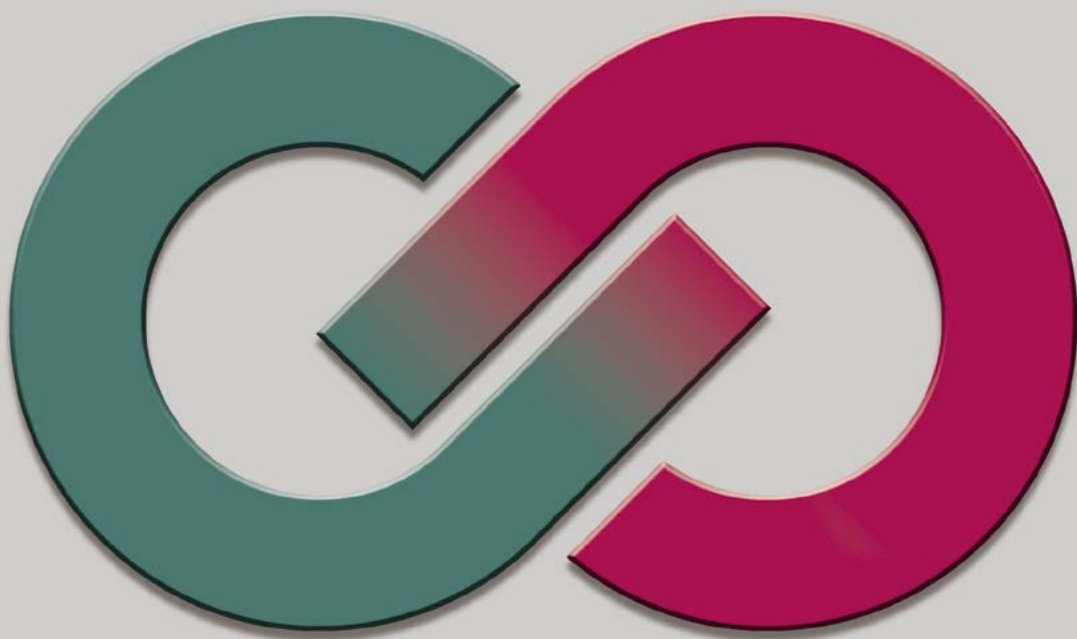


Martin Mandel & Vladimír Tomšík

MONETÁRNÍ EKONOMIE

V OBDOBÍ KONVERGENCE
A KRIZE



mp

Monetární ekonomie v období konvergence a krize

Vyšlo také v tištěné verzi

Objednat můžete na
www.mgmtpress.cz
www.albatrosmedia.cz



Martin Mandel, Vladimír Tomšík
Poslední tajemství
Monetární ekonomie v období konvergence a krize
Copyright © Albatros Media a. s., 2018

Všechna práva vyhrazena.
Žádná část této publikace nesmí být rozšiřována
bez písemného souhlasu majitelů práv.


ALBATROS MEDIA a.s.

Martin Mandel & Vladimír Tomšík

MONETÁRNÍ EKONOMIE

V OBDOBÍ KONVERGENCE A KRIZE

MANAGEMENT PRESS, PRAHA 2018



Martin Mandel – Vladimír Tomšík
Monetární ekonomie v období konvergence a krize

Obálku navrhl: Petr Foltera

Redigovala: Irena Ajjanová

Odpovědná redaktorka: Jarmila Frejtichová

Technický redaktor: Andrea Pastorčáková

Sazbu zhotovilo Grafické a DTP studio Albatros Media, Július Muránsky

Vytiskla D.R.J. Tiskárna Resl, s. r. o., Sokolská 1341, Náchod

Recenzovali: Prof. Ing. Pavel Dvořák, CSc., Prof. Dr. Ing. Jan Frait, Doc. Mgr. Tomáš Holub, Ph.D.

Copyright © Martin Mandel, Vladimír Tomšík, 2018

Vydalo nakladatelství Management Press roku 2018 ve společnosti Albatros Media a. s. se sídlem
Na Pankráci 30, Praha 4. Číslo publikace 31 757

© Albatros Media a. s., 2018. Všechna práva vyhrazena. Žádná část této publikace nesmí být
kopírována a rozmnožována za účelem rozšiřování v jakékoli formě či jakýmkoli způsobem bez
písemného souhlasu vydavatele.

Cena uvedená výrobcem představuje nezávaznou
doporučenou spotřebitelskou cenu.

Objednávky knih:

www.managementpress.cz

www.albatrosmedia.cz

eshop@albatrosmedia.cz

bezplatná linka: 800 555 513

ISBN e-knihy 978-80-7261-548-3 (1. zveřejnění, 2018)

ISBN tištěné verze 978-80-7261-545-2 (1. vydání, 2018)

V nakladatelství Management Press vydání 1.

 **ALBATROS MEDIA a.s.**

Obsah

Předmluva	9
Část první – Vnější rovnováha a kursový systém	11
Kapitola 1 – Vnější rovnováha a salda platební bilance	13
1.1 Úvod	13
1.2 Vymezení vnější rovnováhy a význam sald platební bilance.	14
1.3 Pojetí vnější rovnováhy a některé metodologické problémy.	20
1.4 Klasifikace impulsů vnější nerovnováhy	27
1.5 Úvod do teorie vyrovnávacích procesů výkonové bilance	32
Dodatek 1 – Dynamika vnější rovnováhy a sald platební bilance v konvergující ekonomice	37
Kapitola 2 – Pevný kurs, měnová unie a důchodový vyrovnávací proces výkonové bilance	49
2.1 Úvod	49
2.2 Import, export a úspory v keynesovském modelu otevřené ekonomiky	50
2.3 Důchodový vyrovnávací proces – mechanismus, úplnost a náklady	54
2.4 Měnová a kursová politika při neúplnosti důchodového vyrovnávacího procesu	60
Kapitola 3 – Kursový vyrovnávací proces výkonové bilance	69
3.1 Úvod	69
3.2 Kursový vyrovnávací proces – model devizové poptávky a devizové nabídky	70
3.3 Marshallova-Lernerova podmínka	76
3.4 Devalvace a růst důchodu – teorie absorpce	84
3.5 Devalvace a růst cenové hladiny – reálný měnový kurs	87
Dodatek 2 – Devalvace a syntéza kursových, cenových a důchodových účinků v modelu AS–AD–NX	97

Kapitola 4 – Monetární analýza a monetární přístup	
k vyrovnávacímu procesu platební bilance	107
4.1 Úvod	107
4.2 Peněžní sektor a základní teoretické problémy	108
4.3 Polakovo měnové pravidlo a vnější rovnováha	115
4.4 Currency Board a dynamický model peněžní nabídky a salda platební bilance	123
Kapitola 5 – Intertemporální přístup k běžnému účtu	
platební bilance	131
5.1 Úvod	131
5.2 Běžný účet platební bilance a intertemporální přístup	132
5.3 Popis a rozbor modelu národních úspor a národních investic	139
5.4 Intertemporální přístup a udržitelnost deficitu běžného účtu	149
Část druhá – Měnový kurs a jeho dynamika v dlouhém	
a krátkém období	161
Kapitola 6 – Teorie parity kupní síly a reálný měnový kurs	163
6.1 Úvod	163
6.2 Teorie parity kupní síly jako koncepce rovnovážného kursu	164
6.3 Empirická verifikace relativní verze teorie parity kupní síly	170
6.4 Mezinárodně (ne)obchodovatelné statky a vývoj reálných kursů	174
6.5 Monetární přístup ke kursu a nestabilita reálného kursu	179
Dodatek 3 – Fundamentálně rovnovážný reálný měnový kurs	189
Kapitola 7 – Vliv úrokových sazeb na pohyb měnového kursu	197
7.1 Úvod	197
7.2 Hypotéza o zhodnocení spotového kursu při růstu domácí úrokové míry	198
7.3 Hypotéza o znehodnocení spotového kursu země s vyšší úrokovou mírou	200
7.4 Dynamika v modelu s nekrytou úrokovou paritou	204
7.5 Empirická verifikace dynamického modelu s nekrytou úrokovou paritou	213

Kapitola 8 – Forwardové kursy, kursová očekávání a budoucí spotové kursy	221
8.1 Úvod	221
8.2 Chování arbitrážérů a spekulantů při utváření forwardového kursu	223
8.3 Teorie efektivních trhů a vztah forwardového, očekávaného a budoucího spotového kursu	231
Část třetí – Měnová politika v České republice (období 1993–2017)	239
Kapitola 9 – „Trilema“ měnové politiky na příkladu pevného kursu české koruny (1993–1997)	241
9.1 Úvod	241
9.2 Ekonomická situace po měnové odluce	242
9.3 Příliv zahraničního kapitálu a politika (ne)sterilizovaných devizových intervencí	245
9.4 Diskuse alternativních řešení měnové a fiskální politiky po roce 1993	249
Kapitola 10 – Měnová krize v České republice a politika centrální banky	255
10.1 Úvod	255
10.2 Monetární expanze, nerovnováha platební bilance a teorie měnových krizí	256
10.3 Indikátory měnových krizí a jejich aplikace na českou ekonomiku	261
10.4 „Algoritmus“ průběhu měnové krize – chování spekulantů a obrana centrální banky	267
10.5 Politika ČNB v průběhu měnové krize 1997 a vývoj po krizi	270
Kapitola 11 – Cílování inflace a české zkušenosti	279
11.1 Úvod	279
11.2 Cílování inflace, základní pojmy a mechanismus	281
11.3 Historie politiky cílování inflace v České republice	285
11.4 Didaktický model cílování inflace (odvození reakční funkce centrální banky)	290

11.5 Některé problémy měnové politiky založené na cílování inflace	296
11.6 Politika devizových intervencí a kursového závazku v kontextu cílování inflace	302
Kapitola 12 – Chování úvěru v hospodářském cyklu a makrobezřetnostní politika	319
12.1 Úvod	319
12.2 Úvěrový (monetární) výklad hospodářského cyklu z pohledu jednotlivých teoretických směrů	320
12.3 Úvěrový model hospodářského cyklu a jeho tři fáze	330
12.4 Mix měnové a makrobezřetnostní politiky centrální banky . . .	335
Dodatek 4 – Vládní dluh, státní dluhopisy a problémy makrobezřetnostní politiky	349
Kapitola 13 – Konvergenční proces k Evropské měnové unii	359
13.1 Úvod	359
13.2 Teorie optimální měnové oblasti, přínosy a náklady vytvoření měnové unie	360
13.3 Reálná a nominální konvergence v kontextu Evropské měnové unie	365
13.4 Indikátory sladění a jejich vývoj v čase	377
13.5 Evropská měnová unie jako neoptimální měnová oblast	387
Dodatek 5 – Bankovní unie a regulace bankovního sektoru v České republice	399
Abstract	408
Seznam obrázků	409
Seznam tabulek	415
Rejstřík	419
O autorech	423

Předmluva

Monografie „*Monetární ekonomie v období konvergence a krize*“ je společným dílem autorů Martina Mandela (Katedra měnové teorie a politiky na Vysoké škole ekonomické v Praze) a Vladimíra Tomšíka (Česká národní banka a Newton College), kteří dlouhodobě přednášejí problematiku monetární ekonomie, mezinárodních financí a makroekonomické analýzy.

Kniha tematicky pokrývá stěžejní otázky vnější rovnováhy v malé otevřené ekonomice (část první), dynamiku měnových kursů v krátkém a dlouhém období (část druhá) a hlavní vývojové fáze měnové politiky v České republice za období 1993–2017 (část třetí). Celou knihou se prolíná problematika konvergenčního procesu malé otevřené ekonomiky k Evropské měnové unii. Samostatné kapitoly jsou věnovány tématům měnové a finanční krize, příčinám vzniku úvěrové bubliny a nově koncipované makroobezřetnostní politice.

Snahou autorů bylo napsat text, který by nebyl pouhým didaktickým výkladem různých teoretických směrů z oblasti mezinárodní monetární ekonomie, ale který by syntetizoval problémy měnové teorie, měnové politiky a empirického výzkumu. Zpracování jednotlivých kapitol se opírá o současný a předchozí empirický výzkum obou autorů, jehož výsledky postupně publikovali v domácích a zahraničních odborných časopisech. Vedle základního teoretického výkladu kniha obsahuje i řadu tematických boxů, jejichž cílem je čtenáři přiblížit aktuální problémy spojené s praktickou realizací měnové politiky v malé otevřené ekonomice, zejména v České republice. Kniha se snaží být „neideologickou“ a syntetizuje jednotlivé teoretické a modelové přístupy, které jsou zpravidla chápány jako konkurenční (nová keynesovská ekonomie, postkeynesovská ekonomie, behaviorální ekonomie, monetarismus, rakouská škola a další). Důvodem je, že empirický výzkum a poznatky měnové politiky se až příliš často dostávají do rozporu s každou jednotlivou „čistou“ ekonomickou teorií. Náš přístup vychází z poznatku, že hlavním přínosem teoreticky formulovaného ekonomického modelu je možnost konzistentní diskuse konkrétního problému za daných předpokladů. Jsme však skeptičtí v tom směru, že by jedna ekonomická teorie a škola mohla někdy získat monopol na predikční model a že by predikční matematický model mohl získat převahu nad diskusí národohospodářských odborníků, jejichž rozhodující výhodou je schopnost širšího syntetického pohledu. Ekonomický systém je totiž charakteristický tím, že je značně široký, výrazně otevřený ke

svému okolí, přičemž hlavní skupiny hráčů se mohou chovat do jisté míry rozdílně (minimálně s různým zpožděním) v relativně podobných situacích.

Existuje zde i „nepřekonatelná meze“ mezi ekonomickou teorií, která pracuje s nepozorovanými, v čase proměnlivými a tedy statisticky neidentifikovatelnými rovnovážnými veličinami, a predikčním modelem, který potřebuje, avšak není schopen, tyto proměnné přesně kvantifikovat.

Kniha je určena posluchačům magisterského a doktorského studia vysokých škol se zaměřením na teoretickou ekonomii a problematiku financí, jakož i pracovníkům z hospodářské praxe, kteří se zabývají problematikou makroekonomických vztahů a analýz. Pro lepší orientaci čtenáře v textu je na konci knihy připojen jmenný a věcný rejstřík i souhrnný seznam obrázků a tabulek.

Autoři vyjadřují poděkování svým kolegům na Vysoké škole ekonomické v Praze a v České národní bance, jakož i externím spolupracovníkům, zejména pak Josefu Arltovi, Josefovi C. Bradovi, Karlu Brünovi, Jaroslavě Durčákové, Janu Kodekovi, Quang Van Tranovi, Janu Vejmělkovi a Janu Vlčkovi, za četné diskuse jednotlivých problémů a zpětnou vazbu při zpracovávání této knihy. Rovněž děkuje za podnětné připomínky recenzentům Pavlu Dvořákovi, Janu Fraitovi a Tomáši Holubovi. Dopředu si dovoluujeme poděkovat za případné postřehy a poznámky našim čtenářům, které mohou být zaslány na e-mailové adresy obou autorů: mandel@vse.cz a vladimir.tomsik@cnb.cz. Kniha vychází v rámci výzkumného projektu VŠE FFÚ č. IP100040.

*Autoři
Srpen 2017*

Vnější rovnováha a kursový systém

Vnější rovnováha a salda platební bilance

1.1 Úvod

V tokovém pojetí můžeme vnější rovnováhu definovat jako trvale udržitelnou strukturu finančních a reálných toků mezi domácí ekonomikou a zahraničím, která do budoucna nezakládá potřebu změny měnového kursu, důchodu, spotřeby, cen, peněžní zásoby nebo úrokových sazeb. Je tedy zřejmé, že v tomto pojetí má analýza vnější (ne)rovnováhy blízko k analýze sald platební bilance příslušné země. Deficitní saldo platební bilance¹ lze tržně vyrovnat, profinancovat nebo potlačit. Zdrojem profinancování mohou být devizové rezervy centrální banky, vládní úvěry, zahraniční hospodářská pomoc nebo příliv soukromého kapitálu. Potlačení může proběhnout přes netarifní (kvantitativní) nebo tarifní (celní) opatření. Konečným stabilním řešením je však vždy až tržní vyrovnání, jelikož devizové rezervy centrální banky a zahraniční hospodářská pomoc nejsou neomezené, úvěry se musí splácet a tarifní i netarifní nástroje brání přirozenému zapojení země do mezinárodní dělby práce na principu komparativních výhod. Tržní vyrovnání deficitního salda platební bilance může proběhnout prostřednictvím pohybu (depreciace) měnového kursu, který působí jak na straně exportu, tak i na straně importu zboží a služeb. V podmínkách pevného měnového kursu nebo měnové unie je situace komplikovanější a jak historie ukazuje, tak v mnoha případech i nákladnější. Pokles cen a mezd je směrem dolů nepružný, proto se rovnováha zpravidla obnovuje poklesem výroby a důchodu s následným poklesem importu zboží a služeb. Z obavy před těmito vysokými náklady řada systémů pevného kursu nevylučuje možnost devalvace jako mezního případu řešení deficitní nerovnováhy platební bilance. V případě měnové unie však tato varianta řešení již není možná.

Problémům vyrovnávacího procesu platební bilance se budeme podrobněji věnovat na závěr této kapitoly a zejména pak v následujících kapitolách. Úvodní

¹ V tomto případě máme na mysli zejména tzv. saldo výkonové bilance (viz další výklad).

kapitola bude zaměřena na dva základní okruhy problémů: na význam sald platební bilance a zahraniční investiční pozice země při analýze vnější rovnováhy země a dále na některé základní metodologické problémy, které ovlivňují vymezení a chápání vnější (ne)rovnováhy.

1.2 Vymezení vnější rovnováhy a význam sald platební bilance

Pojem vnější (ne)rovnováha zpravidla spojujeme s (ne)rovnováhou platební bilance. Analýza rovnováhy či nerovnováhy platební bilance se opírá o vymezení dílčích a zejména pak kumulativních sald. Na obrázku 1.1 je provedena analytická úprava výkazu platební bilance pro potřebu vymezení klíčových kumulativních sald platební bilance. Vychází spíše z původní metodiky BPM5 a nikoliv z nové metodiky BPM6, která je v tomto směru „méně přátelská“ (podrobněji Mandel a Durčáková, 2016).²

Současný odlišný metodologický přístup v oblasti běžného a kapitálového účtu (tj. přístup kredit-debet) a v oblasti finančního účtu (tj. přístup zahraniční aktiva – zahraniční pasiva) komplikuje vymezení kumulativních sald. Import kapitálu (tj. kreditní operace) může být ve finančním účtu dle nové metodiky BPM6 zaznamenán jako zvýšení zahraničních pasiv nebo snížení zahraničních aktiv. Export kapitálu (tj. debetní operace) představuje naopak zvýšení zahraničních aktiv nebo snížení zahraničních pasiv.

Na obrázku 1.1 máme vymezeny 4 základní typy kumulativních sald platební bilance – saldo výkonové bilance, saldo běžného účtu, saldo základní bilance a saldo celkové platební bilance. Vymezení jednotlivých kumulativních sald předpokládá *vertikální rozdělení* všech položek platební bilance na kreditní a debetní a dále *horizontální rozdělení* položek platební bilance na položky formující saldo platební bilance (*tzv. položky nad čarou*) a položky vyrovnávající saldo platební bilance (*tzv. položky pod čarou*). Vedení horizontální čáry a rozdělení platební bilance na položky nad čarou a pod čarou má řadu variant s různou ekonomickou interpretací.

² Analýza sald platební bilance byla v teorii postupně rozpracována ve druhé polovině minulého století v souvislosti s rozvojem národního účetnictví a činností Mezinárodního měnového fondu. V knižních publikacích jsou základní přístupy k saldům platební bilance rozvinuty v Kindleberger, 1978, Bakule, 1976, a Gandolfo, 2016.

Dílčí salda platební bilance	Kredit	Debet	Kumulativní salda platební bilance
Bilance zboží	Export	Import	
Bilance služeb	Export	Import	Saldo výkonové bilance ($NX = EX - IM$)
Bilance prvotních důchodů (BPI)	Import	Export	
Bilance druhotných důchodů (BSI)	Import	Export	Saldo běžného účtu ($CAB = NX + BPI + BSI$)
Kapitálový účet (KAB)	Import	Export	
Bilance nedluhového kapitálu ($BNDK$)	Import	Export	Saldo základní bilance ($BB = CAB + KAB + BNDK$)
Bilance dluhového kapitálu (BDK)	Import	Export	Saldo celkové platební bilance ($BP = CAB + KAB + BNDK + BDK$)
Změna rezervních aktiv (ΔFR)	Snížení	Zvýšení	

Obrázek 1.1 Vymezení dílčích a kumulativních sald platební bilance dle původní metodiky kredit-debet (BPM5)

Saldo výkonové bilance (NX) předpokládá vedení pomyslné čáry pod položkou služby. Toto saldo se v modelech rovněž nazývá čistý export (*net export*). Výsledné saldo výkonové bilance zejména v případě malé otevřené ekonomiky může významně ovlivňovat výši hrubého domácího produktu. Růst kladného salda výkonové bilance (NX) je zdrojem růstu hrubého domácího produktu (GDP), neboť pro soukromou spotřebu (C), investice (I) a vládní spotřebu (G) platí známý vztah

$$GDP = C + I + G + NX$$

V oblasti výkonové bilance je zvláštní pozornost obvykle věnována vývoji *zahraničních směnných relací*, tj. poměru indexu zahraničních exportních cen a indexu zahraničních importních cen. Jedná se o významný ukazatel efektivnosti zahraničního obchodu. Zhoršení (tj. pokles) indexu zahraničních směnných relací má za následek, že daná země musí pokrýt stejný objem reálného dovozu větším objemem reálného vývozu. Zhoršení zahraničních směnných relací má

i důchodový efekt a vede k poklesu reálného hrubého disponibilního důchodu (viz BOX 1.1). V konečném důsledku tedy vede ke snížení spotřeby a k poklesu životní úrovně obyvatelstva.

Požadavek nulového salda výkonové bilance v řadě modelů představuje podmínku vnější rovnováhy. Jedná se například o již zmíněný důchodový a kursový vyrovnávací proces, který podrobněji probereme v dalších kapitolách. V řadě konvergujících ekonomik je možno pozorovat vztah, kdy výrazné přebytky výkonových bilancí kompenzují výrazné deficity bilance prvotních důchodů (podrobněji Dodatek 1). V tomto případě nelze přebytek výkonové bilance interpretovat jako „nerovnovážený“, který by měl vyvolat posílení kursu domácí měny nebo umožnit zvýšení domácí spotřeby. Tato skutečnost vede většinu ekonomů k názoru, že vnější (ne)rovnováha nemá být spojována s výkonovou bilancí, ale se saldem běžného účtu.

BOX 1.1 Zahraniční směnné relace a jejich dopad na disponibilní důchod

Index zahraničních směnných relací (I_{TT}) je definován poměrem indexu zahraničních cen exportu (P_{EX}) k indexu zahraničních cen importu (P_{IM})

$$I_{TT} = \frac{P_{EX}}{P_{IM}}$$

V otevřené ekonomice není reálný hrubý domácí důchod (RGY) totožný s hrubým domácí produktem (GDP), neboť domácí ekonomika může získat nebo ztratit část důchodu v důsledku důchodového efektu změny zahraničních směnných relací (TT)

$$RGY = GDP + TT$$

Důchodové dopady vývoje zahraničních směnných relací na výši reálného hrubého domácího důchodu je možno explicitně vyjádřit vzorcem

$$TT = \frac{NX_N}{P_{EX, IM}} - \left(\frac{EX_N}{P_{EX}} - \frac{IM_N}{P_{IM}} \right),$$

kde NX_N je nominální saldo výkonové bilance, EX_N je nominální hodnota vývozu zboží a služeb, IM_N je nominální hodnota dovozu zboží a služeb, P_{EX} je cenový deflátor vývozu, P_{IM} je cenový deflátor dovozu a $P_{EX, IM}$ je cenový deflátor obchodní bilance, který je vypočten jako průměr deflátoru vývozu a dovozu.³

³ Analýze tohoto problému v kontextu tranzitivních ekonomik se dlouhodobě věnoval V. Spěváček (2006).

Saldo běžného účtu (*CAB*) předpokládá vedení pomyslné čáry pod položkou druhotné důchody. Součet kumulativního salda běžného účtu (*CAB*) a dílčího salda kapitálového účtu (*KAB*) je roven (při abstrahování od chyb a opomenutí) změně zahraniční investiční pozice země (*IIP*):

$$CAB + KAB = \Delta IIP$$

Zahraniční investiční pozice země (obrázek 1.2) zachycuje celkovou finanční pozici země vůči zahraničí. Na aktivech této stavové bilance vystupují pohledávky za zahraničními subjekty a držba zahraničního majetku domácími subjekty. Na pasivech pak závazky domácích subjektů vůči zahraničním subjektům a držba majetku na domácím území zahraničními subjekty. Přebytek běžného účtu může vést ke zvýšení zahraničních pohledávek, ke snížení zahraničních závazků nebo se může akumulovat v podobě držby zahraničního majetku (např. akcií zahraničních firem). Opak nastává při deficitu běžného účtu.

	Zahraniční aktiva	Zahraniční pasiva
Věřitelská (dlužnická) pozice země	Pohledávky za zahraničními subjekty	Závazky vůči zahraničním subjektům <i>Hrubý zahraniční dluh (BD)</i>
Majetková (vlastnická) pozice země	Majetkové investice v zahraničí uskutečněné domácími subjekty	Majetkové investice v ČR uskutečněné zahraničními subjekty

Poznámka: Tradiční členění zahraniční investiční pozice země (např. ARAD ČNB) je dle instrumentů a subjektů (vládní instituce, centrální banka, obchodní banky a ostatní sektory).

Obrázek 1.2 Zahraniční investiční pozice země v členění na dlužnickou a majetkovou část

Spor je veden ohledně bilance prvotních důchodů a reinvestovaných zisků. Bilance prvotních důchodů (a tedy i saldo běžného účtu) v sobě zahrnuje i položku reinvestovaný zisk, která z hlediska hodnocení vnější nerovnováhy a z ní plynoucích tlaků na devizový trh vytváří určité zkreslení. Reinvestované zisky představují hodnotu zadržených zisků v podnicích se zahraniční účastí, které nebyly ve formě dividend převedeny do zahraniční, ale reinvestovány v hostitelské zemi. Podle metodiky platební bilance BPM6 jsou reinvestované zisky součástí přímých zahraničních investic a v platební bilanci se tudíž objevují jako zvýšení

zahraničních pasiv (importovaný kapitál) na finančním účtu. Přestože reinvestované zisky zůstávají v hostitelské zemi, jejich výše je zaznamenána jako debetní položka v bilanci prvotních důchodů v rámci běžného účtu. O reinvestované zisky se tak navyšuje deficit běžného účtu. Z hlediska poptávky a nabídky na devizovém trhu a analýzy krátkodobého vývoje měnového kursu by se tak saldo běžného účtu mělo upravit o reinvestované zisky, protože tyto prostředky neopouštějí zemi a nevytvářejí poptávku na devizovém trhu (Brada a Tomšík, 2003 a 2004, Srholec, 2004).⁴ Zároveň však z dlouhodobého pohledu nelze opomenout skutečnost, že reinvestované zisky z přímých zahraničních investic znamenají v budoucnu vyšší tlak na deficit bilance prvotních důchodů a tedy i tlak na deficit běžného účtu a udržitelnost zahraniční investiční pozice země (Brůna, 2013 a 2015). Míra reinvestovaných zisků z PZI (rz) je dána rozdílem ziskovosti PZI (z) a dividendové míry z PZI (d). Z hlediska dlouhodobé udržitelnosti zahraniční investiční pozice sledujeme, zda míra růstu přímých zahraničních investic (pzi) z titulu reinvestic zisku je nižší než součet míry růstu cen exportu (pex) a míry růstu reálného exportu zboží a služeb (ex):

$$rz = z - d = pzi \leq pex + ex$$

Saldo základní bilance (BB) předpokládá vedení pomyslné čáry pod položkou nedluhový kapitál.⁵ Tento typ salda není v současné metodice platební bilance na první pohled viditelný. Nedluhové majetkové vztahy vůči zahraničí jsou obsaženy zejména v položce přímé zahraniční investice, částečně však i v položce portfoliové investice. Zároveň však platí, že položka platební bilance „přímé zahraniční investice“ obsahuje i některé dluhové vztahy (např. dlouhodobé půjčky zahraničních mateřských společností pobočkám v hostitelských zemích). *Přes tyto problémy bývá z důvodu zjednodušení nedluhový kapitál ztotožňován se saldem přímých zahraničních investic.*

Převažuje názor, že nedluhové financování deficitu běžného účtu prostřednictvím přímých zahraničních investic je přirozený proces, kterým musí projít každá tranzitivní ekonomika. Tento argument podporuje i skutečnost, že česká koruna proti většině světových měn v letech 1994–2013 posílila, přestože ČR

⁴ Analýza bilance prvotních důchodů a reinvestovaných zisků pro případ transformujících se ekonomik je provedena v Dodatku 1.

⁵ Kindleberger (1978) vymezuje saldo základní bilance alternativním způsobem. Jeho přístup je založen na rozlišení dlouhodobého kapitálu (nad čarou) a krátkodobého kapitálu (pod čarou) a nikoliv tedy na členění nedluhový a dluhový kapitál, jak je tomu v našem případě.

v tomto období měla chronický deficit běžného účtu.⁶ Je důležité si však uvědomit, že politika podporující příliv přímých zahraničních investic z dynamického pohledu může i nemusí být úspěšná. Obrázek 1.3 postihuje dlouhodobé účinky přílivu přímých zahraničních investic na saldo běžného účtu. Můžeme vidět, že každá importovaná přímá zahraniční investice je spojena s položkami, které na budoucí běžný účet působí příznivě i negativně.

Aktivní položky	Deficitní položky
zvýšení exportu hotových výrobků (např. SITC skupiny 7 a 8)	zvýšení importu výrobních vstupů (např. SITC skupiny 2 a 3)
snížení importu hotových výrobků (např. SITC skupiny 7 a 8)	zvýšení importu služeb souvisejících s výrobou
zvýšení cen exportu a zlepšení zahraničních směnných relací	zvýšení exportu výnosů (prvotních důchodů)

Obrázek 1.3 Dlouhodobé účinky přílivu přímých zahraničních investic na běžný účet

V případě tranzitivních ekonomik s vysokým přílivem přímých zahraničních investic se dá očekávat problém s deficitem bilance prvotních důchodů, přičemž placená výnosová míra u dovezených přímých zahraničních investic je relativně vysoká, tj. násobně vyšší než inkasovaná výnosová míra u devizových rezerv (podrobněji Brůna, 2013 a 2015). Nelze vyloučit i poskytování fiktivních služeb (marketingové projekty, průzkumy trhu, školení apod.) ze strany mateřských společností, které z daňových důvodů uměle nadsazují náklady poboček a dcer v hostitelské zemi. Je i otázkou, zda přírůstek exportu zboží (hotové výrobky) převáží přírůstek importu zboží v podobě výrobních vstupů. Z krátkodobého a střednědobého pohledu vede příliv přímých zahraničních investic do tranzitivní ekonomiky ke zhoršení zahraniční investiční pozice země. Pokud v dlouhém období převáží deficitní položky, zhoršování zahraniční investiční pozice země bude dále pokračovat.

Celkové saldo platební bilance (BP) považuje za vyrovnávací položku pod čarou pouze změnu rezervních aktiv, tj. změnu oficiálních devizových rezerv

⁶ Chronický deficit běžného účtu trval po celé období dvaceti let (1994–2013) při neustálém zhoršování zahraniční investiční pozice ČR zejména díky přílivu přímých zahraničních investic. Česká koruna ve stejném období posílila proti americkému dolaru z 30,04 na 18,85 CZK/USD, proti britské libře ze 45,02 na 30,25 CZK/GBP a nevýznamně oslabila vůči švýcarskému franku z 20,48 na 20,86 CZK/CHF. Nominální efektivní kurs pak signalizuje celkové posílení koruny o 66 % oproti výchozí hodnotě.

země. Devizové rezervy představují mezinárodní likviditu oficiálních měnových institucí dané země (tj. centrální banky, vlády, příp. specializovaných státních fondů). Tvoří ji likvidní devizová aktiva v podobě zásob zlata, volně směnitelných měn (v hotovosti nebo na účtech u zahraničních bank), státní cenné papíry cizích vlád, popř. i jiná likvidní devizová aktiva – např. Special Drawing Rights (SDR) u Mezinárodního měnového fondu (MMF).

Ke změně devizových rezerv dochází zejména tehdy, když centrální banka intervenuje na devizovém trhu. Tím, že nakupuje nebo prodává devizy za svoji národní měnu, ovlivňuje vývoj poptávky a nabídky na devizovém trhu. Další příčinou změny devizových rezerv mohou být výnosy z devizových rezerv a dlouhodobé půjčky centrální banky na mezinárodních finančních trzích, resp. splácení těchto půjček.

Nulová hodnota salda celkové platební bilance automaticky neznamena dosažení dlouhodobé a dokonce ani střednědobé vnější rovnováhy země. Problematická je zejména položka krátkodobého dluhového kapitálu, která je v tomto případě položkou nad čarou. Příliv krátkodobého kapitálu, který se využívá k profinancování deficitu běžné bilance, je velice nestabilním zdrojem financování a je signálem budoucích problémů s devizovou likviditou. *Nulové saldo celkové platební bilance je možno diskutovat pouze v kontextu s krátkodobou rovnováhou devizového trhu, na kterém se devizová nabídka a devizová poptávka utváří přirozeně bez devizových intervencí centrální banky.*

Přes tyto zjevné problémy je v řadě makroekonomických modelů považováno nulové saldo celkové platební bilance za rovnováhu platební bilance. Například se jedná o ekonomy často používaný model *IS-LM-BP* (Mundell, 1962 a 1963), kde *BP* funkce je odvozována za podmínky $BP = 0$.

1.3 Pojetí vnější rovnováhy a některé metodologické problémy

Hospodářský systém je otevřený ke svému okolí. Z pohledu pozorovatele je založen na značném počtu dílčích vztahů, které jsou základem pro vymezení dílčích (ne)rovnováh systému.

Celková rovnováha systému, jako kombinace všech dílčích rovnováh, v dynamickém světě nikdy nenastává. Získá-li vnější pozorovatel dojem, že ekonomický systém je stabilní a v rovnováze, jedná se vždy pouze o iluzi, kdy vedle existence některých dílčích rovnováh se ostatní dílčí nerovnováhy mají tendenci navzájem kompenzovat. Například za „stabilitou“ měnového kursu se mohou schovávat různé kombinace

dílčích sald platební bilance a za „stabilitou“ úrokové míry se mohou schovávat různé kombinace vztahů soukromých úspor a soukromých investic, příjmů a výdajů státního rozpočtu, přírůstku peněžní nabídky a přírůstku poptávky po penězích atd. Rovnovážný kurs a rovnovážná úroková míra jsou proto vždy podmíněny volbou modelu a z hlediska reálného světa se vždy jedná pouze o modelovou fikci.

Konkrétní ekonomický model nikdy nezahrnuje všechny aspekty ovlivňující rovnováhu systému. Například nemusí zahrnovat trh práce, bankovní sektor, domácí stavové veličiny, úplná rozdělení proměnných, spokojenost obyvatelstva, finanční stabilitu Itálie, hospodářskou politiku Donalda Trumpa. Zároveň musí být postaven na mnoha zjednodušeních, která umožňují jeho konstrukci (plná racionalita subjektů, neutralita k riziku, dynamika systému směřující vždy do rovnováhy). Dobrý národohospodářský analytik má proto výrazně vyšší pravděpodobnost porazit ekonomický model, než je tomu v případě souboje šachisty a naprogramovaného počítače x -té generace.

Ekonomické rovnováhy mají svojí hierarchii. Od dílčích rovnováh, které pozorujeme u jednotlivých skupin subjektů (např. rovnováha spekulantů v rámci nekryté úrokové parity, rovnováha arbitrážérů v rámci kryté úrokové parity), přes rovnováhy vyšších řádů (např. rovnováha na devizovém trhu, rovnováha na trhu zápůjčních fondů) až po celkovou ekonomickou rovnováhu, kterou lze v otevřené ekonomice země desagregovat na vnitřní a vnější rovnováhu.

Ekonomickou rovnováhu lze členit i z hlediska času např. na krátkodobou, střednědobou a dlouhodobou. Pokud si zvolíme určitý uzavřený okruh vztahů, který analyzujeme, je možné na základě dedukce nebo indukce určit situace, které jsou kratší nebo delší dobu udržitelné. Například na devizovém trhu mohou spekulanti po určitou dobu devizy nakupovat a arbitrážéři naopak devizy prodávat. Tato situace je však dlouhodobě neudržitelná, neboť spekulantům se neustále otevírá devizová pozice. Následné změny v systému (např. změna požadované rizikové prémie u spekulantů nebo změna domácí úrokové míry) vedou k zastavení spekulace a arbitráže, což je z hlediska sledovaného uzavřeného systému rovnováha dlouhodobě udržitelná.

Z našeho pohledu je hlavním úkolem makroekonomické analýzy identifikace základních nerovnováh v hospodářském systému v daném čase a následné určení možných směrů budoucího vývoje. Ekonomická analýza může aspirovat na určení základních budoucích trendů, možnosti jejich přesnější kvantifikace jsou však značně omezené. Tato skutečnost neznamená, že obec ekonomů by byla méně zdatná než vědecké obce v jiných vědních disciplínách. Neschopnost přesných predikcí pramení ze skutečnosti, že se jedná o otevřený dynamický systém se

značnou nestabilitou (či dokonce neurčitelností) základních modelových parametrů. Řada parametrů ekonomického modelu je dána psychologickými, resp. sociologickými aspekty chování lidí. Lidské jednání je u jednotlivců a sociálních skupin nejenom značně rozdílné, ale navíc i značně nestabilní v čase. Například averze k riziku je u jednotlivců tak rozdílná, že průměrná hodnota u tzv. reprezentativního jedince ztrácí vypovídací schopnost. Nelze opomenout ani skutečnost, že averze k riziku se mění v čase, od stádní vysoké benevolence k rizikovým událostem (fáze *risk on*) až po výraznou skupinovou neochotu jakékoliv riziko přijímat (fáze *risk off*).

Zastavme se u některých konkrétních metodologických problémů, které souvisejí s makroekonomickou analýzou vnější rovnováhy na základě kumulativních a dílčích sald platební bilance. Podrobněji se k těmto problémům vrátíme i v Dodatcích 1 a 2.

Striktní požadavek nulového salda platební bilance

Statické chápání vnější rovnováhy se zpravidla vyznačuje striktním požadavkem nulových sald platební bilance jak dílčích, tak i kumulativních. Tento přístup nemá však oporu ani v dějinách ekonomických teorií a učením, ani ve světě skutečných národohospodářských čísel.

Může se zdát, že merkantilistický požadavek na akumulaci zlata prostřednictvím aktiva obchodní bilance je historickým přežitkem. Avšak i v novodobé ekonomické teorii a hospodářské politice najdeme ve skryté podobě požadavky obdobné. J. J. Polak (1957) a Mezinárodní měnový fond pracují s kritériem mezinárodní likvidity, které požaduje, aby devizové rezervy kryly 3–6měsíční import. Jelikož import u většiny zemí historicky roste, je nutné doplňovat devizové rezervy přes pozitivní saldo platební bilance (především běžného účtu).⁷ Monetaristé v případě currency boardu formulují kritérium kredibility tak, že měnová báze by měla být kryta devizovými rezervami. Jelikož měnová báze u většiny zemí historicky roste, je opět nutné doplňovat devizové rezervy neustálými aktivy platební bilance. V kontextu globální ekonomiky, kterou je možno považovat za hru s nulovým součtem, vzniká pak logická otázka, kdo bude mít deficit platební bilance. Odpověď zní, země, jejíž národní měna plní funkci světových peněz, tj. vystupuje jako mezinárodní obchodní a rezervní měna (Frait a Komárek, 2006).

⁷ Je možno devizové rezervy doplňovat i přes dovoz přímých zahraničních investic? Odpověď zní ano, avšak za cenu chronického schodku bilance prvotních důchodů, neboť výnosy z devizových rezerv jsou vždy výrazně nižší než náklady (zisky a dividendy) spojené s dovezenými přímými zahraničními investicemi.

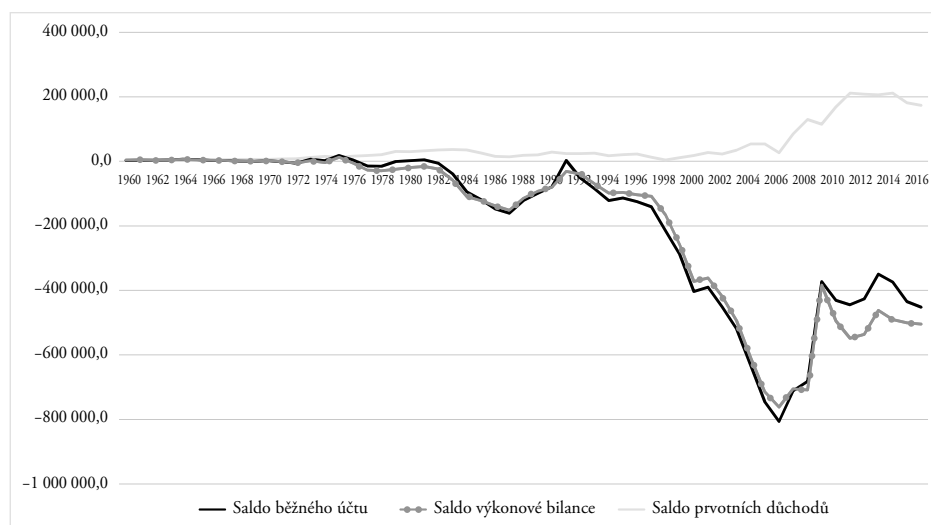
Výsadní postavení má v této oblasti již po mnoho desetiletí americký dolar, který po 1. světové válce postupně vytlačil britskou libru. Z pohledu spotřebitele je dominantní pozice amerického dolaru snad nejvíce viditelná v oblasti hotovostního peněžního oběhu. Goldbergová (2010) uvádí, že mimo měnové území USA je drženo přibližně 580 mld. hotovostních amerických dolarů (65 % z celkové emise). V držení „cizinců“ je 75 % stodolarových bankovek, 55 % padesátidolarových bankovek a 60 % dvacetidolarových bankovek.

Emise amerického dolaru z pohledu mezinárodního peněžního oběhu můžeme rozdělit na emise hotovostních a bezhotovostních dolarů a dále na emise primární prostřednictvím platební bilance USA a sekundární prostřednictvím eurodolarového trhu (Mandel, 1994 a 2011). Primární emise probíhá prostřednictvím financování deficitu platební bilance USA, tj. zejména deficitu bilance zboží, bilance služeb, bilance přímých zahraničních investic a bilance portfoliových investic. Pokud jsou dolary emitovány prostřednictvím amerického dovozu zboží a služeb, dostává se americká ekonomika do dlužnického postavení vůči světu a zahraniční investiční pozice USA se zhoršuje. Pokud naopak emise probíhá prostřednictvím vývozu přímých a portfoliových investic, vystupuje americká ekonomika vůči ostatním zemím zároveň jako investor i dlužník. Proti zahraničním aktivům na straně přímých a portfoliových investic vystupuje zahraniční pasivum na straně ostatních investic. Zahraniční investiční pozice země se proto nezhoršuje. Tato skutečnost je klíčová z hlediska hodnocení stability americké ekonomiky a amerického dolaru.

Slabší postavení amerického dolaru v posledních desetiletích a příčiny nestability jeho měnového kursu jsou zřejmé, pokud se podíváme na dlouhodobý vývoj *americké výkonové bilance a běžného účtu* (obrázek 1.4) a *zahraniční investiční pozice USA* (obrázek 1.5). Nepříznivý trendový vývoj americké zahraniční investiční pozice, která v roce 1986 přešla do pasiva, je odrazem negativních vývojových trendů v platební bilanci USA. Zejména nízká úroveň úspor amerických domácností se odráží v trendovém zhoršování americké výkonové bilance.

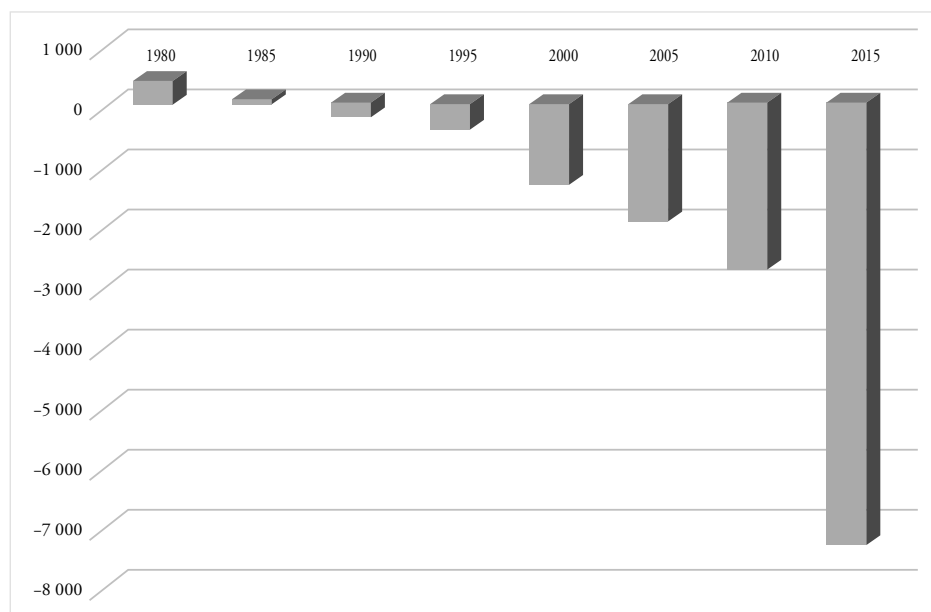
BOX 1.2 Je role mezinárodní obchodní a rezervní měny výhodná pro emitující zemi?

Z pohledu USA může být výhodná zejména *emise hotovostních dolarů*. Za předpokladu, že emitovaný dolar bude trvalou součástí mezinárodního peněžního oběhu, má americká ekonomika čistý příjem z ražebného ve výši rozdílu mezi tržní hodnotou zboží a služeb nakoupených americkými subjekty v zahraničí a náklady na výrobu amerických dolarů. Pokud by se po delším období dolar



Pramen: OECD Data, 2017.

Obrázek 1.4 Historický vývoj výkonové bilance, bilance prvotních důchodů a běžného účtu USA (v mil. USD)



Pramen: OECD Data, 2017.

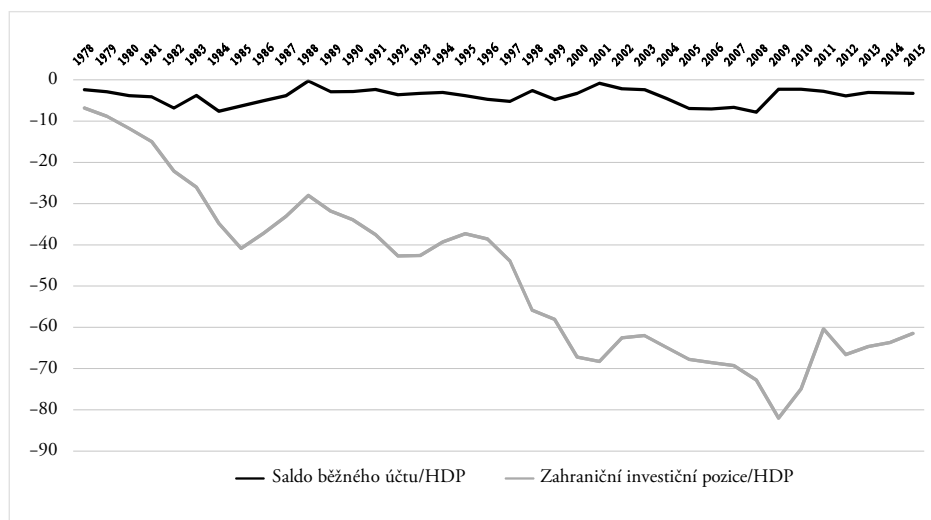
Obrázek 1.5 Historický vývoj zahraniční investiční pozice USA (mld. USD)

vrátil (např. zahraniční subjekt nakoupí zboží v USA), bude čistý příjem USA z ražebného ve výši inflačního znehodnocení amerického dolaru. V případě *emise bezhotovostních dolarů* je kalkulace výhodnosti komplikovanější, neboť bezhotovostní dolar v podobě zápisu na účtu u banky v zahraničí vždy představuje vztah pohledávky a závazku. Pokud emise bezhotovostních dolarů probíhá prostřednictvím nákupu zboží v zahraničí, obchodní bilance USA bude záporná a americké banky budou mít pohledávky vůči americkým subjektům a závazky vůči zahraničním subjektům. Americká ekonomika bude tedy v dlužnickém postavení vůči zahraničí s negativním dopadem na její bilanci prvotních důchodů. Pokud americké subjekty emitují dolary prostřednictvím zahraničních investic, tj. prostřednictvím nákupu zahraničních cenných papírů (např. akcií a dluhopisů), čistá investiční pozice USA vůči zahraničí bude vyrovnaná a bilance prvotních důchodů USA může mít výsledně kladné i záporné saldo. Přes dlouhodobě zápornou zahraniční investiční pozici americká ekonomika vykazuje, snad poněkud překvapivě, kladná salda v bilanci prvotních důchodů. Tato skutečnost je dána strukturou vyváženého a dováženého kapitálu. V případě amerického vývozu kapitálu historicky převažují výnosnější přímé zahraniční investice a nákup zahraničních akcií v rámci portfoliových investic. Na straně dovozu kapitálu je pak významný prodej amerických dluhových instrumentů zahraničním subjektům (zejména pak ve spojení se státním dluhem USA).

Problém toků a stavů

Vzniká otázka, proč při velkém deficitu běžného účtu měnová krize nenastane a při relativně nižším deficitu běžného účtu vznikne spekulativní atak na příslušnou měnu. Odpověď zní, že snižování deficitu běžného účtu je pouze zpomalením růstu deficitu investiční pozice země vůči zahraničí (obrázek 1.6). Nelze tedy definovat a sledovat vnější rovnováhu pouze na úrovni toků, ale je nutné sledovat i stavové proměnné. Omezená racionalita trhů se projevuje i tím, že tržní subjekty sledují poslední vývoj tokových veličin (např. růst HDP a snížení deficitu běžného účtu) a nevidí stavové veličiny (např. růst zahraničního dluhu a pokračující zhoršování zahraniční investiční pozice země). Pravidla finanční stability zemí eurozóny proto kombinují sledování indikátoru pohyb tříletého klouzavého průměru salda běžného účtu k hrubému domácímu produktu v rozmezí +6 % až -4 % s indikátorem zahraniční investiční pozice země, kde je limit ve vztahu k HDP -35 %.

Na obrázku 1.6 můžeme pozorovat vývoj salda běžného účtu a zahraniční investiční pozice Nového Zélandu, jehož ekonomika se vyznačovala v období před globální finanční a hospodářskou krizí 2007/2008 stabilitou cenové



Pramen: OECD Data, 2017.

Obrázek 1.6 Vztah vývoje salda běžného účtu a zahraniční investiční pozice země v poměru k HDP (příklad Nový Zéland, v %)

hladiny i relativní stabilitou měnového kursu.⁸ Zároveň se však jedná o zemi s opakovanými deficity běžného účtu, které trvají po mnoho desetiletí. Novozelandský dolar na rozdíl od amerického dolaru neplní funkci mezinárodní obchodní rezervní měny. Z globálního pohledu emise světových peněz není proto „ospravedlnění“ pro chronické deficity běžného účtu. Zahraniční investiční pozice Nového Zélandu v poměru k HDP dosáhla maximálního deficitu v r. 2008 (–82 %). Ukazatel bilance prvotních důchodů k HDP Nového Zélandu je dlouhodobě nejhorší mezi zeměmi OECD. Proto je překvapivé, že Nový Zéland je zemí s relativně vysokým ratingem AA u Standard & Poor's. Měnový kurs před finanční a hospodářskou krizí 2007/2008 dlouhodobě nereagoval na negativní vývoj investiční pozice země. Vyšší úrokové sazby stimulovaly příliv krátkodobého kapitálu motivovaného carry trade spekulací. Problém obnažila až globální finanční a hospodářská krize a přepnutí trhů z módu risk on na risk off, kdy novozelandský dolar rychle oslabil a ekonomika se propadla do recese a následné stagnace.⁹

⁸ Nový Zéland byl první zemí, která v roce 1989 zavedla cílování inflace.

⁹ Tento problém dále rozvineme v kontextu s problémem omezené racionality (kapitola pátá) a rovněž poukážeme na další podobné příklady zemí v Evropské měnové unii.

Problém statického a dynamického vidění světa

Komparativní statika nás ochuzuje o dynamické pohledy na hospodářský vývoj a může vést k některým chybným závěrům a reakcím hospodářské politiky. R. G. D. Allen (1975) *člení dynamické procesy na rovnovážné a nerovnovážné dynamické procesy*.

V Dodatku 1 se budeme věnovat příkladu rovnovážného dynamického procesu, který je založen na sekvenční časové (historické) analýze vývoje rovnovážných sald platební bilance v konvergující ekonomice. Ukážeme si, že po relativně dlouhé období lze za rovnovážný stav považovat deficit výkonové bilance a deficit běžného účtu financovaný přílivem přímých zahraničních investic (případně nedluhových portfoliových investic). Klíčové je tedy nulové saldo základní bilance, přesněji řečeno nedluhové financování deficitu běžného účtu. Od určitého období je však nutno dosáhnout vyrovnaného běžného účtu platební bilance (Mandel a Tomšík, 2008), neboť záporná hodnota zahraniční investiční pozice země nemůže růst donekonečna.

Nerovnovážné dynamické procesy jsou založeny na zpoždění proměnných. Velice populárním a často empiricky verifikovaným dynamickým modelem je „J křivka“ v rámci kursového (příp. cenového) vyrovnávacího procesu (Magee, 1973, Bahmani-Oskooee a Goswami, 2003). Graf v podobě „J křivky“ zachycuje skutečnost, že po devalvaci se záporná výkonová bilance po určitý čas dále ještě zhoršuje. Zlepšení nastává až se zpožděním několika měsíců či čtvrtletí. Dynamika je založena na poznatku, že bezprostředně po devalvaci (tj. po snížení ceny domácího exportu) je zahraniční poptávka po domácím exportu cenově nepružná. Pružnost této funkce postupně v čase narůstá, neboť zahraniční odběratelé s určitým zpožděním zvyšují zájem o zboží cenově zvýhodněné devalvací.¹⁰

1.4 Klasifikace impulsů vnější nerovnováhy

V následujících kapitolách budeme analyzovat jednotlivé typy vyrovnávacích procesů platební bilance. Pokusme se proto nyní o stručnou klasifikaci nerovnovážných impulsů „šoků“, které mají za následek vnější nerovnováhu ekonomiky. V dalším výkladu se zaměříme zejména na nerovnovážné impulsy „negativní“,

¹⁰ Tento problém bude podrobně analyzován v kapitole věnované kursovému vyrovnávacímu procesu.

kteřé vedou k deficitu platební bilance. Zároveň se zamyslíme nad vhodností devalvace v systému pevného kursu při jednotlivých typech negativních šoků.

Prvním rozlišovacím kritériem může být věcná povaha šoku. Nejčastěji se rozlišují čtyři základní formy:

- poptávkové šoky (např. monetární nebo fiskální expanze),
- nabídkové šoky (např. růst cen zahraničních výrobních vstupů),
- portfoliové šoky (např. odliv spekulativního kapitálu do zahraničí při zvýšení rizika),
- strukturální šoky (např. změna spotřebitelských preferencí nebo rozvoj nových odvětví).

V návaznosti na věcnou povahu šoku je snaha najít optimální způsob nápravy nerovnováhy. Optimální řešení nehledáme pouze z hlediska dopadu na platební bilanci, ale i z hlediska dopadu na cenovou hladinu nebo na reálný hrubý domácí produkt. Hledání optimálního způsobu nápravy se rozpadá do řady schémat. Například v případě deficitu platební bilance způsobeném domácí monetární expanzí není vhodná devalvace kursu, neboť by došlo k akceleraci agregátní poptávky s následným přehřátím ekonomiky. Podobně je tomu i v případě fiskální expanze. Portfoliové šoky mohou být spojeny se stabilizačním nebo destabilizačním pohybem kapitálu. Zatímco stabilizační pohyb spekulativního kapitálu reaguje na vývoj fundamentálních veličin, destabilizační pohyb kapitálu je založen převážně na adaptivních očekáváních vycházejících z minulého vývoje měnového kursu. Tuto skutečnost by měla respektovat i centrální banka při svém rozhodování, zda přistoupit nebo nepřistoupit k obraně pevného kursu domácí měny prostřednictvím devizových intervencí a politiky vysokých úrokových sazeb.

Z hlediska vztahu k domácí ekonomice rozlišujeme šoky na

- vnitřní,
- vnější.

V teorii často převládá názor, že zatímco na vnější šoky je vhodné reagovat změnou kursu, v případě domácích šoků je vhodnější reagovat změnou domácí poptávky při zachování pevného kursu. Tento přístup je založen na myšlence, že devalvace jako reakce na negativní domácí šok vytváří „měkké“ nestimulující prostředí pro domácí výrobce (exportéry). Je proto vhodná pouze v případech, kdy chceme domácí výrobce ochránit před negativními zahraničními šoky,

které nemohou sami ovlivnit. Například je nevhodné devalvovat, pokud deficit platební bilance je způsoben technickým zaostáváním domácích výrobců. Devalvace je naopak možná v případech, kdy domácí export klesá z důvodu recese v zahraničí. Tato kursová politika však může vést k odvetným opatřením a ke vzniku tzv. soutěživých devalvací, které známe z období Velké hospodářské krize ve 30. letech minulého století. Globálně a integračně uvažující ekonomové se proto k této devalvační politice stavějí zamítavě.

Třetím kritériem klasifikace může být délka působení nerovnovážného faktoru. Zde rozlišujeme tři typy šoku:

- jednorázový šok, který po čase zaniká (např. dočasné zvýšení cen zemědělských komodit v důsledku neúrody),
- jednorázový šok, který bude působit trvale (např. změna spotřebitelských preferencí ve prospěch jiné skupiny výrobků),
- permanentně se opakující šok (např. zhoršování zahraničních směnných relací v důsledku technického zaostávání země nebo rychlejší růst průměrné nominální mzdy ve srovnání s růstem produktivity práce).

V případě jednorázových šoků, které po čase zanikají, je vhodné uvažovat o dočasném profinancování deficitu výkonové bilance pomocí devizových rezerv. Řešení tohoto problému prostřednictvím změny měnového kursu by mohlo dát špatný signál z hlediska optimální alokace zdrojů mezi exportními a importními odvětvími. Ve druhém případě jednorázového šoku, který působí trvale, je změna měnového kursu vhodným způsobem nápravy deficitu výkonové bilance. Ve třetím případě permanentně se opakujícího negativního šoku může pravidelná devalvace vést k „lenivosti“ domácích exportérů a ke ztrátě jejich zájmu na snižování nákladů a výrobní inovace. Zároveň může oddalovat potřebné strukturální, institucionální a politické reformy. Postavení jihoevropských zemí v Evropské měnové unii však ukazuje, že jednotná měna a nemožnost opakovaných devalvací (resp. chronické deprecie ve floatingu) vede ke stagnaci těchto ekonomik v dlouhém období (např. Itálie měla za období 2000–2016 téměř nulový hospodářský růst).

Z hlediska dopadu na jednotlivé ekonomiky je rovněž důležité, zda šoky působí

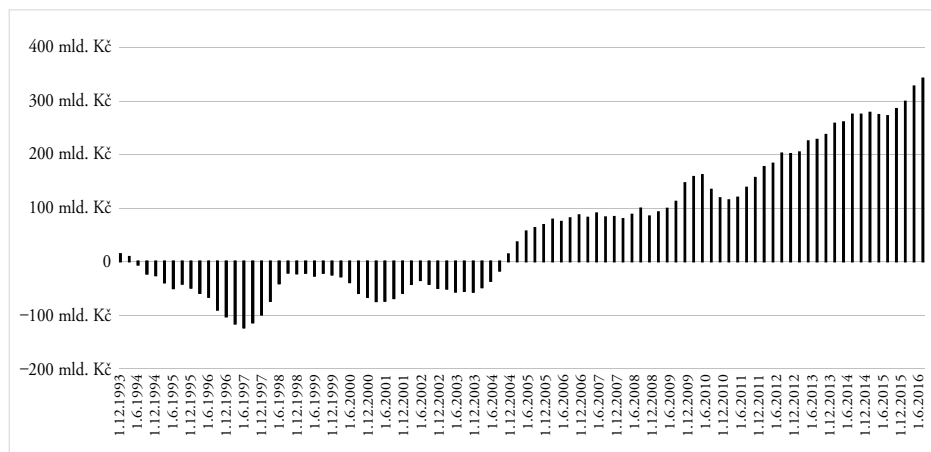
- symetricky (stejně na všechny země),
- asymetricky (odlišně na jednotlivé země).

Toto rozlišení je důležité zejména v případech, kdy skupina zemí má společný systém pevných měnových kursů, či dokonce tvoří měnovou unii s jednou společnou měnou. V měnové unii nelze na asymetrické šoky reagovat diferencovaným způsobem prostřednictvím změn měnových kursů a úrokových sazeb. Například pokud poklesnou světové ceny určité komodity, která má významný podíl na exportu jedné země v měnové unii, nelze očekávat, že dojde k depreciaci společné měny. Představme si např. postavení Nizozemí, které je jednou z malá zemí Evropské měnové unie (EMU) exportující zemní plyn (zejména do Německa, Belgie a Británie). Pokles cen zemního plynu působí negativně na výkonovou bilanci Nizozemí a naopak pozitivně na výkonové bilance většiny členských zemí EMU, které zemní plyn importují. Pokud by euro reagovalo posílením, Nizozemí by zaznamenalo další tlak na zhoršení výkonové bilance.

BOX 1.3 Vývoj salda výkonové bilance České republiky a nerovnovážné faktory

Obrázek 1.7 ukazuje vývoj a trend salda výkonové bilance ČR v období 1993 až 2016. Pod obrázkem charakterizujeme hlavní nerovnovážné faktory obchodní bilance a bilance služeb, které ovlivňovaly trend vývoje sald výkonové bilance v jednotlivých obdobích.

V letech 1993 až 1996 došlo k výraznému zhoršení výkonové bilance. Obchodní bilance se ve srovnání s rokem 1992 zhoršila o více než 150 mld. Kč. Za hlavní



Pramen: ARAD ČNB, 2017.

Obrázek 1.7 Vývoj salda výkonové bilance České republiky
(kumulovaný údaj za poslední čtyři čtvrtletí)

příčiny tohoto negativního vývoje můžeme považovat monetární a fiskální expanzi a urychlení reálné apreciace kursu české koruny na konci tohoto období. Od 2. pol. roku 1997 až do 1. pol. roku 1998 dochází k pozitivnímu vývoji výkonové bilance. Saldo obchodní bilance se zlepšilo o 46,3 mld. Kč. Příčiny tohoto zlepšení souvisejí s fiskální a monetární restrikcí, depreciací nominálního kursu české koruny o cca 15 % a zlepšení směnných relací v důsledku poklesu indexu světových cen surovin cca o 22 %.

Roky 1999 a 2000 jsou ve znamení opětovného negativního vývoje výkonové bilance. Deficit obchodní bilance se v roce 2000 prohloubil o 36,8 mld. Kč ve srovnání s rokem 1998. Za hlavní příčinu prohloubení deficitu lze považovat zhoršení zahraničních směnných relací v důsledku růstu indexu světových cen surovin cca o 50 %.

V roce 2001 došlo k mírnému snížení deficitu salda výkonové bilance o 7,6 mld. Kč. Hlavní příčinou zlepšení byl pozitivní vývoj zahraničních směnných relací, když index světových cen surovin meziročně poklesl cca o 10 %. V roce 2002 sice dochází ke zlepšení celkového ročního salda výkonové bilance, avšak trend čtvrtletních dat naznačuje její postupné zhoršování. V daném roce dochází k výraznému snížení přebytku bilance služeb (pokles o 36,2 mld. Kč). Za hlavní příčiny lze považovat výpadek příjmů z turistiky díky povodním a pokles příjmů z ostatních služeb v důsledku světové stagnace.

Od roku 2003 pozorujeme významný obrat ve vývoji výkonové bilance, jež se z deficitu ve výši kolem 50 mld. Kč dokázala během následujících pěti let dostat do přebytku přesahující 100 mld. Kč. Tento pozitivní vývoj byl zapříčiněn zejména rychlým rozvojem exportního automobilového a zpracovatelského průmyslu v ČR. Významnou roli v této změně výkonové bilance sehrály přímé zahraniční investice, které byly v ČR realizovány zejména do automobilového a zpracovatelského průmyslu.

Od roku 2005 je přebytek bilance služeb přibližně konstantní v průměru mezi 70 až 85 mld. Kč a roste jen mírně. Z tohoto důvodu je pozitivní dynamika výkonové bilance determinována především vývojem bilance obchodní. Z pohledu růstu exportu se však objevují i brzdicí faktory. Na konci r. 2008 dochází k nejvýraznějšímu posílení české koruny měřeno reálným efektivním kursem na bázi jednotkových nákladů práce. Ve stejném roce začíná globální finanční a hospodářská krize. Přesto na přelomu let 2009 a 2010 ještě pozorujeme výrazné zlepšení výkonové bilance na pozadí výrazného poklesu světových cen ropy a surovin. Poté co se světové ceny ropy a ostatních surovin začaly navracet k úrovním pozorovaným před krizí, dochází také ke snížení přebytku obchodní bilance a tím i výkonové bilance přibližně na úroveň před rokem 2009.

Od roku 2012 přebytek výkonové bilance téměř nepřetržitě roste. Výjimkou je jen konec roku 2014 a začátek 2015, kdy se růst přebytku výkonové bilance dočasně zastavil. Na zvyšování přebytku výkonové bilance od roku 2012 se podílí především rostoucí reálný vývoz tažený zejména automobilovým průmyslem. Exporty v reálném vyjádření v průměru rostly i přes nízkou zahraniční poptávku

v době pokračující světové finanční krize. Česká ekonomika benefituje z vysokého přílivu zahraničních investic v minulosti a stává se stále více zřetelné, že je exportně orientovanou ekonomikou. Kromě tohoto dlouhodobého faktoru přispěla k přebytku výkonové bilance také koincidence dalších pozitivních faktorů. Především to byla depreciace koruny, nejprve vůči dolaru v roce 2012 a později, koncem roku 2013, zavedení kursového závazku ČNB a z něj vyplývající znehodnocení koruny vůči ostatním měnám v řádu přibližně 5 %. K pozitivnímu vývoji obchodní bilance také pomohla zpočátku „zdrženlivá“ domácí spotřeba a také nízké světové ceny ropy a dalších surovin od konce roku 2014.

1.5 Úvod do teorie vyrovnávacích procesů výkonové bilance

Ekonomická teorie postupně formulovala čtyři základní možnosti tržní ex-post nápravy nerovnováhy platební bilance (salda výkonové bilance) – cenový, kursový, důchodový a monetární vyrovnávací proces.

Za otce nejstaršího vyrovnávacího procesu, který budeme nazývat cenový, je možno považovat D. Huma (Hume, 1752). Hume rovnováhu obchodní bilance zkoumal v kontextu s kvantitativní teorií peněz. Při deficitu obchodní bilance dochází v důsledku vyšších plateb než inkas k odlivu peněz (resp. zlata) ze země a následně k poklesu domácí cenové hladiny. Nižší domácí ceny obnoví exportní konkurenceschopnost země a obchodní bilance se vyrovná. Slabým místem tohoto vyrovnávacího systému je nízká pružnost cen a mezd směrem dolů. Peníze minimálně ve středním období nejsou neutrální a rychleji než cenová hladina klesá výroba a důchod.¹¹ Vyrovnávací proces platební bilance tedy musí být založen na pohybu kursu nebo důchodu. Případně je nutno nerovnováhám platební bilance předcházet, jak je tomu u monetárního přístupu k platební bilanci, který je založen na pohledu ex ante a měnovém – finančním programování.

Kursový vyrovnávací proces výkonové bilance je zejména spojován se systémem volně pohyblivého kursu (tj. floatingem). Stejný význam má však i v případě systému pevného kursu, pokud centrální banka je ochotna řešit zásadní nerovnováhy změnou, tj. devalvací nebo revalvací, ústředního kursu (tzv. „adjustable peg“). Kursový vyrovnávací proces je založen na myšlence, že depreciace kursu v podmínkách deficitu výkonové bilance vede k podpoře exportu a k omezení importu. *Výhodou depreciace domácí měny je, že zpravidla nemá náklady*

¹¹ Této problematice se snad trochu překvapivě věnoval i K. Marx (1894) v rámci kritiky Peelových bankovních zákonů. Na základě reálných dat poukazoval na skutečnost, že odliv zlata ze země vede k recesi a nikoliv k poklesu cenové hladiny ve V. Británii. Zajímavé historické poznatky a modelové dynamické řešení této problematiky poskytuje článek Martinčík a Šedivá (2007).

v podobě zhoršení hospodářského růstu, avšak náklady mohou být v oblasti zhoršení zahraničních směnných relací a vynuceného snížení domácí spotřeby.

Diskuse o důchodovém vyrovnávacím procesu vždy probíhaly v kontextu s výhodami a nevýhodami pevných měnových kursů. Nejedná se pouze o historické období brettonwoodských pevných kursů, které byly založeny na dolarových paritách a úzkých pásmech oscilace $\pm 1\%$. Může se jednat o currency board, který dlouhodobě využívá např. Hongkong (od r. 1983 vazba na USD), Bulharsko (od r. 1997 vazba na DEM, resp. EUR), země střední a západní Afriky (vazba CFA franku na FRF, resp. EUR) a řada „ostrovních“ ekonomik s vazbou na USD nebo GBP. Pevný kurs s úzkými pásmy oscilace může mít vazbu na měnový koš (ČR v l. 1993–1997 pásma oscilace $\pm 0,5\%$ ke koši měn DEM a USD) nebo vazbu na jednu měnu (dánská koruna má stanoven ústřední kurs k EUR s pásmy oscilace $\pm 2,25\%$). Důchodový vyrovnávací proces funguje na základě transmisního mechanismu mezi saldem výkonové bilance a důchodem (resp. produktem). Pokles exportu nebo zvýšení importu a následný deficit výkonové bilance jsou doprovázeny poklesem poptávky po domácím zboží, nižší výrobou, nižším důchodem a následně i poklesem importu zboží a služeb. Obnovení rovnováhy výkonové bilance v podmínkách pevného kursu je proto zpravidla spojeno s vysokými náklady v podobě poklesu výroby a důchodu.

Monetární přístup k platební bilanci přichází především s myšlenkou tzv. měnového a finančního programování. Na základě modelu J. J. Polaka (Polak, 1957 a 2001) *Mezinárodní měnový fond zavedl měnové a finanční programování s cílem předcházet nerovnováhám výkonových bilancí a se snahou omezit náklady důchodového vyrovnávacího procesu*. Éra těchto modelových přístupů skončila až s nástupem modelů cílování inflace. Přesto některé indikátory, jako je např. krytí importu devizovými rezervami, jsou dodnes sledovány.

Evropská měnová unie (EMU) funguje v podmínkách pohybu zboží, služeb, důchodů a kapitálu mezi členskými zeměmi, tj. samostatnými státy netvořícími společnou federaci. V těchto podmínkách vznik EMU nevedl k zániku pojmů, jako jsou devizový tuzemec a cizozemec, platební bilance, zahraniční dluh, zahraniční investiční pozice země. Jen největší optimisté se mohli domnívat, že v podmínkách silných odborů a nepružných mezd a cen bude fungovat cenový a mzdový vyrovnávací proces výkonové bilance (tj. „vnitřní devalvace“ v případě deficitu výkonové bilance). *V případě EMU je proto nutno proces obnovování vnější rovnováhy diskutovat v kontextu značně nákladného důchodového vyrovnávacího procesu.*

Vyrovnávací procesy platební bilance budou podrobně analyzovány v následujících kapitolách 2 až 5.

Literatura

- Allen, R. G. D. (1975): *Makroekonomická teorie (Matematický výklad)*. Praha: Academia.
- Bahmani-Oskooee, M. M., Goswami, G. G. (2003): A Disaggregated Approach to the Test J-Curve Phenomenon: Japan versus Her Major Trading Partners. *Journal of Economics and Finance*, Vol. 27, No. 1, pp. 102–112.
- Bakule, V. (1976): *Světové finance*. Praha: SNTL/ALFA.
- Brada, J. C., Tomšík, V. (2003): Reinvested Earnings Bias, The „Five Percent“ Rule and the Interpretation of the Balance of Payments – With an Application to Transition Economies. William Davidson Institute Working Paper, No. 543, University of Michigan.
- Brada, J. C., Tomšík, V. (2004): Zahraniční investice a náchylnost k měnovým krizím: zkušenosti tranzitivních ekonomik. *Politická ekonomie*, roč. 52, č. 3, s. 313–329.
- Brůna, K. (2013): Koncept udržitelnosti negativní čisté investiční pozice a jeho aplikace na příkladu České republiky v letech 1999–2011. *Politická ekonomie*, roč. 61, č. 1, s. 67–90.
- Brůna, K. (2015): Sustainability of Negative International Investment Position in Transitive Countries: The Case of the Czech Republic in 2000–2011. In: Hutson, Carly M. *Macroeconomics. Principles, Applications and Challenges*. New York: Nova Science Publishers, pp. 1–34.
- Frait, J., Komárek, L. (2006): Půlstoletí vývoje světových peněz. *Politická ekonomie*, roč. 54, č. 3, s. 307–325.
- Gandolfo, G. (2016): *International Finance and Open Economy Macroeconomics*. Springer.
- Goldberg, L. S. (2010): Is the International Role of the Dollar Changing? *Federal Reserve Bank of New York, Current issues in economics and finance*, Vol. 16, No. 1, pp. 1–7.
- Hume, D. (1752): *Essay, Moral, Political nad Literary. Essay V. of the Balance of Trade*. Liberty Found, Inc.
- Kindleberger, Ch. P. (1978): *Světová ekonomika*. Praha: Academia.
- Magee, S. P. (1973): Currency contracts, pass through and devaluation. *Brooking Papers on Economic Activity*, Vol. 4, No 1, pp. 303–25.
- Mandel, M. (1994): Měnové a kurzové aspekty fungování euroměnového trhu. *Finance a úvěr*, roč. 44, č. 4, s. 175–187.

- Mandel, M., Tomšík, V. (2008): External Balance in a Transition Economy: The Role of Foreign Direct Investments. *Eastern European Economics*, 2008, Vol. 46, No. 4, pp. 5–26.
- Mandel, M. (2011): Několik otázek k současnému postavení amerického dolaru. *Mezinárodní politika*, roč. 35, č. 2, s. 10–14.
- Mandel, M., Durčáková, J. (2016): *Mezinárodní finance a devizový trh*. Praha: Management Press.
- Martinčík, D., Šedivá, B. (2007): Dynamics of Hume's Law. *Acta Oeconomica Pragensia*, roč. 15, č. 4, s. 69–78.
- Marx, K. (1894): Capital: A Critique of Political Economy, Vol. III. The Process of Capitalist Production as a Whole, Chicago: Charles H. Kerr and Co.
- Mundell, R. A. (1962): The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability. *IMF Staff Papers*, Vol. 9, No. 1, pp. 70–79.
- Mundell, R. A. (1963): Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, Vol. 29, No. 4, pp. 475–485.
- Nguyen, E. L. (2010): The International Investment Position of the United States at Yearend 2009. *Bureau of Economic Analysis, US Department of Commerce*, Vol. 90, No. 7, pp. 9–19.
- Obstfeld, M., Rogoff, K. (1994): The Intertemporal Approach to the Current Account. Cambridge. NBER Working Paper, No. 4983.
- Obstfeld, M., Rogoff, K. (1999): *Foundations of International Macroeconomics*. The MIT Press, Cambridge.
- Polak, J. J. (1957): Monetary Analysis of Income Formation and Payments Problems. *IMF Staff Papers (International Monetary Fund)*, Vol. 6, No. 1, pp. 1–50.
- Polak, J. J. (2001): The Two Monetary Approaches to the Balance of Payments: Keynesian a Johnsonian. IMF Working Paper, 2001, WP/01/100.
- Spěváček, V. (2006): Makroekonomická rovnováha české ekonomiky v letech 1995–2005. *Politická ekonomie*, roč. 54, č. 6, s. 742–761.
- Srholec, M. (2004): *Přímé zahraniční investice v České republice: teorie a praxe v mezinárodním srovnání*. Praha: Linde.
- Taylor, M. P. (1990): *The Balance of Payments: new perspectives on open-economy macroeconomics*. Aldershot, Edward Elgar.
- Balance of Payments and International Investment Position Manual (BPM6). Washington, Mezinárodní měnový fond, 2013.
- Balance of Payments Manual (BPM5). Washington, Mezinárodní měnový fond, 1993.

Dynamika vnější rovnováhy a sald platební bilance v konvergující ekonomice

V tomto dodatku budeme definovat „sekvenční“ střednědobé rovnováhy platební bilance v tranzitivní ekonomice, které v daném období vývoje zajišťují stabilitu národohospodářských veličin (tj. měnového kursu, cenové hladiny a úrokové míry).¹ Náš přístup vychází z myšlenky, že rovnováhu platební bilance nelze chápat ve statickém pojetí jako jedinou možnou „ideální“ strukturu toků v platební bilanci, která je platná pro všechna vývojová stadia ekonomiky (Mandel a Tomšík, 2006 a 2008). Formulujeme následujících pět období vývoje: mladá tranzitivní ekonomika, zralá tranzitivní ekonomika, posttranzitivní ekonomika, expandující vyspělá ekonomika a rovnovážná vyspělá ekonomika (viz tabulku D1.1).

Tranzitivní (transformující se) ekonomika je charakteristická tím, že se snaží vytvářet institucionální podmínky pro dovoz zahraničního kapitálu. Sekvence kroků je zpravidla následující:

- a) zavedení institutu tržního kursu respektující zákon poptávky a nabídky na devizovém trhu,
- b) liberalizace devizového zákona (zejména zajištění směnitelnosti pro devizové cizozemce v oblasti běžných i kapitálových operací),
- c) podpis mezinárodních dohod o ochraně investic a zamezení dvojímu zdanění,
- d) systém finanční podpory pro příliv zahraničních investic.

Cílem těchto kroků je vytvořit podmínky pro příliv přímých zahraničních investic, který podpoří hospodářský růst a zaměstnanost a zároveň zvýší zahraniční konkurenceschopnost domácího exportu.

¹ Allen (1967) v tomto případě hovoří o „dynamickém rovnovážném systému“.

Tabulka D1.1 Fáze hospodářského vývoje a rovnováha platební bilance

Vývojová fáze ekonomiky	Výkonová bilance (NX)	Bilance prvotních důchodů (BPI)	Běžný účet (CAB)	Přímé zahraniční investice (NDI)	Základní bilance (BB)	Změna rezervních aktiv (ΔFR)
Mladá tranzitivní ekonomika	$NX < 0$	$BPI \leq 0$	$CAB < 0$	$NDI < 0$ (privatizace a realizace nových investic)	$BB = 0$	$\Delta FR = 0$
Zralá tranzitivní ekonomika	$NX = 0$	$BPI < 0$	$CAB < 0$	$NDI < 0$ (růst podílu reinvestovaného zisku)	$BB = 0$	$\Delta FR = 0$
Posttranzitivní ekonomika	$NX > 0$	$BPI < 0$	$CAB = 0$	$NDI = 0$	$BB = 0$	$\Delta FR = 0$
Expandující vyspělá ekonomika	$NX > 0$	$BPI < 0$ $BPI > 0$	$CAB > 0$	$NDI > 0$ (převaha vývozu investic)	$BB > 0$	$\Delta FR = 0$
Rovnovážná vyspělá ekonomika	$NX = 0$	$BPI = 0$	$CAB = 0$	$NDI = 0$	$BB = 0$	$\Delta FR = 0$

Poznámka: Bilance přímých zahraničních investic (NDI) je definována dle metodiky BPM6, kdy vyšší import PZI než export PZI, tj. čistý příliv přímých zahraničních investic, má záporné znaménko (růst čistých zahraničních pasiv).

Mladá tranzitivní ekonomika

Rozvoj tranzitivní ekonomiky je zpravidla nastartován zvýšením míry národních investic při stabilní míře národních úspor.² Problém transformující se ekonomiky přitom není pouze v nedostatku domácího finančního kapitálu, ale jedná se především o nedostatek reálného kapitálu (v podobě moderního výrobního zařízení nebo znalostního kapitálu). Pokud by se jednalo pouze o nedostatek domácího finančního kapitálu (např. v důsledku nefungujícího domácího kapitálového trhu a malé ochoty domácích bank poskytovat investiční úvěry), výkonová bilance by mohla být po celou dobu vyrovnaná a existovala by pouze strukturální nerovnováha v oblasti finančního účtu (např. prodej akcií privatizovaných státních firem do zahraničí, tj. import kapitálu, resp. růst zahraničních pasiv, by měl protizáznakem jako růst rezervních aktiv, tj. devizových rezerv centrální banky).³ Pokud země dováží jak finanční kapitál, tak i reálné investice, je nutné počítat s deficitem výkonové bilance.

V případě mladé tranzitivní ekonomiky sice není možné trvat na požadavku rovnováhy výkonové bilance a běžného účtu. Z řady důvodů je však vhodné preferovat formu dovozu přímých zahraničních investic před dovozem dluhového kapitálu. Při dovozu přímých zahraničních investic se nezhoršuje poměr hrubého zahraničního dluhu země k HDP, který je sledován ze strany zahraničních investorů. Navíc ve srovnání se zahraniční půjčkou se riziko z neúspěchu podnikatelského záměru přenáší na zahraničního investora. Repatriace kapitálu je méně pravděpodobná než povinnost splatit zahraniční půjčku. *Vnější toková rovnováha mladé tranzitivní ekonomiky je pak z výše uvedených důvodů definována jako rovnováha základní bilance, při které probíhá nedluhové financování deficitu běžného účtu.* To však zároveň znamená postupné zhoršování zahraniční investiční pozice země (vzniká stavová nerovnováha). Nevýhodou přímých zahraničních investic pro domácí ekonomiku je jejich značná nákladnost, neboť požadovaná reálná zisková míra ve vztahu k investovanému kapitálu se může pohybovat i nad hodnotou 20 % (podrobněji Chmelař a kol., 2016).

² Rozvoj tranzitivní ekonomiky může být teoreticky nastartován i snížením domácí spotřeby, růstem exportu spotřebního zboží a služeb a zvýšením dovozu investičního zboží. Tato cesta, která představuje „přepnutí“ mezi spotřebou a investicemi, zachovává rovnováhu výkonové bilance a rovnost mezi mírou národních úspor a mírou národních investic, je však vzhledem k „porevolučnímu hladu“ po zahraničním spotřebním zboží velmi málo pravděpodobná.

³ Jestliže domácí firma prodá dluhopisy v zahraničí a získané prostředky převede v rámci bezhotovostního mezibankovního platebního styku k domácí bance, bilančně proti dovozu kapitálu vystupuje vývoz krátkodobého kapitálu v podobě vzniku pohledávky domácí banky za zahraniční bankou (systém *loro-nostro* účtů).

Zralá tranzitivní ekonomika

Vysoké investice, rychlý růst kapitálové zásoby se při ideálním vývoji projeví růstem exportu a růstem zahraničních cen exportu (zahraniční směnné relace se zlepšují). Může docházet i k postupnému poklesu mezního sklonu k importu díky širší nabídce nového domácího zboží. Otázkou je, zda v této fázi již dojde k poklesu dovozní náročnosti exportu, neboť řada komponentů výroby je dovážena ze zahraničí. *Fáze zralé tranzitivní ekonomiky se z výše uvedených důvodů vyznačuje vyrovnaním výkonové bilance. Problémem se naopak stává nárůst deficitu bilance prvotních důchodů* (viz tabulku D1.1), který je výsledkem předchozího a pokračujícího dovozu investic. Tento deficit je dočasně vyrovnáván vysokou úrovní reinvestovaného zisku (Brada a Tomšík, 2003 a 2004, Novotný, 2015), což je signálem, že původní investiční záměry zahraničních investorů jsou úspěšně naplňovány.

Vnější toková rovnováha ve zralé tranzitivní ekonomice je nadále sledována na úrovni základní bilance. Mění se však struktura tohoto salda. Deficit běžného účtu je způsoben pouze schodkem bilance prvotních důchodů při dosažení rovnováhy výkonové bilance. Zhoršování zahraniční investiční pozice země dále pokračuje.

Z tohoto pohledu jsou pro zachování rovnovážného vývoje země rizikem následující selhání:

- a) nárůst výroby je spotřebován v domácí ekonomice a nedochází k růstu exportu,
- b) je udržována vysoká importní náročnost exportu a vysoký důchodový mezní sklon k importu,
- c) je nízká úroveň reinvestovaného zisku.

Výsledkem tohoto negativního vývoje je pak tlak na depreciaci domácí měny s inflačními dopady.

Posttranzitivní ekonomika

Posttranzitivní ekonomika se vyznačuje poklesem podílu reinvestovaného zisku, a to na míru obvyklou ve vyspělých ekonomikách (30–40 %). Zároveň se vyrovnává saldo bilance přímých zahraničních investic a země přestává být čistým dovozcem kapitálu (viz tabulku D1.1). V této fázi se plně obnažuje problém s deficitem bilance prvotních důchodů. Pokud si chce země udržet stabilní měnový kurs, musí výkonová bilance přejít do aktiva a zajistit tak rovnováhu běžného účtu. *Rovnováha běžného účtu se v této fázi rozvoje ekonomiky stává nutnou*

podmínkou vnější rovnováhy. Zahraniční investiční pozice země je deficitní ale „stabilizovaná“. Hlavní rizika tohoto období pro zachování rovnovážného vývoje země jsou následující:

- a) exportní výkonnost země již dále neroste a ustrne na úrovni rovnováhy výkonné bilance, která již v tuto chvíli není postačující k udržení vnější rovnováhy,
- b) země s aktivní výkonnou bilancí sice pokrývá deficit bilance prvotních důchodů, avšak domácí spotřeba je pomalu rostoucí, neboť nedošlo ke zlepšení zahraničních směnných relací.

Druhý problém může být poněkud skrytý pod současným růstem hrubého domácího produktu, který je nejčastější formou měření národohospodářské výkonnosti při konvergenčním procesu. V této fázi vývoje ekonomiky je při měření blahobytu společnosti nutné rozlišovat mezi vývojem hrubého domácího produktu a vývojem reálného hrubého disponibilního důchodu (viz BOX D1.1). Domácí spotřeba při růstu HDP a současné rovnováze běžného účtu platební bilance může stagnovat, pokud důchodový efekt deficitu bilance prvotních důchodů převyšuje pozitivní důchodový efekt ze změny zahraničních směnných relací. Oba tyto efekty velmi dobře odrážejí vývoj reálného hrubého disponibilního důchodu (např. Kubiček a Tomšík, 2005, Spěváček, 2013, a Kučera, 2015).

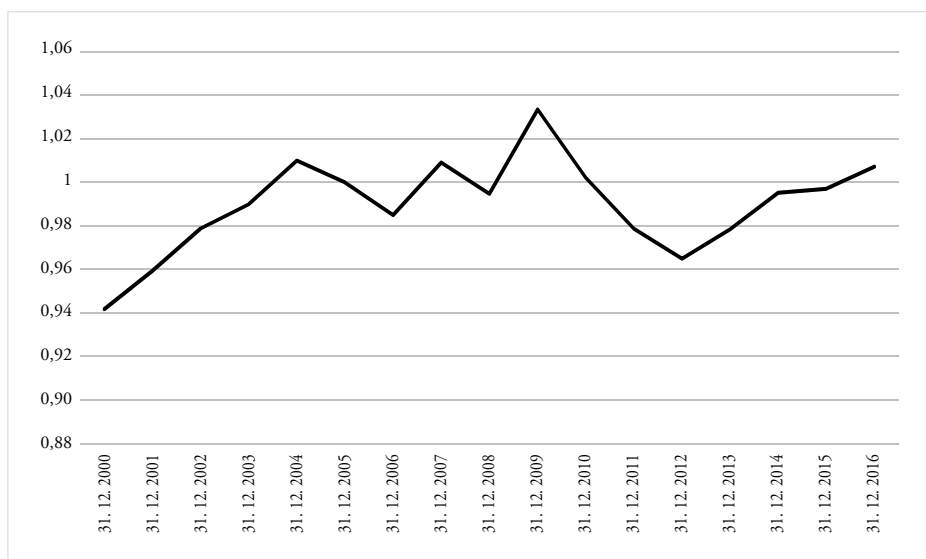
BOX D1.1 Zahraniční směnné relace a jejich důchodový efekt

Pozitivní vývoj zahraničních směnných relací, které jsou základním ukazatelem efektivnosti zahraničního obchodu, je určujícím faktorem úspěšného rozvoje tranzitivní a vyspělé ekonomiky. Pro reálný hrubý disponibilní důchod (*RGDI*) platí, že hrubý domácí produkt (*GDP*) upravujeme o důchodový efekt změny zahraničních směnných relací (*TT*), saldo bilance prvotních a druhotných důchodů (*BPI* a *BSI*):

$$RGDI = GDP + TT + BPI + BSI$$

Index zahraničních směnných (I_{TT}) je poměr indexu exportních cen (P_{EX}) a indexu importních cen (P_{IM}):

$$I_{TT} = \frac{P_{EX}}{P_{IM}}$$



Pramen: ARAD ČNB, 2016.

**Obrázek D1.1 Vývoj indexu zahraničních směnných relací ČR
(31. 12. 2005 = 100)**

Důchodový efekt změny zahraničních směnných pak vyjádříme pomocí výrazu:

$$TT = \frac{NX_N}{P_{EXIM}} - \left(\frac{EX_N}{P_{EX}} - \frac{IM_N}{P_{IM}} \right),$$

kde nominální čistý export, nominální export a import jsou deflovány agregovaným indexem exportních a importních cen (P_{EXIM}) a individuálními indexy exportních a importních cen (P_{EX} a P_{IM}).

Tranzitivní ekonomika, jejíž rozvoj je zajišťován přílivem přímých zahraničních investic, trpí schodkem balance prvotních důchodů (v ČR ročně okolo 250 mld. Kč). Je proto důležité, aby toto negativní saldo bylo kompenzováno rostoucími zahraničními směnnými relacemi (rychlejší růst cen exportu než cen importu) a tedy jejich pozitivním důchodovým efektem.

Na obrázku D1.1 však můžeme pozorovat, že v období 2000–2016 se naše zahraniční směnné relace zlepšily pouze mírně o 5–6 %. Při podrobnější analýze zjistíme, že důvodem byl pokles importních cen a nikoliv růst exportních cen. Tato skutečnost se stává významným omezením růstu reálného hrubého disponibilního důchodu ČR.

Expandující vyspělá ekonomika a dlouhodobě rovnovážná ekonomika

Obě závěrečné fáze již postihují případ vyspělé ekonomiky. Ze země dovážející přímé zahraniční investice se stává země vyvážející přímé zahraniční investice. Paralelně může docházet i k případům, že úspěšní domácí podnikatelé „skupují“ zahraniční investice v domácí zemi. Předpokladem udržení stability národohospodářských veličin (měnového kursu, cenové hladiny a úrokové míry) u expandující ekonomiky je převis národních úspor nad národními investicemi a vytvoření dostatku devizových zdrojů prostřednictvím aktiva běžného účtu. *K tomuto výsledku se však nejde tzv. „prospořit“.* Ekonomická kauzalita je obrácená – výrokové inovace domácích podnikatelů vedou k růstu exportu (k vyšším cenám exportu) a, ceteris paribus, k přebytku běžného účtu, což z hlediska základní národohospodářské identity ex-post pozorujeme jako převahu národních úspor nad národními investicemi. V důsledku čistého vývozu přímých zahraničních investic bilance prvotních důchodů postupně přechází ze schodku do přebytku. Zahraniční investiční pozice země se zlepšuje.

Fáze expandující vyspělé ekonomiky je pro řadu zemí historicky nedosažitelným cílem, neboť často trpí nedostatkem podnikavosti a vědecko-technického pokroku (nedostatkem výrokových inovací) nebo přílišnou netrpělivostí ve spotřebě (průměrná nominální mzda roste rychleji než produktivita práce). Úloha státu je v tomto procesu nezanedbatelná. Jedná se především o vytvoření vhodných institucionálních podmínek pro podnikání, podpora základního výzkumu v klíčových oborech a správné nasměrování školství. *K vyšší efektivnosti exportu a ekonomiky se nelze dostat přes hospodářskou politiku „tvrdého“ kursu.* Tato politika v období centrálně plánované socialistické ekonomiky vedla pouze k nárůstu exportních dotací, v tržní ekonomice pak např. k měnové krizi Evropského měnového systému v l. 1992–1993 (chybná Majorova politika tvrdé britské libry). Jedná se o klasické předpřahání vozu před koně. Základem pro posílení měnového kursu, tj. zpřísnění kritéria efektivnosti pro export, musí být primárně kladné saldo běžného účtu. Pouze tímto způsobem je možno udržet v dynamickém pohledu soulad mezi vnější tokovou a stavovou rovnováhou a požadavky na vyšší ekonomickou efektivnost.

Expandující vyspělá ekonomika v našem modelu po čase přechází do fáze rovnovážné vyspělé ekonomiky, kdy pod dojmem akumulace aktiv (růst bohatství) vzroste domácí spotřeba. Všechna dílčí a kumulativní salda platební bilance se vyrovnají a národní úspory se rovnají národním investicím.⁴

⁴ Česká republika v této oblasti zaznamenává první úspěchy. Jedná se o vývoz přímých zahraničních investic nejenom v oblasti výroby, ale i služeb (např. společnost Home Credit, skupina PPF, úspěšně expanduje i v USA, Rusku, Vietnamu a Číně).