové toky

- reálná úroková míra: vyšší reálná úroková míra zvyšuje atraktivitu domácích aktiv a přitahuje domácí i zahraniční kapitál; dochází k čistému přílivu kapitálu. Je-li naopak reálná úroková míra příliš nízká v porovnání s ostatními zeměmi se stejným stupněm rizika a stejnou dostupností investic, ekonomika čelí čistému odlivu kapitálu
- změna měnového kurzu: rozhoduje-li se zahraniční investor mezi investicí do domácího nebo zahraničního aktiva nemůže zvažovat jen úrokovou míru ale musí vzít v úvahu i měnový kurz. Chce-li koupit zahraniční aktivum musí směnit svoji měnu platným devizovým kurzem E_t , čímž získá $1/E_t$ jednotek zahraniční měny. Za ty nakoupí zahraniční aktiva. Po roce držby činí výnos zahraničního aktiva $(1/E_t)(1+i_t^*)$. Převede-li tento výnos do domácí měny při očekávaném měnovém kurzu v nadcházejícím roce E_{t+1}^e , pak výnos z držby zahraničního aktiva je roven $(1/E_t)(1+i_t^*) E_{t+1}^e$. Znamená to, že pokud dojde k oslabení domácí měny během daného období, výnosnost zahraniční investice vzroste.
- stupeň rizika: vyšší riziko země při dané úrovni reálné úrokové sazby snižuje atraktivnost domácích aktiv pro zahraniční investory; nejčastěji používaným měřítkem rizika je rating, který hodnotí schopnost země, společnosti apod. dostát svým závazkům. Nejznámější ratingové agentury, které ratingy vydávají, jsou Standard & Poor's, Moody's, nebo Fitch-IBCA.
- dostupnost investic: méně rozvinuté finanční trhy s omezenou nabídkou instrumentů a nízkou likviditou (tzv. mělké trhy) přilákají méně zahraničního kapitálu než rozvinuté s vysokou likviditou.

Mezinárodní kapitálové toky těsně souvisí s domácími úsporami a investicemi. Pro připomenutí, jedna z makroekonomických identit říká, že rozdíl mezi národními úsporami a investicemi se rovná bilanci běžného účtu platební bilance:

$$S - I = BU. \quad (6.11)$$

Jsou-li národní investice vyšší než národní úspory, ekonomika vykazuje deficit běžného účtu (nejčastěji deficit obchodní bilance). Z toho vyplývá, že ekonomiky

s vysokou mírou investic a / nebo nízkou mírou úspor trpí deficity běžného účtu potažmo obchodní bilance.

Dále pokud budeme předpokládat, že běžný účet je plně vyrovnaván finančním účtem ($BU = -FU$), pak můžeme psát, že

$$S + FU = I. \quad (6.12)$$

Součet národních úspor a čistého přílivu kapitálu se musí rovnat domácím investicím do nového kapitálu. Jsou-li národní úspory nízké a investice přitom vysoké, země musí dovážet kapitál ze zahraničí. Obecně platí, že v ekonomice s nízkými národními úspory vzniká tlak na růst reálných úrokových sazeb, který následně přitahuje zahraniční kapitál.

Shrnuto a podtrženo nízká národní míra úspor (soukromých i veřejných) vede k deficitu běžného účtu (potažmo obchodní bilance) a podpoře přílivu zahraničního kapitálu. Příkladem je současná vnější nerovnováha USA.

Financování investic z cizích zdrojů - tedy z přílivu kapitálu - má svá úskalí. Pokud investice nepřinesou postupem času dostatečný objem důchodů na zaplacení dluhů vůči zahraničním investorům, hrozí ekonomice **dluhová krize**.

6.6.2 Model rovnováhy platební bilance

Víme již, že platební bilance je v rovnováze, když deficit běžného účtu platební bilance se rovná přebytku finančního účtu nebo naopak. Nyní si pro odvození modelu rovnováhy zjednodušíme platební bilanci. Budeme předpokládat, že běžný účet se skládá pouze z čistého exportu NX a finanční účet z čistého přílivu kapitálu NCF . Rovnici čistého exportu známe, zbývá nám odvodit rovnici čistého přílivu kapitálu NCF . Víme už ale také, že příliv kapitálu je mimojiné závislý na úrokové sazbě, přesněji na rozdílu mezi domácí a zahraniční úrokovou sazbou, tedy úrokovým diferenciálem: $i - i^*$. Funkci čistého přílivu kapitálu můžeme psát jako:

$$NCF = NCF_a + p(i - i^*), \quad (6.13)$$

kde NCF_a je autonomní příliv kapitálu nezávislý na úrokovém diferenciálu a p je koeficient citlivosti čistého kapitálového toku na úrokovém diferenciálu, přičemž platí,

že s růstem úrokového diferenciálu ve prospěch domácích sazeb roste příliv kapitálu do domácí ekonomiky.

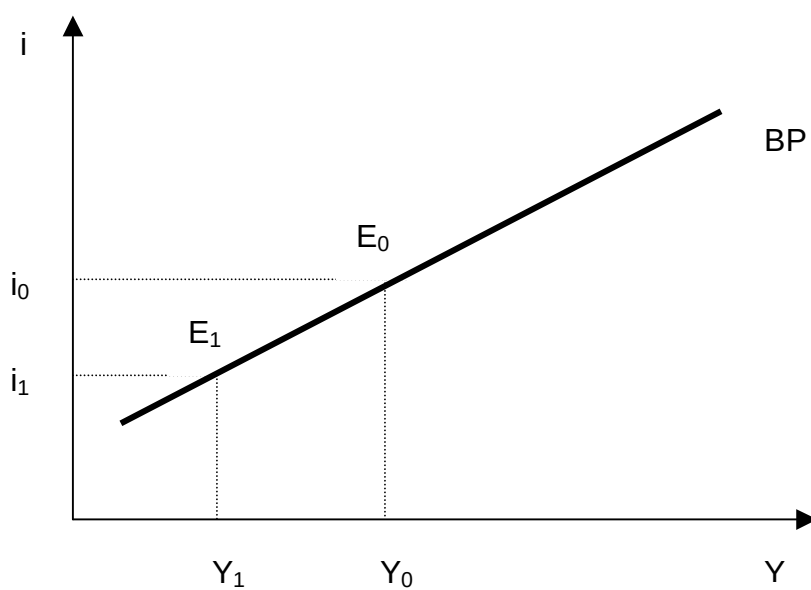
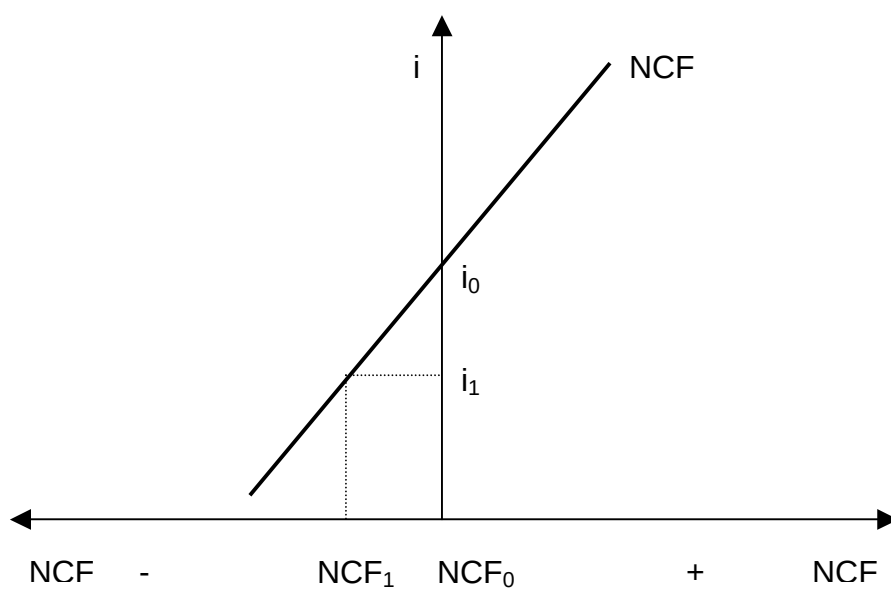
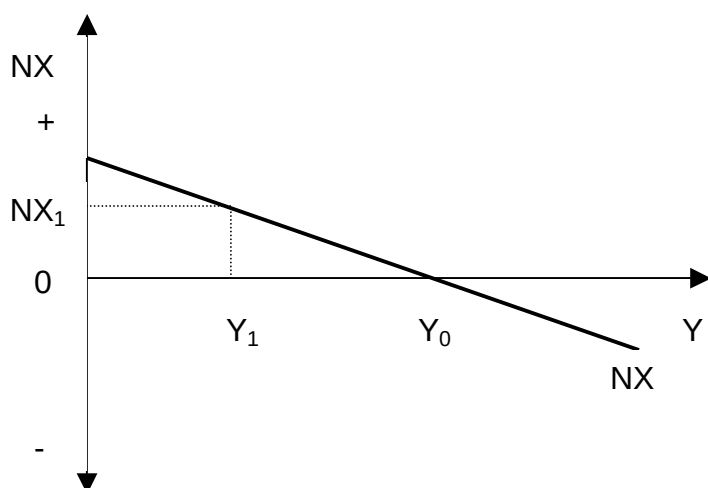
Rovnováha platební bilance je dosažena za předpokladu, že deficit čistého exportu je vykompenzován stejně vysokým čistým přílivem kapitálu a opačně. Jinými slovy, součet bilance čistého exportu a čistého přílivu kapitálu musí být roven nule:

$$X_a - IM_a - mY + \nu R + NCF_a + \rho(i - i^*) = 0 \quad (6.14)$$

Rovnováhu platební bilance lze i snadno odvodit graficky pomocí grafu čistého exportu a čistého přílivu kapitálu. Čistý příliv kapitálu si zobrazíme jako funkci domácí úrokové sazby (přičemž předpokládáme, že zahraniční úroková sazba se nemění, tudíž změna domácí úrokové sazby odpovídá změně úrokového diferenciálu). Jak je v grafu znázorněno, při úrokové sazbě i_0 je čistý příliv kapitálu nulový (křivka NCF protíná osu y v budě odpovídající nulové hodnotě NCF). Je-li čistý příliv kapitálu nulový pak, aby platební bilance byla vyrovnaná ($PB = 0$), musí platit, že čistý export je také vyrovnaný ($NX = 0$). Saldo čistého exportu je nulové při domácím důchodu Y_0 . Kombinací Y_0 a i_0 získáme první rovnovážný bod na křivce BP (bod E_0), ve kterém je platební bilance v rovnováze. Podobně odvodíme druhý rovnovážný bod na křivce BP , bod E_1 . Bodu E_1 odpovídá nižší domácí úroková sazba i_1 . Při nižší domácí úrokové míře i_1 klesl čistý příliv kapitálu do záporných hodnot (jinými slovy nastal odliv kapitálu) na úrovni NCF_1 . Aby zůstala platební bilance zůstala v rovnováze musí kladné saldo čistého exportu vykompenzovat záporné saldo čistého přílivu kapitálu. V našem modelovém příkladu je potřebný přebytek čistého exportu dosažen při úrovni produktu Y_1 . Kombinací Y_1 a i_1 získáme druhý rovnovážný bod na křivce PB . Kdyby naopak došlo k růstu domácí úrokové sazby nad úroveň i_0 , kladné saldo čistého přílivu kapitálu by muselo být pro zachování rovnováhy platební bilance kompenzováno deficitem čistého exportu, který by byl dosažen při vyšší domácím důchodu než Y_0 .

Křivka platební bilance zobrazuje množinu kombinací reálného (domácího) důchodu a úrokové sazby, při kterých je dosažena rovnováha platební bilance.

Obrázek 15 Odvození křivky BP



Pokud se mění jiné veličiny než domácí důchod a úroková míra, dochází k posunům nebo změnám sklonu křivky BP. Posun křivku severozápadně může zapříčinit:

- a) zvýšení zahraniční úrokové sazby (rovnováha platební bilance při různých úrovních produkce Y může být dosažena jen při vyšší domácí úrokové sazbě)
- b) poklesem autonomního exportu nebo autonomního čistého přílivu kapitálu
- c) poklesem citlivosti čistých exportů na reálný měnový kurz (v)
- d) zhodnocením reálného měnového kurzu.

Změna citlivosti čistého přílivu kapitálu na úrokový diferenciál (ρ) vede jak k posunu, tak ke změně sklonu křivky a to tak, že vyšší citlivost čistého přílivu kapitálu na úrokovém diferenciálu by posunula křivku BP severozápadně a zároveň by zvýšila její sklon. Citlivost čistého přílivu kapitálu na úrokovém diferenciálu je mimochodem ovlivněna stupněm kapitálové mobility. V našem modelu jsme pracovali s pozitivně skloněnou křivkou NCF, která platí pro situaci nedokonalé kapitálové mobility (existují různé překážky volného toku kapitálu). V extrémním případě dokonalé kapitálové imobility, je ρ roven nule a křivka NCF vertikální k ose x na úrovni domácího produktu, který zajistí, že příliv (odliv) autonomních kapitálových toků se bude rovnat schodku (přebytku) čistého exportu. Naopak v případě dokonalé kapitálové mobility ρ odpovídá nekonečnu a křivka NCF je horizontální (kolmá na osu y). Osy x se dotýká v bodě, ve kterém se domácí úroková sazba rovná zahraniční ($i - i^* = 0$). Toto ale platí, za předpokladu, že ostatní faktory včetně reálného měnového kurzu, rizikové premie apod. zůstávají neměnné.

6.6.4 Nekrytá úroková parita

V podmínkách dokonalé kapitálové mobility se předpokládá, že výnosnost totožných aktiv je na všech trzích stejná. V opačném případě by vznikl prostor pro mezinárodní arbitráž. Dejme tomu, že domácí reálná úroková sazba se rovná i_t a výnos z držby domácího aktiva po dobu jednoho roku je roven $(1+i_t)$. Označíme-li zahraniční úrokovou sazbu i_t^* a směnný kurz mezi domácí a zahraniční měnou E_t , pak výnos z držby zahraničního aktiva po dobu jednoho roku je, jak již víme, roven:

$$(1/E_t)(1+i_t^*)E_{t+1}^e,$$

kde E_{t+1}^e je očekávaný směnný kurz v nadcházejícím roce. Funguje-li arbitráž, pak platí, že

$$1 + i_t = \left(\frac{1}{E_t} \right) (1 + i_t^*) E_{t+1}^e,$$

po úpravě:

$$1 + i_t = \left(\frac{E_{t+1}^e}{E_t} \right) (1 + i_t^*). \quad (6.15)$$

Tato rovnice se nazývá **nekrytá úroková parita** (zkráceně podmínka úrokové parity). Nekrytá proto, že nezahrnuje rozdílnou míru rizika aktiv.

S rovnicí nekryté úrokové parity se častěji pracuje v podobě následující rovnice:

$$1 + i_t = (1 + i_t^*) \left(1 + \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} \right).$$

Tu v případě aproximace (u čísel pod 20 %) můžeme zjednodušit na zápis:

$$i_t \approx i_t^* + \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t}. \quad (6.16)$$

Výraz $(E_{t+1}^e - E_t) / E_t$ vyjadřuje očekávanou míru změny (konkrétně oslabení) domácí měny.

Podle nekryté úrokové parity se domácí úroková míra musí rovnat zahraniční úrokové míře a očekávané míře oslabení domácí měny. Jinými slovy řečeno, očekáváme-li oslabení domácí měny, musí být domácí úrokové sazby vyšší než zahraniční. Jinak by bylo výhodnější držet zahraniční aktiva.

6.7 Přizpůsobení nerovnováhy v platební bilanci

Nerovnováhu běžného účtu platební bilance není možné udržovat věčně, obzvlášť ne na vysoké úrovni. Při nerovnovážné bilance běžného účtu dochází k přizpůsobení devizových rezerv: při přebytku vyšším než je deficit na finančním účtu dochází k růstu devizových rezerv a při deficitu naopak k jejich poklesu. Změny devizových rezerv pak vytváří tlak na změnu devizového kurzu.

Kromě aktivních opatření hospodářské politiky na odstranění nerovnováhy v platební bilanci, jsou v ekonomice zabudovány **automatické přizpůsobovací mechanismy**, které směřují k nastolení opětovné rovnováhy. Tyto mechanismy jsou založeny buď na změnách důchodů (důchodové mechanismy) nebo na změnách cen (cenové mechanismy) a konečně na změnách peněžní zásoby (monetární mechanismy). Jejich fungování a účinnost se liší podle uplatňovaného režimu měnového kurzu. Začneme s vysvětlením automatických režimů vyrovnávání nerovnováhy v platební bilanci v režimu volně plovoucího měnového kurzu.

Přizpůsobení PB v režimu volně plovoucího měnového kurzu

Automatické mechanismy přizpůsobování platební bilance v režimu volného měnového kurzu vycházejí z předpokladu, že nerovnováha v platební bilanci vede k oslabení měnového kurzu. To vede ke zhoršení směnných relací (z důvodu růstu cen dovozu) a následně ke zlepšení obchodní bilance potažmo běžného účtu, protože výdaje domácností se přesunou z nyní relativně dražšího zahraničního zboží k nyní relativně levnějšímu domácímu zboží. Výsledkem bude růst i hrubého domácího produktu (předpokládáme, že ekonomika se pohybuje pod potenciálem). Víme již ale, že podmínkou proto, aby oslabení měnového kurzu mělo pozitivní dopad na obchodní bilanci, je platnost tzv. Marshall-Lernerovy podmínky.

A. důchodový mechanismus - absorpční přístup

Absorpční přístup k vyrovnávání nerovnováhy v běžném účtu platební bilance vychází z předpokladu, že běžný účet platební bilance odráží rozdíly mezi produkcí v ekonomice a její absorpcí rovnající se součtu soukromých, vládních a investičních výdajů. Jeli domácí produkce nižší než domácí absorpce vzniká deficit, jeli- naopak domácí produkce vyšší než domácí absorpce, výsledkem je přebytek obchodní

balance (běžného účtu). Tento vztah vyjadřuje jedna ze základních makroekonomických identit, které definují hrubý národní disponibilní důchod jako součet soukromých a vládních výdajů, plánovaných investičních výdajů a běžného účtu:

$$HNDD = C + I + G + BU, \quad (6.17)$$

kde HNDD je součtem HDP a salda prvotních důchodů a běžných transferů s nerezidenty.

Nahradíme-li soukromou a veřejnou spotřebu plus plánované investice absorpcí získáme následující rovnici:

$$HNDD = A + BU. \quad (6.18)$$

Z té vyplývá, že **saldo běžného účtu můžeme zlepšit buď zvýšením hrubého národního disponibilního důchodu (tedy produkce) nebo snížením domácí absorpce**. Jinými slovy, pokud má oslabení měnového kurzu zlepšit běžný účet, musí se zvýšit produkt vlivem vyššího čistého vývozu⁶, popřípadě musí poklesnout domácí absorpce v důsledku zvýšení míry inflace způsobené oslabením měnového kurzu, který vyvolal růst cen dovážených statků. Zvýšení domácí míry inflace vede k poklesu reálné hodnoty peněžních zůstatků (viz tzv. efekt reálných peněžních zůstatků) a následně k poklesu absorpce ekonomiky. Je nutno připomenout, že předpokladem je, že ekonomika se pohybuje pod potenciálem, jinak by zvýšení domácí produkce vedlo především k růstu domácí inflace bez pozitivního dopadu na běžný účet platební bilance. Je-li ekonomika ale na úrovni potenciálu, je žádoucí, aby oslabení měnového kurzu doprovázelo snížení domácí absorpce ($C + I + G$). Domácí absorpce může poklesnout vlivem restriktivní hospodářské politiky zaměřené na složky položky domácí absorpce včetně opatření na **zvýšení soukromých a vládních úspor**. Vztah mezi úsporami a saldem běžného účtu lze odvodit z rovnice definující rovnováhu otevřené ekonomiky. Podle té se saldo běžného účtu rovná rozdílu mezi soukromými úsporami (S) a plánovanými investicemi (I) a mezi vládními příjmy (daněmi TA) a vládními výdaji ($G+TR$). Tuto rovnost si odvodíme pomocí rovnice rovnovážného produktu otevřené ekonomiky:

$$Y = C + I + G + NX, \quad (6.19)$$

⁶ Zlepšení čistého exportu musí být vyšší než případné zvýšení dovozu vyvolané (indukované) přírůstkem důchodu.

Poté si místo produktu vyjádříme úspory, které se rovnají $S = Y - TA + TR - C$. Do rovnice soukromých úspor pak dosadíme rovnici produktu a po úpravě dostaneme:

$$S = I + G - TA + TR + NX.$$

Zobecníme-li NX na saldo běžného účtu pak

$$\begin{aligned} BÚ &= S + (TA - G - TR) - I, \\ BÚ &= (S - I) + (TA - G - TR). \end{aligned} \quad (6.20)$$

Pro ujasnění veřejné úspory se v tomto vyjádření rovnají přebytku rozpočtu vlády, neboť vládní výdaje v této rovnici nezahrnují plánované vládní investice.

Schéma keynesiánského důchodového mechanismu

Deficit OB / BÚ $\Rightarrow$ oslabení měny vlivem nižší poptávky po domácí měně $\Rightarrow$ zvýšení cen dovozu a následně domácí míry inflace $\Rightarrow$ pokles poptávky po dovozu a domácí absorpce (viz. efekt reálných peněžních zůstatků) $\Rightarrow$ vyrovnání OB / BÚ (předpoklad: ekonomika pod potenciálem, splněna Marshall-Lernerova podmínka, projeví se efekt reálných peněžních zůstatků)

B. cenový přístup - monetární přístup k PB

Podle monetaristického přístupu deficit platební bilance představuje přebytkovou poptávku po zboží, službách a kapitálu a je odrazem přebytkové nabídky peněz, která odplouvá do zahraničí (devizové rezervy centrální banky klesají). Na trhu peněz tak panuje nerovnováha. Nerovnováha je i na devizovém trhu (přebytek nabídky domácí měny) a ta vede k oslabení domácí měny. Oslabení domácí měny způsobí zvýšení cen dovozu a následně i domácí cenové hladiny (míry inflace). Vyšší cenová hladina sníží reálnou hodnotu peněz a prostřednictvím efektu reálných peněžních zůstatků dojde k poklesu výdajů na import ale i domácí zboží. V důsledku toho klesá dovoz a roste vývoz. Saldo běžného účtu se zlepšuje. Monetaristé však předpokládají, že efekt oslabení měny je pouze krátkodobý a ovlivní ekonomiku pouze tehdy, pokud má vliv na poptávku po penězích. V dlouhém období vede depreciace pouze a jenom k růstu cenové hladiny, neboť monetaristé předpokládají,

že se ekonomika v dlouhém období pohybuje na potenciálu a trhy jsou v rovnováze. Rovnováha na trhu peněz je obnovena prostřednictvím změny devizových rezerv.

A protože narovnání běžného účtu platební bilance vede přes oslabení měny ke zvýšení domácí inflace, hovoří se v této souvislosti o **dovoze inflace**.

Schéma cenového vyrovnávacího mechanismu

Deficit OB / BÚ $\Rightarrow$ odliv peněz do zahraničí $\Rightarrow$ oslabení měny $\Rightarrow$ zvýšení cen dovozu a snížení cen vývozu $\Rightarrow$ růst exportu a pokles importu $\Rightarrow$ vyrovnání OB / BÚ

C. měnový mechanismus neboli přístup z hlediska elasticit

Tento mechanismus se omezuje pouze na vliv měnového kurzu na relativní ceny vývozu a dovozu. Přitom nepředpokládá žádné změny reálných důchodů v domácí ani v zahraniční ekonomice. Spoléhá se na platnost Marshall-Lernerovy podmínky (poptávka po dovozu a vývozu je cenově elastická), což znamená, že oslabení měnového kurzu zlepšuje schodek obchodní bilance potažmo běžného účtu vlivem zvýšení cen dovozu a snížení cen vývozu.

Schéma měnového vyrovnávacího mechanismu

Deficit OB / BÚ PB $\Rightarrow$ převis poptávky nad nabídkou deviz $\Rightarrow$ znehodnocení měny $\Rightarrow$ růst exportu a pokles importu $\Rightarrow$ vyrovnání BÚ PB (předpoklad: pružný MK, platnost Marshall-Lernerovy podmínky, ekonomika pod potenciálem, křivka dlouhodobé agregátní nabídky dokonale cenově neelastická ...)

6.8 Přizpůsobení PB v režimu pevného měnového kurzu

A. keynesiánský důchodový přístup k PB

Podle tohoto přístupu již samotný vznik schodku obchodní bilance, potažmo běžného účtu, má „sebenarovnávací“ efekt. Schodek obchodní bilance jako součást agregátní poptávky snižuje samotnou agregátní poptávku a ta pak rovnovážný produkt. Neklesají výdaje jen za domácí ale i zahraniční zboží. Klesá dovoz a s ním

se zlepšuje saldo zahraničního obchodu potažmo běžného účtu. Výsledkem je částečné, ne ale plné, přizpůsobení platební bilance, které se děje prostřednictvím změn v důchodech, produkci a zaměstnanosti. Zbylá část přizpůsobení se děje prostřednictvím cen, konkrétně změn relativních cen (poklesem relativních cen domácí produkce, tedy znehodnocením reálného měnového kurzu).

Na platnosti keynesiánského důchodového mechanismu je postaven **teorém lokomotivy**. Ten popisuje přenos / šíření hospodářského cyklu z jedné ekonomiky do druhé. Pokud by se klíčovému obchodnímu partnerovi domácí ekonomiky podařilo zvýšit agregátní produkt potažmo agregátní poptávku (např. fiskální nebo měnovou expanzí), zvýšila by se v cizí ekonomice poptávka po dovozu z domácí ekonomiky. Rostl by vývoz z domácí ekonomiky, čímž by se vyrovnal běžný účet platební bilance zdejší ekonomiky. Jinými slovy ekonomické oživení ekonomiky významného obchodního partnera se přeneslo do domácí ekonomiky skrze mezinárodní obchod (viz známá vazba české ekonomiky na německou).

Schéma keynesiánského důchodového vyrovnávajícího mechanismu

Deficit OB / BÚ = velký import nebo malý export $\Rightarrow$ pokles AD $\Rightarrow$ pokles produktu $\Rightarrow$ pokles importu a růst exportu $\Rightarrow$ vyrovnání OB (předpoklad: pevný MK, pevné ceny, agregátní produkt je určen agregátní poptávkou ...)

B. cenový přístup - monetární přístup k PB

Podle monetaristického přístupu deficit běžného účtu platební bilance představuje přebytečnou poptávku po zboží, službách a kapitálu a je odrazem přebytečné nabídky peněz, která plyne do zahraničí. Nerovnováha na devizovém trhu (přebytek nabídky) vede k tlaku na oslabení domácí měny. Centrální banka musí intervenovat, aby tlumila tyto tlaky. Nakupuje domácí měnu na devizovém trhu za své devizové rezervy. Domácí peněžní zásoba klesá, klesají i ceny v ekonomice. Nižší ceny domácí zboží snižují atraktivnost zboží z dovozu a objem dovozu v důsledku toho klesá. Saldo běžného účtu se zlepšuje.

Schéma cenového vyrovnávajícího mechanismu

Deficit OB / BÚ $\Rightarrow$ odliv peněz do zahraničí $\Rightarrow$ tlak na oslabení měny $\Rightarrow$ intervence CB na podporu měnového kurzu $\Rightarrow$ pokles peněžní zásoby $\Rightarrow$ pokles domácí cenové hladiny $\Rightarrow$ růst exportu a pokles importu $\Rightarrow$ vyrovnání OB (předpoklad: pevný MK, nulová mobilita kapitálu...)

Pokud nevyloučíme možnost devalvace měny v důsledku neudržitelného tlaku na oslabení měny vedoucí k „vyplenění“ devizových rezerv centrální banky, můžeme i v režimu pevného měnového kurzu zařadit k vyrovnávacím mechanismům platební bilance **měnový mechanismus**. Jeho fungování jsme si popsali v předchozí subkapitole.

6.9 Stabilizační politika v otevřené ekonomice

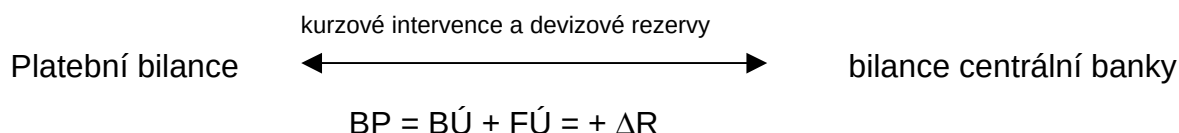
Cíle hospodářské (stabilizační) politiky můžeme rozdělit na vnitřní a vnější.

Vnitřním cílem makroekonomické hospodářské politiky je dosažení potenciálního produktu, míry nezaměstnanosti nevyvolávající inflaci, relativně nízké a stabilní inflace.

Vnější hospodářským cílem je vnější rovnováha ve smyslu rovnováhy běžného a finančního účtu platební bilance. Nevzniká tak žádný tlak na devizové rezervy centrální banky potažmo na devizový kurz a na zahraniční zadlužení země.

Vnitřní rovnováha: dosažení úrovně produktu, která odpovídá plné zaměstnanosti a cenové stabilitě;

Vnější rovnováha: vyrovnanost platební bilance (tj. nulové saldo součtu běžného a finančního účtu, neboli neměnný objem devizových rezerv CB); v užším pojetí je vnější nerovnováha ztotožňována s vyrovnaným saldem čistého exportu ($NX = 0$) popřípadě běžného účtu ($BÚ = 0$);



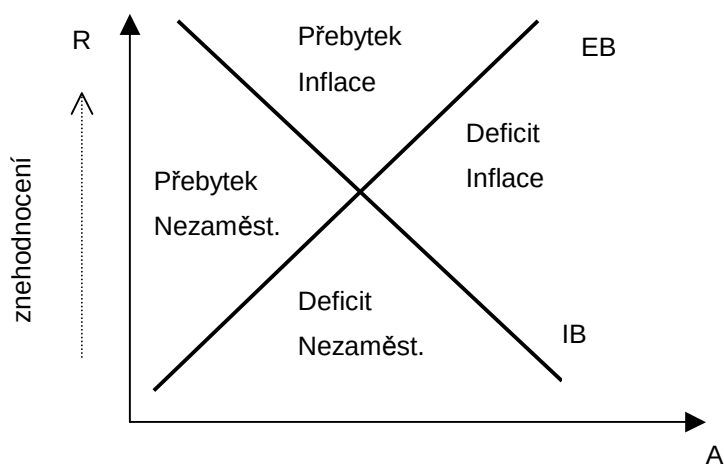
Při práci s vnějšími a vnitřními makroekonomickými cíli je nutné rozlišovat dva základní typy nástrojů makroekonomické hospodářské politiky:

- politiku měnící výdaje**, která určuje absolutní výši celkových výdajů v ekonomice (výdaje spotřební, vládní, investiční, výdaje na export nebo na import); mezi její nástroje patří snižování nebo zvyšování úrokových sazeb, peněžní zásoby, změna vládních výdajů, daní apod.
- politiku přesunující výdaje** vede k přesunu výdajů mezi domácím sektorem a zahraničím; patří sem např. devalvace či revalvace devizového kurzu, zavedení cel a kvót apod.

6.10 Aplikace nástrojů makroekonomické hospodářské politiky ve čtyřech různých situacích

Vedle námi již známém aparátu křivek AS-AD si můžeme vysvětlit čtyři základní kombinace ekonomických nerovnováh a způsoby jejich řešení pomocí tzv. **Swanova diagramu**, ve kterém se předpokládá nulová nebo velmi nízká mobilita kapitálu, pevný měnový kurz a splnění Marshall-Lernerovy podmínky. Swanův diagram je tvořen dvěma liniemi: IB – linie vnitřní rovnováhy (internal balance) – zobrazující všechny kombinace absorpce ekonomiky a reálného měnového kurzu, které vedou k dosažení vnitřní rovnováhy (potenciálního produktu). IB je klesající, neboť růst absorpce, vedoucí za jinak nezměněných okolností k růstu produktu, musí být vykompenzován reálným zhodnocením, které zdražuje export a snižuje čistý export. EB – linie vnější rovnováhy (external balance) – je opět kombinací absorpce a reálného měnového kurzu, při které je dosažena vnější rovnováha (nulový přírůstek devizových rezerv). EB je rostoucí, neboť vyšší absorpce domácí ekonomiky zvyšuje dovoz. K udržení vnější rovnováhy je zapotřebí znehodnocení reálného měnového kurzu (zvýšení vývozu). Body mimo tyto linie jsou body nerovnováhy. Nad IB je pro danou úroveň reálného měnového kurzu příliš vysoká domácí absorpce, což zvyšuje ceny. Pod IB je absorpce naopak menší a prohlubuje se nezaměstnanost a míra inflace klesá. Nad EB je pro danou úroveň absorpce reálný měnový kurz příliš slabý a vytváří se přebytek na běžném účtu platební bilance. Pod EB je reálný měnový kurz naopak příliš silný a vzniká deficit.

Obrázek 16 Swanův diagram

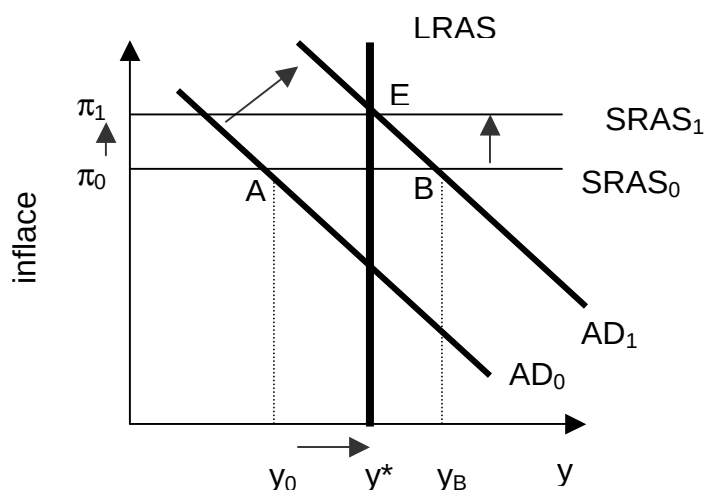


Pozn.: A... absorpce ekonomiky rovnající se soukromé a vládní spotřebě plus investicím; R... reálný měnový kurz.

A nyní si zanalyzujeme čtyři základní typy ekonomických nerovnováh:

1. **přebytek obchodní bilance a nezaměstnanost (recesní mezera)** – v této situaci mohou tvůrci hospodářské politiky zvýšit výdaje nebo snížit daně popřípadě snížit úrokové sazby, tím podpořit agregátní poptávku a produkci, snížit nezaměstnanost. Vyšší domácí poptávka zvýší poptávku po zboží a službách ze zahraničí, zvýší se dovoz a odstraní se přebytek obchodní bilance. Jedná se o nekonfliktní situaci – dosažení vnitřní a vnější rovnováhy je dosaženo pomocí **politiky měnící výdaje**. V intencích modelu AS – AD dojde k růstu AD (část růstu domácí poptávky jde na vrub zvýšení dovozu, takže konečné zvýšení AD je nižší). Ekonomika se hypoteticky dostává do přechodného bodu B, tedy nad potenciál. Firmy zvyšují ceny, roste inflace, SRAS se posouvá severně. Výsledkem je návrat produktu na potenciál a zvýšení míry inflace za předpokladu, že podpora ze strany hospodářské politiky přecenila hloubku recese popř. podcenila dopad svých podpůrných opatření na inflaci. V důsledku zvýšení domácí míry inflace dojde nejspíš i k posílení reálného měnového kurzu, což sníží přebytek obchodní bilance.

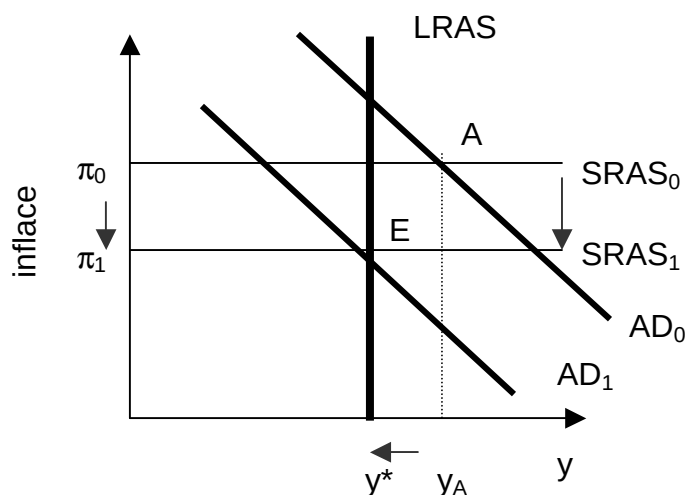
Obrázek 17 Recesní mezera



2. **přebytek obchodní bilance a inflace** – v tomto případě se jedná o konflikt cílů. Použití politiky zvyšující výdaje by sice vedlo ke zvýšení

importu (tedy ke snížení přebytku v zahraničním obchodě), neboť předpokládáme přímou závislost mezi domácí poptávkou a dovozem, ale znamenalo by to zároveň zesílení tlaku na růst cen. Při použití politiky snižující výdaje by naopak došlo k odstranění inflační mezery, ale také bohužel ke snížení importu a zvětšení přebytku obchodní bilance. Je proto nutné použít kombinaci **politiky** měnící (snižující) výdaje a **přesunující výdaje** (od domácího sektoru směrem k zahraničnímu). Tvůrci hospodářské politiky mohou provést revaluaci měny doprovázenou např. zvýšením daní nebo úrokové míry. Politika snižující výdaje nesmí mít ale větší dopad do ekonomiky než politika měnící výdaje! V modelu AD-AS dojde k posunu křivky AD jihozápadně (klesá jak domácí poptávka tak i čistý export). Pokles AD vyvolá pokles inflačních očekávání a SRAS se posouvá jižně, dokud není dosažena rovnováha v bodě E.

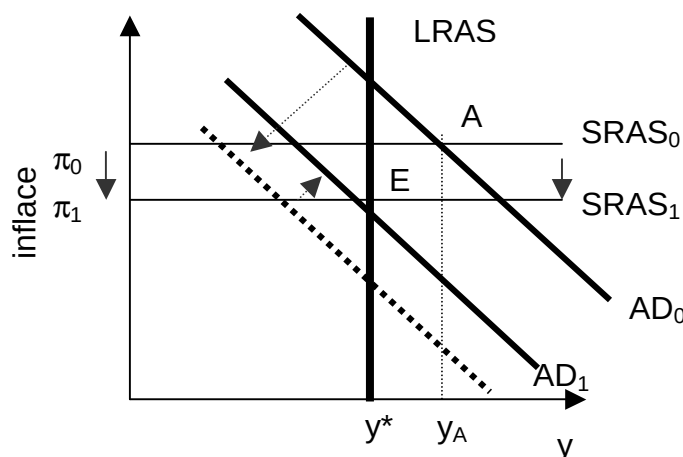
Obrázek 18 Inflace a přebytek obchodní bilance



3. **deficit obchodní bilance a inflační mezera** (ČR v 96/97) – z hlediska cílů nekonfliktní situace – použití politiky měnící výdaje, tentokrát politiky snižující výdaje (zvýšení daní či úrokových sazeb nebo snížení vládních výdajů), dojde ke snížení domácí poptávky, následně dovozu a odstranění deficitu obchodní bilance; sníží se i poptávkové inflační tlaky.

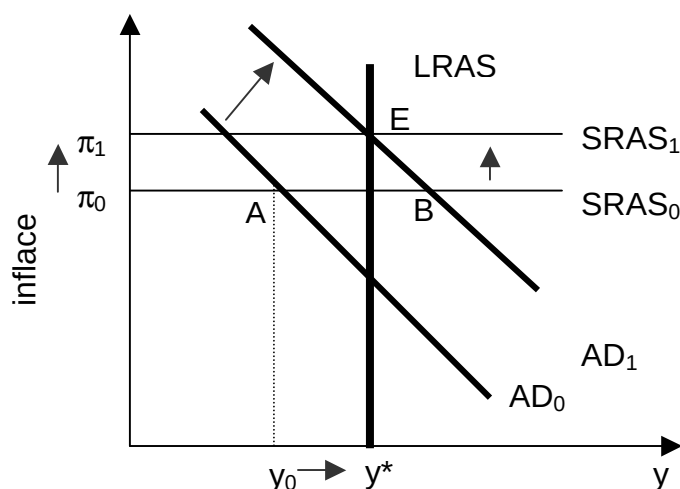
Tento případ je z pohledu modelu AS-AD velmi podobný předchozímu případu s tím rozdílem, že prvotní snížení výdajů (pod AD_1) je částečně kompenzováno poklesem dovozu, který naopak zvyšuje AD skrze čistý export na úroveň AD_1 . Každopádně SRAS klesá se snižujícími se inflačními očekáváním.

Obrázek 19 Inflace a deficit obchodní bilance



4. **deficit obchodní bilance a nezaměstnanost** – jedná se pro změnu o konfliktní situaci; politika měnící výdaje může vyřešit jen jeden z problému navíc na úkor toho druhého (např. zvýšením vládních výdajů dojde ke zvýšení dovozu a prohloubení deficitu obchodní bilance). Řešením je použití dvou typů politik a to jak politiky měnící (zvyšující) výdaje, tak politiky přesunující výdaje (směrem od zahraničního sektoru k domácímu). Konkrétněji: devalvací (znehodnocením) měny (politikou přesunující výdaje) snížíme cenu vyváženého zboží na zahraničních trzích a zvýšíme poptávku po něm neboli zvýšíme export. Odstraní se tak deficit obchodní bilance. A politikou zvyšující výdaje (např. snížením daní či zvýšením vládních výdajů, popř. snížením úrokové míry) odstraníme recesní mezeru. Výsledný dopad politiky zvyšující výdaje nesmí být větší než politiky přesunující výdaje! Podle modelu AS-AD dojde nejprve k výraznému růstu AD nad AD_1 vlivem nižších daní / nižších úrokových sazeb a devalvace měny. Vyšší výdaje zvednou inflaci a inflační očekávání. SRAS se posouvá severně.

Obrázek 20 Nezaměstnanost a deficit



6.11 Pravidla nástrojů a cílů v hospodářské politice

Teorie hospodářské politiky doporučuje v praxi dodržovat několik základních pravidel použití nástrojů hospodářské politiky ve vztahu k jejím cílům.

Tinbergenovo pravidlo nástrojů a cílů: ekonomika potřebuje tolik nástrojů, kolik má nezávislých cílů. A podle **Mundellova principu** pro každý cíl volíme takový nástroj, který má na něj největší vliv. Tento princip se někdy nazývá princip efektivní tržní klasifikace.

Pravidlo, které se nakonec prosadilo, je známo pod pojmem **Meadeho princip zodpovědnosti**, který požaduje, aby za každý makroekonomický cíl byla zodpovědná jedna státní instituce, která má na použitý nástroj výlučný vliv; tedy jeden nástroj jedné speciální instituci s odpovědností udržovat přijatelnou úroveň jediného přesně definovaného cíle. J. Meade je také autorem pravidla, které říká, že k dosažení vnitřní a vnější rovnováhy musí země použít dva nezávislé nástroje hospodářské politiky s rozdílnými účinky na reálný produkt a platební bilanci (viz. aplikace Tinbergenova pravidla nástrojů a cílů).

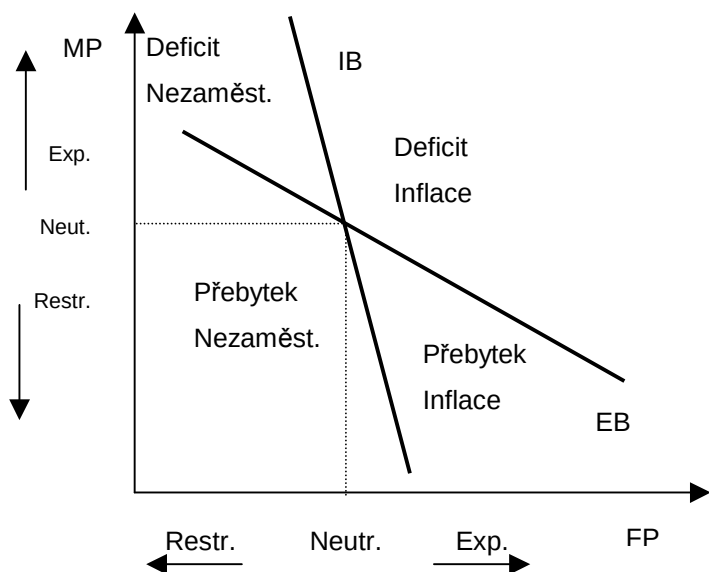
V praxi jde povětšinou o naplnění hned několik národohospodářských cílů najednou a proto volíme množinu, kombinaci nástrojů vedoucích k jejich dosažení.

Rozhodování probíhá za nejistoty, v podmínkách nedostatečných informací.

Princip efektivní tržní klasifikace: k dosažení cíle má být použit takový nástroj, který dokáže naplnit daný cíl nejefektivněji (pro daný cíl použít nástroj s největším vlivem na vybranou proměnnou). Grafické znázornění se provádí opět pomocí linie IB tentokrát ale zachycující kombinace fiskální a měnové politiky zajišťující vnitřní ekonomickou rovnováhu a linie EB jako kombinaci fiskální a měnové politiky zajišťující vnější ekonomickou rovnováhu. Pod křivkou IB je pro dané nastavení měnové politiky fiskální politika příliš restriktivní a tudíž ekonomika trpí nezaměstnaností. Nad IB je naopak fiskální politika příliš uvolněná a ekonomiku sužuje inflace. Pod EB je pro dané nastavení fiskální politiky měnová politika zbytečně přísná a ekonomika vůči vnějšímu světu vykazuje přebytek. Nad EB je ale měnová politika naopak příliš uvolněná a země vykazuje deficit ve styku se zahraničím.

- a) v systému pevných měnových kurzů má fiskální politika sledovat cíle vnitřní rovnováhy a měnová politika cíle vnější rovnováhy (předpoklad: omezené kapitálové mobility). V systému pevných měnových kurzů se musí centrální banka totiž v první řadě postarat o stabilitu měnového kurzu prostřednictvím intervencí na devizovém trhu. Pokud by se snažila změnami úrokových sazeb odstranit vnitřní nerovnováhu (např. recesi snížením úrokových sazeb) dostala by se v prostředí alespoň omezené kapitálové mobility do konfliktu s pevným měnovým kurzem. Pokles úrokových sazeb doma při stabilních sazbách v zahraničí by vedl k poklesu poptávky po domácí měně a devizový trh by tlačil domácí měnu ke znehodnocení. Centrální banka by musela tuto měnu nakupovat za své devizové rezervy, aby udržela její stabilní devizový kurz. Poptávka po domácí měně by se mohla vrátit prostřednictvím intervencí až na původní úroveň a s ní i domácí úroková sazba. Vnitřní ekonomická nerovnováha by zůstala zachována. V podmínkách dokonalé kapitálové mobility dokonce platí, že fiskální politika je maximálně účinná, neboť následný růst peněžní zásoby zabrání zvýšení domácích úrokových sazeb a tudíž k vytěšňovacímu efektu.

Obrázek 21 Princip efektivní tržní klasifikace – pevný měnový kurz

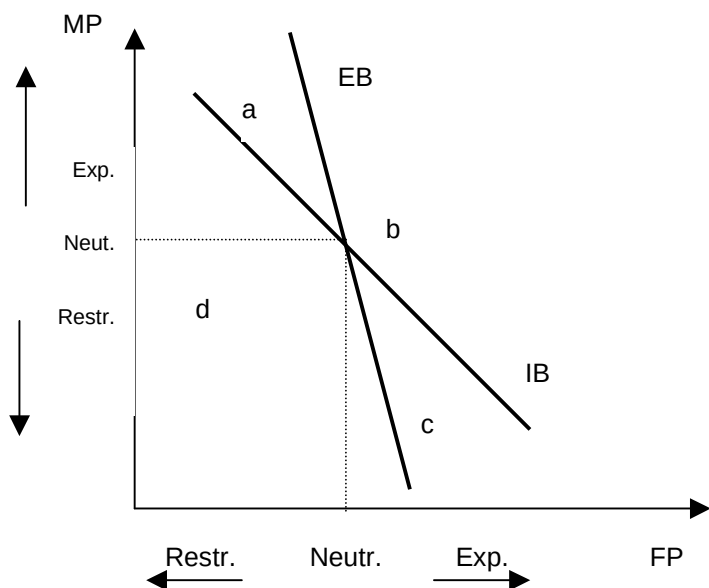


Princip efektivní tržní klasifikace přiřazuje pro nerovnovážné situace následující dvojice politik:

Ekonomická situace	Fiskální politika	Měnová politika
Nezaměstnanost a přebytek	expanzivní	expanzivní
Inflace a přebytek	restriktivní	expanzivní
Inflace a deficit	restriktivní	restriktivní
Nezaměstnanost a deficit	expanzivní	restriktivní

b) v systému flexibilních měnových kurzů a nedokonalé kapitálové mobility je sklon IB vůči ose y větší, neboť měnová politika je ve sledování vnitřních cílů účinnější. Centrální banka již není svázána povinností udržovat fixní měnový kurz. Tak například v případě nezaměstnanosti a deficitu se světová centrální banka snížila úrokové sazby, podpoří domácí poptávku. Zároveň nižší domácí úrokové sazby sníží poptávku po domácí měně, ta znehodnotí. Slabší měnový kurz podpoří vývoz a utlumí dovoz. Růst domácí poptávky je tak navíc podpořen zvýšením čistého exportu.

Obrázek 22 Princip efektivní tržní klasifikace – volný měnový kurz



Popisky:

a ... přebytek a inflace

b ... deficit a inflace

c ... deficit a nezaměstnanost

d ... přebytek a nezaměstnanost

Ekonomická situace	Měnová politika	Fiskální politika
Nezaměstnanost a přebytek	expanzivní	expanzivní
Inflace a přebytek	restriktivní	expanzivní
Inflace a deficit	restriktivní	restriktivní
Nezaměstnanost a deficit	expanzivní	restriktivní

c) v systému volných měnových kurzů a v prostředí vysoké kapitálové mobility je křivka EB totožná s křivkou IB a tudíž nemá smysl rozlišovat účinky fiskální a měnové politiky; pohyb devizového kurzu obnovuje vnější rovnováhu, zatímco fiskální a/nebo měnová politika pomůže obnovit vnitřní rovnováhu.

6.12 Zahraniční dluh a udržitelnost deficitu BÚ

Zahraniční neboli vnější dluh vzniká akumulací částí deficitů běžného účtu. Deficit běžného účtu může být, jak již víme, financován (finančně kryt) nedluhovými nebo dluhovými zdroji. Zahraniční dluh představuje právě tu část deficitu běžného účtu, které je kryta z dluhových zdrojů jako jsou dluhopisy v rámci položky portfoliových investic a ostatní investice.

Tabulka 4 Deficity běžného účtu a zahraniční zadluženost ČR

	2006	2007	2008	2009
Běžný účet platební bilance, mld. Kč	-77,2	-113,1	-22,9	-37,0
Běžný účet platební bilance, v % HDP	-2,4	-3,2	-0,6	-1,0
Finanční účet platební bilance, mld. Kč	92,4	125,8	59,0	95,1
Finanční účet platební bilance, v %HDP	2,9	3,6	4,1	2,6
Hrubý zahraniční dluh ČR, mld. Kč	1193,7	1374,7	1607,4	1589,7
Hrubý zahraniční dluh ČR, v % HDP	37,0	38,9	43,6	43,8

Zdroj: ČNB, září 2010.

Problém růstu zahraniční zadluženosti – problém udržitelnosti deficitu běžného účtu

Aritmetiku, kterou jsme aplikovali na vznik a úhradu vládního dluhu, můžeme použít pro vznik a úhradu zahraničního dluhu.

Deficit běžného účtu financovaný dluhem si označíme CA^d a zahraniční dluh B . Přírůstek zahraničního dluhu můžeme vyjádřit jako:

$$B_t - B_{t-1} = CA^d_{(t)}, \quad (6.21)$$

neboli přírůstek zahraničního dluhu je roven deficitu běžného účtu financovaném dluhem.

Vyčleníme-li ze salda běžného účtu úrokové splátky, které se rovnají násobku úrokové sazby a původní úrovně zahraničního dluhu, tedy $i \cdot B_{t-1}$, pak nám zbude tzv. primární saldo neboli:

$$CA^d_t = \text{primární } CA^d_t + i \cdot B_{t-1}. \quad (6.22)$$

Spojíme-li obě rovnice, pak nám vyjde, že:

$$B_t - B_{t-1} = \text{primární } CA_t^d + i \cdot B_{t-1}.$$

Po úpravě:

$$B_t = (1+i)B_{t-1} + \text{primární } CA_t^d. \quad (6.23)$$

Co z této rovnice plyne?

- Vykáže-li ekonomika vyrovnané primární saldo BÚ (rovno 0), zahraniční dluh z předchozích let poroste tempem $(1+i)$:

$$B_t = (1+i)B_{t-1} + 0.$$

Zahraniční dluh tedy roste dál a ekonomika se bude stále více zadlužovat vůči vnějšímu světu.

- Pokud se má zahraniční dluh stabilizovat na úrovni B_{t-1} , musí ekonomika dosáhnout primárního přebytku odpovídajícího úrokovým splátkám z existujícího dluhu:

$$0 = B_t - B_{t-1} = iB_{t-1} + \text{primární } CA_t^d.$$

- K tomu, aby byl uhrazen veškerý existující zahraniční dluh, musí primární saldo běžného účtu vykázat přebytek, jehož výše se bude rovnat přírůstku dluhu v předchozím období $(1+i)^{t-1}$, což plyne z následujících rovnic:

$$B_t = (1+i)B_{t-1} + \text{primární } CA_t^d.$$

Má-li být dluh uhrazen v roce t , pak $B_t = 0$:

$$0 = (1+i)B_{t-1} + \text{primární } CA_t^d.$$

A platí-li, že $B_{t-1} = (1+i)^{t-2}$ pak:

$$(1+i)^{t-1} = \text{primární } CA_t^{\text{přebytek}}.$$

V praxi to znamená, že čím déle bude udržován zahraniční dluh, tím větší primární přebytek běžného účtu bude muset být následně vykázán. Má-li se zahraniční dluh stabilizovat, musí se odstranit deficit běžného účtu. Má-li být odstraněn deficit běžného účtu musí se vytvořit přebytek primárního salda běžného účtu, který pokryje úrokové náklady stávajícího zahraničního dluhu.

Zahraniční dluh stejně jako vládní dluh se pro účely mezinárodního srovnání vykazuje pomocí poměrového ukazatele: zahraniční dluh vůči nominálnímu HDP (B/Y). Rovnici zahraničního dluhu 6.14 můžeme pak přepsat na:

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1+i) \frac{B_{t-1}}{Y_t} + \frac{\text{primární } CA_t^d}{Y_t}.$$

Dále vynásobíme poměr zahraničního dluhu B_{t-1} a produktu produktem v čase $t-1$ Y_{t-1} :

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1+i) \frac{Y_{t-1}}{Y_t} \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{\text{primární } CA_t^d}{Y_t},$$

Poměr Y_{t-1} a Y_t je obráceným poměrem Y_t / Y_{t-1} , který vyjadřuje přírůstek produktu. Dále víme, že meziroční růst produktu vypočítáme jako $(Y_t - Y_{t-1})/Y_{t-1}$. Označíme-li meziroční růst produktu písmenem g , pak $Y_t / Y_{t-1} = 1+g$. A to dosadíme do předchozí rovnice:

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1+i) \frac{1}{1+g} \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{\text{primární } CA_t^d}{Y_t}.$$

V případě zjednodušení můžeme $(1+i)/(1+g)$ nahradit $1+i-g$ a celou rovnici upravit do finální podoby:

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = (i-g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{\text{primární } CA_t^d}{Y_t}. \quad (6.24)$$

Z rovnice vyplývá, že změna poměru zahraničního dluhu k HDP je rovna násobku rozdílu nominální úrokové sazby a růstu nominálního HDP a původního poměru zahraničního dluhu k HDP a poměru primárního salda běžného účtu k HDP. Bude-li např. primární saldo běžného účtu vyrovnané, pak poměr dluhu k HDP poroste tempem $i-g$. Z rovnice také vyplývá, že **poměr zahraničního dluhu k HDP bude vyšší, je-li vyšší nominální úroková míra, nižší tempo růstu produktu, vyšší počáteční úroveň dluhu a poměr primárního salda běžného účtu k HDP. Poměr zahraničního dluhu k HDP pak zůstane konstantní, pokud přebytek primárního salda běžného účtu se bude zvyšovat tempem $(i-g)$.**

I v tomto případě platí opatrnostní pravidlo, které říká, že **pokud úroková míra v dané ekonomice převyšuje tempo růstu HDP, mělo by se nakonec primární saldo běžného účtu postupně obrátit do přebytku, aby nebyla ohrožena dlouhodobá stabilita ekonomiky.** V opačném případě může ekonomice hrozit ztráta důvěry zahraničních investorů vedoucí až k dluhové krizi.

Ukazatele zahraničního dluhu a jejich „bezpečné“ hodnoty

Čistý zahraniční dluh: tj. hrubý dluh snížený o devizové rezervy a ostatní aktiva jako zlato a poskytnuté úvěry. Čistý zahraniční dluh lépe charakterizuje zahraniční zadlužení země, neboť bere do úvahy velmi likvidní aktiva, která jsou ihned použitelná pro případnou úhradu dluhu. Nicméně tento ukazatel nebere v úvahu velikost a ekonomickou sílu země. Proto pro potřeby mezinárodní komparace se používají následující poměrové ukazatele.

- **Hrubý zahraniční dluh k HDP** bere do úvahy velikost ekonomiky; je-li tento poměr vyšší než 40 %, pokládá se zadlužení země za vysoké, neboť přináší značné náklady na dluhovou službu.
- **Poměr čistého zahraničního dluhu k vývozu** za určité období (rok) (debt / export ratio) vyjadřuje, jak velká část (ročního) vývozu je nutná k úhradě stávajícího dluhu; např. 50 % znamená, že k úhradě stávajícího zahraničního dluhu je potřeba půlroční (šestiměsíční) vývoz; za bezpečnou hranici se považuje 20 % (tedy méně než tříměsíční vývoz).
- **Poměr devizových rezerv ke krátkodobému dluhu** vypovídá o míře pokrytí krátkodobého dluhu (včetně splatné dluhové služby z dlouhodobého dluhu) a patří mezi ukazatele likvidity dluhu; devizové rezervy jsou totiž rychle dostupným zdrojem úhrady dluhu.
- **Poměr dluhové služby k HDP** vyjadřuje ekonomické zatížení země ve vztahu k velikosti ekonomiky; rychlý růst zadlužení a / nebo výrazné zvýšení úroků z dluhu při zpomalení růstu ekonomiky by mohlo ohrozit stabilitu ekonomiky.
- **Poměr dluhové služby k exportu** rovněž informuje o ekonomickém zatížení ale ve vztahu k vývozní výkonnosti; říká, jak velký díl vývozu musí být věnován na splátky dluhu v příštím roce; za bezpečnou hranici je považováno zhruba 20 %.

- **Poměr devizových rezerv a dovozu – tzv. ukazatel likvidity** vypovídá o schopnosti země bezproblémově hradit dovozy; tento poměr ukazuje, jak velká část ročního dovozu je kryta devizovými rezervami; 50%tní krytí je považováno za dostatečné.

Uvedené bezpečné hladiny klíčových ukazatelů zahraničního zadlužení jsou pouze a jen orientační, reflektující jakýsi průměr či obecný trend. Nicméně platí, že bezpečné hranice zahraničního dluhu se liší země od země. Podle studie Carmen Reinhartové⁷ je bezpečná hranice hrubého zahraničního dluhu ve vztahu k HDP v rozvíjejících se ekonomikách jen asi 35 % HDP a je tedy nižší než u vyspělých ekonomik. A pro země se špatnou úvěrovou historií a vysokou inflací je tato hranice dokonce ještě nižší. Z historických údajů navíc vyplývá, že nejvíce dluhových selhání a restrukturalizací dluhu (konkrétně 40 %) došlo v zemích, jejichž zahraniční dluh činil 41-60 % HDP. Pohled do historie také odhaluje, že zemím se nedaří umořit dluh vyšším růstem ekonomiky (s výjimkou Švýcarska v roce 1985), nejčastěji vyhlásí tzv. default popřípadě dluh restrukturalizují nebo výrazně redukují zahraniční dluh vyššími splátkami.

Tabulka 5 Zahraniční zadluženost ČR

	2005	2006	2007	2008	2009
Zadluženost vůči zahraničí celkem (mld. Kč)	1 142,2	1 193,7	1 374,7	1 607,4	1 589,7
Zadluženost vůči zahraničí celkem (v % HDP)	38,3%	37,0%	38,9%	43,6%	43,8%
z toho - dlouhodobá (v % z celku)	69%	73%	70%	69%	74%
- krátkodobá (v % z celku)	31%	27%	30%	31%	26%
Zadluženost podle dlužníků					
- ČNB a obchodní banky	24%	23%	28%	30%	26%
- vláda a vládní sektor	36%	31%	20%	11%	18%
- soukromý sektor vyjma bank (podniky apod.)	40%	46%	52%	59%	56%

Zdroj ČNB: Zahraniční zadluženost, září 2010.

⁷ REINHART, C. 2004. Debt intolerance.<http://mpira.un.uni-muenchen.de/13398>.

Tabulka 6 Dluhová služba (v % exportu) - regionální srovnání

	2000	2001	2002	2003	2004
ČR	7,9	9,3	9,3	9,3	10,5
Maďarsko	22,1	34,8	34,0	28,3	25,2
Polsko	20,4	27,5	22,3	25,1	34,6
Slovensko	19,4	..	19,4	13,8	

Zdroj: World Bank, březen 2007.

Doporučená literatura

- I. FRANK, R.H. – BERNANKE, B.S. 2003. *Ekonomie*. kapitola 28. Grada Publishing a.s. 2003. ISBN 80-247-0471-4.
- II. BLANCHARD, O. 2002. *Macroeconomics*. 5th edition, Prentice-Hall 2002, kapitola 18-21. ISBN 0-13-110301-6.
- III. ŽÁK, M. 2006. *Hospodářská politika*. učební text, Vysoká škola ekonomie a managementu, 2006.

Prameny

1. CINCIBUCH, M. – PODPIERA, J. 2004. *Beyond Balassa-Samuelson: Real Appreciation in Tradables in Transition Countries*. Working Paper Series. 9/2004. Česká národní banka, Praha, prosinec 2004.
2. FRANK, R.H. – BERNANKE, B.S. 2003. *Ekonomie*. kapitola 28. Grada Publishing a.s. 2003. ISBN 80-247-0471-4.
3. FRAIT, J. 1996. *Mezinárodní peněžní teorie*. VŠB Ostrava 1996. s.138-155, ISBN 80-7078-395-8.
4. KOMÁREK, L. 1997. *Standardní makroekonomické modely a jejich aplikace na podmínky české ekonomiky v letech 1993-1996*. Politické ekonomie, č.6, 1997. s. 817-835.
5. ČNB: *Česká národní banka 1993-2003*. ČNB, Praha 2003.
6. ČNB: *Inflační zpráva 2005-2010*. ČNB, Praha 2005-2010.
7. REINHART, C. 2004. *Debt intolerance* .<http://mpira.un.uni-muenchen.de/13398>.

Klíčová slova: otevřená ekonomika, reálný a nominální měnový kurz, efektivní měnový kurz, PPP, devalvace, revalvace, depreciace, apreciacie, volný a pevný měnový kurz, měnový výbor, posuvné zavěšení, dolarizace, měnová unie, optimální měnová zóna, mezinárodní vytěšňovací efekt, platební bilance, výkonová bilance, reinvestovaný zisk, nekrytá úroková parita, reálné směnné relace, J-křivka, Marshall-Lernerova podmínka, vyrovnávací mechanismy platební bilance, politika měnící výdaje a politika přesunující výdaje, Swanův

diagram, princip efektivní tržní klasifikace, zahraniční dluh, dluhová služba, dluhová krize.

Kontrolní otázky

1. Předpokládejme, že nominální měnový kurz YEN / USD je 110 japonských jenů za americký dolar. Jestliže cenová hladina v Japonsku je 80 a v USA 100, jaký je reálný měnový kurz mezi japonským jenem a americkým dolarem? Kdyby došlo k relativnímu zvýšení cenové hladiny v Japonsku vůči USA, reálný měnový kurz japonského jenu by zhodnotil nebo znehodnotil?
2. Vypočítejte měnový kurz maďarského forintu (HUF) a amerického dolaru (USD) podle PPP, jestliže maďarská cenová hladina vybraného spotřebního koše je 3600 HUF a totožného spotřebního koše v USA 20 USD. V případě, že tržní (nominální) měnový kurz HUF / USD je 218, patří HUF mezi podhodnocené nebo nadhodnocené měny (viz ukazatel ERDI)?
3. Porovnejte účinnost fiskální restrikce v podobě snížení sociálních transferů v režimu pevného a volného kurzového systému. V případě volného kurzového režimu počítejte s dokonalou kapitálovou mobilitou.
4. Popište a pomocí modelu AS-AD zanalyzujte účinnost měnové politiky v situaci inflační mezery v podmínkách a) pevného měnového kurzu a b) volného měnového kurzu a dokonalé kapitálové mobility.
5. Popište ekonomickou situaci země, jejíž centrální banka byla přinucena revalvovat měnu. Jaký vliv bude mít revalvace na ekonomiku (popište pomocí modelu AS-AD)?
6. V zemi A se dlouhodobě drží úrokové sazby na úrovni 10 %. Průměrné úrokové sazby ve světě se přitom pohybují okolo 6 %. Pokud platí nekrytá úroková parita, pak s jakým pohybem měnového kurzu finanční trh počítá?
7. Zanalyzujte situaci české ekonomiky
 - a) v letech 1995-96, kdy se zvyšovala míra inflace, hlavním zdrojem ekonomického růstu byla domácí poptávka, prohluboval se schodek obchodní bilance, růst mezd

překračoval růst produktivity a nezaměstnanost byla velmi nízká; měnový kurz koruny byl v určitém zjednodušení pevný a

b) v roce 2005, který byl pověstný dynamickým růstem produktu blízko, ale stále pod potenciálem, stabilní a nízkou mírou inflace, rychle klesajícím schodkem obchodní bilance a běžného účtu, pomalejším růstem spotřeby domácností a režimem volného měnového kurzu.

Navrhněte optimální mix stabilizačních politik podle principu efektivní tržní klasifikace.

- 8.** Země B několik let vykazovala deficit běžného účtu, které z velké části financovala dluhem. Její vnější dluh dosáhl 60 % HDP. V době, kdy její ekonomický růst, měřeno nominálním HDP, dosahoval stabilně 5 % meziročně a úrokové sazby se držely okolo 7 % p.a., rozhodla se dál svůj vnější dluh nezvyšovat a naopak jej stabilizovat. Jak velký přebytek primárního salda běžného účtu musí taková ekonomika vykázat, aby stabilizovala svůj vnější dluh?