Vysoká škola ekonomická v Praze
Fakulta financí a účetnictví

BAKALÁŘSKÁ PRÁCE

2010 Jitka Vávrová

Vysoká škola ekonomická v Praze
Fakulta financí a účetnictví

Katedra měnové teorie a politiky
Bankovnictví pojišťovnictví



Analýza vnější ekonomické rovnováhy ČR

(analýza vývoje stavových i tokových proměnných a jejich souvislosti s měnovým kursem)

Autor bakalářské práce: **Jitka Vávrová**

Vedoucí bakalářské práce: **prof. Ing. Martin Mandel, CSc.**

Rok obhajoby: **2010**

Poděkování

Tímto bych chtěla poděkovat svému vedoucímu práce prof. Ing. Martinovi Mandelovi, CSc. za odborné vedení při zpracovávání mé práce a za čas, který mi věnoval.

Čestné prohlášení

Prohlašuji,

že jsem bakalářskou práci na téma: „Analýza vnější ekonomické rovnováhy ČR (analýza vývoje stavových i tokových proměnných a jejich souvislosti s měnovým kursem)“ vypracovala samostatně. Veškerou použitou literaturu a podkladové materiály uvádím v přiloženém seznamu literatury.

V Praze dne .....

.....

Podpis

Obsah

Slovo úvodem ... 6

1. Pojetí vnější rovnováhy a její vztah k platební bilanci ... **8**

1.1. Vnější rovnováha a problém tokových a stavových veličin ... 8

1.1.1. Vnější rovnováha ... 8

1.1.2. Platební bilance ... 8

1.1.2.1. Základní charakteristiky platební bilance ... 9

1.1.2.2. Dílčí a kumulativní salda platební bilance ... 10

1.1.3. Mezinárodní zadlužení ... 15

1.1.3.1. Způsoby financování deficitu výkonové bilance ... 16

1.1.3.2. Ukazatele zadluženosti ... 18

2. Měnový kurz ... **19**

2.1. Stručná charakteristika měnového kurzu ... 19

2.2. Platebně bilanční přístup ke kurzu a vliv mezinárodního zadlužení ... 20

3. Vývoj měnového kurzu české koruny ... **21**

3.1. Vývoj měnového kusu české koruny k euru a dolaru ... 21

3.1.1. Vývoj kurzu české koruny k dolaru od roku 1993 do roku 1997 ... 21

3.1.2. Měnový kurz od roku 1998 do roku 2004 ... 23

3.1.3. Vývoj koruny k euru a k dolaru od roku 2004 do roku 2010 ... 24

4. Nominální a reálný efektivní kurz ... **26**

4.1. Nominální efektivní kurz ... 26

4.2. Reálný efektivní kurz ... 27

4.3. Vývoj nominálního a reálného efektivního kurzu v ČR ... 28

5. Vývoj platební bilance v ČR ... **29**

5.1. Běžný účet platební bilance ... 29

5.1.1. Obchodní bilance ... 31

5.1.2. Bilance služeb ... 31

5.1.3. Bilance běžných převodů ... 32

5.1.4. Bilance výnosů ... 34

5.2. Kapitálový účet ... 35

5.3. Finanční účet ... 35

5.4. Změna devizových rezerv ... 37

6. Bilance investiční pozice, hrubá zadluženost a dluhová služba v ČR ... **39**

6.1. Bilance investiční pozice v ČR ... 39

6.2. Vývoj hrubé zadluženosti a dluhové služby ... 40

7. Vliv sald platební bilance ČR na vnější rovnováhua na vývoj měnového kurzu koruny ... **42**

7.1. Vliv na vnější rovnováhu 42
7.2. Kurzové bubliny; vliv platební bilance na vývoj měnového kurzu 43
7.3. Závěrečné shrnutí vztahu sald platební bilance a měnového kurzu 46
Závěr **48**
Použitá literatura a internetové zdroje **50**
Seznam grafů a seznam tabulek **52**

Slovo úvodem

Vyrovnaná vnější rovnováha znamená pro každou zem značnou výhodu. Povědomost o stabilní a vyrovnané vnější rovnováze přispívá dané zemi k větší důvěryhodnosti, a tím rozšiřuje její možnosti v mezinárodním měřítku. Takto důležitou roli zastávala vnější rovnováha již v minulosti a jistě ani neztrácí význam pro budoucí období.

V případě České republiky, kdy lze hovořit o malé otevřené ekonomice bez větších surovinových ložisek, představuje vnější rovnováha nezastupitelný faktor pro její lepší existenci. Z těchto důvodů mi zpracovávané téma přišlo blízké. Samozřejmě je možné namítat, že vnější rovnováha není jediná veličina, podle které se situace vyvíjí, a také není samospasitelná. Musí se brát v úvahu i faktory jako: vnitřní rovnováha ekonomiky, geografické postavení spojené s kapacitou výrobních faktorů aj. Tyto faktory ovlivňují také mezinárodní postavení země, a zároveň se projevují i v její ekonomické situaci. Na základě předešlé věty bych ráda podotkla, že si uvědomuji jakési vytržení vnější rovnováhy ze všech možných vlivů působících na ekonomickou situaci země.

Přestože vnější rovnováha bývá ovlivňována rozdílnými veličinami odlišným způsobem s různými důsledky tak může i vnější rovnováha zpětně působit na dané veličiny. Přesto je vnější rovnováha spjatá především s *platební bilancí*, která zde zastupuje tokové veličiny, a dále pak s *bilancí investiční pozice země*, kterou tvoří spíše stavové veličiny.

Salda platební bilance se vyvíjejí v důsledku změn různých veličin jako např. hrubý domácí produkt, peněžní zásoba, mezinárodní směnné poměry, politika centrální banky a státu aj. Nepopiratelně však zmíněná salda souvisí i s vývojem měnového kurzu. Stejně jako v případě ostatních veličin působících na platební bilanci, tak i v případě měnového kurzu lze hovořit o obousměrném ovlivňování. Tedy i měnový kurz může zpětně ovlivnit vývoj platební bilance.

Ve své práci, především v grafické části, bych se ráda zaměřila spíše na vliv sald platební bilance na měnový kurz než opačně.

Téma práce je již podle názvu velice široce tematicky zaměřené. Proto bude vhodné zprvu teoreticky přiblížit výše zmíněné pojmy a zároveň zmínit jejich vzájemné vztahy. A následně se zaměřit na užší téma týkající se dané problematiky. Klíčovým problémem tedy bude vývoj měnového kurzu v souvislosti s platební bilancí, a to v případě malé ekonomiky.

Stručné teoretické předpoklady se budu snažit v praktické části prokázat na případě České republiky od roku 1993 do roku 2009. Některá data se budou týkat i prvních měsíců roku 2010.

Nejprve posoudím celkový vývoj kurzu koruny k euru a dolaru. Poté se budu věnovat vývoji nominálního a reálného efektivního kurzu české koruny. V druhém velice důležitém tematickém okruhu praktické části srovnám trend měnového kurzu, jeho významné výkyvy s vývojem jednotlivých sald platební bilance.

1. Pojetí vnější rovnováhy a její vztah k platební bilanci

1.1. Vnější rovnováha a problém tokových a stavových veličin

1.1.1. Vnější rovnováha

Pojem vnější rovnováha není snadné konkrétně definovat. Velice úzce navazuje na vnitřní rovnováhu, která je ovlivňována změnami hrubého domácího produktu, nezaměstnanosti a inflace[1]. Obě rovnováhy se vzájemně ovlivňují a tvoří nepostradatelný celek vypovídající o současné a budoucí situaci země.

Vnější rovnováhu lze definovat z ekonomického pohledu jako trvale udržitelnou strukturu finančních a reálných toků mezi domácí ekonomikou a zahraničím, která do budoucna nezakládá potřebu změny měnového kurzu, důchodu, cen, peněžní zásoby nebo úrokových měr.

Vnější ekonomická rovnováha souvisí především s platební bilancí a s vyrovnaností jejích jednotlivých sald. Nejen z důvodu účetní vyrovnanosti platební bilance je progresivnější analyzovat *strukturu vnější ekonomické rovnováhy* než jen vnější ekonomickou rovnováhu. Vnější ekonomická rovnováha může mít různou strukturu, o níž se dále zmíním v souvislosti s jednotlivými saldy platební bilance. Za nejlepší strukturu lze považovat situaci, kdy je země dlouhodobě nezávislá na cizím kapitálu a do budoucna se předpokládá udržení dané situace.[2]

1.1.2. Platební bilance

Charakterizovat platební bilanci lze jako systematicky členěné účetní zaznamenání veškerých ekonomických transakcí rezidentů dané ekonomiky s rezidenty ostatních zemí za konkrétně specifikované časové období.

Ekonomická transakce zpravidla představuje výměnu ekonomického statku, služby či aktiva za platbu nebo příjem peněz či jiný ekonomický statek, službu či aktivum. Popřípadě lze hovořit o poskytnutí těchto prvků jako daru.[3] Jednotlivé transakce tedy souvisí s toky zboží, služeb, kapitálu a peněz, od nichž se odvíjejí salda platební bilance.[4]

---

[1] Mandel M., Tomšík V.: *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*., 2. rozš. vyd. Praha: Management Press, 2008, str. 296

[2] Plchová B. a kol.: *Zahraniční ekonomické vztahy ČR*, 2. nezm. vyd. Praha: Nakladatelství Oeconomica, 2006; str. 35

3 Kindleberger, Ch. P.: *Světová ekonomika*, 1. vyd. Praha: Academia, 1978, str. 424 - 425

[4] Mandel M., Tomšík V.: *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*., 2. rozš. vyd. Praha: Management Press, 2008, str. 17

Peněžně vyjádřené transakce zachycené ve výkazu mají vliv na růst nebo snížení zásoby deviz. Na základě toho se položky platební bilance člení na položky *debetní* a *kreditní*. Debetní položky souvisí s importem zmíněných toků do domácí ekonomiky, a tudíž působí pokles množství deviz v domácí ekonomice. Každá transakce by měla být zaznamenána ve stejné peněžní hodnotě jednak jako debetní tak i kreditní položka, aby se celkový rozdíl celkových debetních a kreditních položek rovnal nule. [5] V praxi se však účetní vyrovnání tradičních toků nedaří často dodržet, některé veličiny se musí pouze předběžně a přibližně odhadovat. Zmíněný problém řeší v rámci platební bilance saldo nazvané *chyby a opomenutí*, čímž se dostáváme k horizontální analýze platební bilance.[6]

1.1.2.1. Základní charakteristiky platební bilance

Položky v platební bilanci jsou tříděny podle několika základních myšlenek. Mají zde být souhrnně zahrnuty hlavní transakce, které se týkají a historicky týkaly většiny zemí. Bilance nemá být příliš dlouhá a složitá, proto se jednotlivé položky slučují do souhrnnějších celků dle jejich účelu.

V platební bilanci se ekonomické transakce člení do dvou hlavních skupin účtů. První skupina se nazývá *běžný účet* a zahrnuje bilanci zboží, služeb, výnosů a běžných převodů. Další soustava účtů pod názvem *kapitálový* a *finanční účet* zaznamenává kapitálové převody, nákup či prodej finančních nebo nefinančních aktiv a pasiv. [7]

Kromě těchto soustav účtů obsahuje platební bilance i vyrovnávací položky, které mají zajistit účetní vyrovnanost platební bilance. Mezi ně patří již zmíněné saldo *chyby a opomenutí*, a dále *změna devizových rezerv.*

Saldo nazvané *chyby a opomenutí* zpracovává především rozdílné použité metody pro zjišťování statistických hodnot jednotlivých položek platební bilance různých zemí.[8] Saldo také může zajišťovat vyrovnání určitých transakcí, které byly v předešlých účtech pouze odhadnuty. Zároveň zaznamenává kurzové rozdíly vyvolané změnami měnového kurzu. Nízké výsledné saldo položky ještě nemusí znamenat správné zaznamenání všech transakcí, ale vysoké hodnoty by již měly sloužit jako indikátor určitého nebezpečí.[9]

---

[5] Kindleberger, Ch.P.: *Světová ekonomika*, 1. vyd. Praha: Academia, 1978, str. 425
[6] Plchová B. a kol.: *Zahraniční ekonomické vztahy ČR*, 2. nezm. vyd. Praha: Nakladatelství Oeconomica, 2006, str. 32
[7] Volně přeloženo z Balance of Payments Manual (5. vydání), str. 38
[8] Durčáková J., Mandel M.: *Mezinárodní finance*, 3. rozšířené a dopl. vyd. Praha: Management Press, 2007, str. 21
[9] Plchová B. a kol.: *Zahraniční ekonomické vztahy ČR*, 2. nezm. vyd. Praha: Nakladatelství Oeconomica, 2006, str. 32

Druhou oblast vyrovnávacích položek tvoří *změna devizových rezerv*. Nejprve, než se vrátím k použité kategorii, by bylo vhodné přiblížit položku devizové rezervy. Položka znamená mezinárodní likviditu oficiálních měnových institucí. Likvidita je zajištěna nejen devizovými aktivy v podobě zásob zlata, volně směnitelných měn, cenných papírů cizích vlád, ale také možné budoucí čerpání devizových úvěrů apod.[10]

Položka Změna devizových rezerv pak účtuje navýšení či snížení devizových rezerv za určité časové období a pouze u centrální banky. Z důvodu účetní vyrovnanosti platební bilance musí být pro změnu devizových rezerv použito opačné znaménko, než by bylo logické. To znamená, že například růst devizových rezerv je označen znaménkem mínus. Výše devizových rezerv se odvíjí od řady faktorů. Mezi faktory patří přímé devizové intervence centrální banky v rámci její měnové politiky, dále pak poskytování či přijímání úvěrů v zahraničních měnách a nakonec i změna devizového kurzu.[11]

1.1.2.2. Dílčí a kumulativní salda platební bilance

Saldo znamená rozdíl kreditního a debetního zápisu jednotlivých položek platební bilance nebo jejich určitého souhrnu. V případě méně významných, přesto však nezanedbatelných sald lze hovořit o dílčích saldech. Souhrn určitých dílčích sald se promítá do kumulativních sald, které již mají vyšší vypovídací hodnotu o problémech hospodářské politiky (Kindleberger).

Přestože kumulativní salda mají povětšinou značnou vypovídací hodnotu, je mnohdy třeba znát, čím byly jejich hodnoty ovlivněny. Tedy jakým způsobem se na výsledné hodnotě kumulativního salda podílela dílčí salda. Je například vhodné určit, zda výše daných položek představuje jen aktuální výkyv, jehož hodnota nemusí být do budoucnosti udržitelná, či se jedná o kontinuální proces.

Hodnota konkrétního salda by se měla rovnat součtu ostatních sald platební bilance s opačným znaménkem. (Tato myšlenka je založena na účetní vyrovnanosti platební bilance.) Ze zmíněné rovnice lze odhadnout, které položky financují schodek konkrétního salda. Popřípadě jak se toto konkrétní saldo podílí na financování schodku ostatních v případě svého přebytku.[12]

---

[10] Durčáková J., Mandel M.: *Mezinárodní finance*, 3. rozšířené a dopl. vyd. Praha: Management Press, 2007, str. 21
[11] Plchová B. a kol.: *Zahraniční ekonomické vztahy ČR*, 2. nezm. vyd. Praha: Nakladatelství Oeconomica, 2006, str. 32 - 33
[12] Plchová B. a kol.: *Zahraniční ekonomické vztahy ČR*, 2. nezm. vyd. Praha: Nakladatelství Oeconomica, 2006, str. 35

Mezi kumulativní salda se řadí *saldo výkonové bilance, saldo běžného účtu* a *celkové saldo platební bilance.*[13] O nich pojednám v následujících odstavcích. Zmíněná salda mají svůj vliv na vnější rovnováhu země, bez hlubší analýzy však nelze odhadnout, zda působí pozitivně či negativně. Důležitou informací pak je, čím je tento stav způsoben a je-li dlouhodobě udržitelný.

V rámci následujícího popisu sald stručně popíši jednotlivá dílčí salda a jejich položky. Zaměřím se zjednodušeně i na faktory, které mohou jednotlivé položky ovlivňovat a s jakým úspěchem. V závěru popisu každého salda zmíním jeho význam a vliv na vnější rovnováhu země.

Saldo výkonové bilance

Výkonová bilance zahrnuje obchodní bilanci a bilance služeb. *Obchodní bilance* zaznamenává pohyb zboží. Za kreditní položku se považuje vývoz zboží z domácí země do jiných zemí bez ohledu na to, zda byla pohledávka za zboží splacena, či nikoli – to se promítne v jiných položkách platební bilance. Naopak debetní položku obchodní bilance představuje dovoz zboží.[14] Dovoz a vývoz zboží bývá ovlivňován mnoha faktory, o nichž existují různé rozsáhlé teorie z různých oblastí. Takže tedy spíše pro představu lze zmínit například: vývoj měnového kurzu, směnné relace, celní bariéry, stav domácích investic a úspor, specializace země na konkrétní produkty a potřeba určitých surovin, které se musejí dovážet, nízká cenová a důchodová elasticita dováženého zboží aj.

Jakým způsobem zmíněné a jiné faktory ovlivňují export a import zboží, je předmětem dalších diskuzí. V případě měnového kurzu se však všeobecně předpokládá, že devalvace kurzu za příznivých podmínek vede k podpoře exportu.

Bilance služeb pracuje s položkami příjmy a výdaje za služby. Výčet služeb by tvořil obsáhlý seznam. Mezi charakteristické lze zahrnout následující: mezinárodní doprava a cestovní ruch, dále služby diplomatické, obchodní, pojišťovací, informační aj. Právě rozsah možností co lze považovat za službu, rostoucí požadavky na existenci daných služeb a kapitálové prostředky umožňují dynamický rozvoj v sektoru služeb, což se významně promítne i v bilanci služeb. [15]Samozřejmě tento předpoklad nelze vztáhnout na všechny země, ale s určitým vývojem jednotlivých zemí se předpokládá i rozšíření sektoru služeb.

---

[13] Durčáková J., Mandel M.: *Mezinárodní finance*, 3. rozšířené a dopl. vyd. Praha: Management Press, 2007, str. 22, 24
[14] Durčáková J., Mandel M.: *Mezinárodní finance*, 3. rozšířené a dopl. vyd. Praha: Management Press, 2007, str. 18
[15] Kindleberger, Ch.P.: *Světová ekonomika*, 1. vyd. Praha: Academia, 1978, str. 426

V případě obchodní bilance se hovoří především o obchodovatelném zboží, v případě bilance služeb pak o neobchodovatelném zboží.[16] Služby lze povětšinou poskytovat jen na území konkrétního státu či jen regionu, a je nezbytné poskytovat je za konkrétních podmínek dané oblasti. Poskytovatelé si obvykle nemohou diktovat svoji cenu vyšší, než jaká by odrážela kvalitu poskytovaných služeb. Přesunutí služeb za vyššími cenami do jiných výnosnějších oblastí není zdaleka tak jednoduché, jako v případě obchodovatelného zboží. Přesunutí bývá spojeno s poměrně vysokými náklady, a to nejen finančními.

Výkonová bilance má celkem dobrou vypovídací hodnotu. Především v malých otevřených ekonomikách způsobuje růst kladného salda výkonové bilance růst hrubého domácího produktu.[17] Saldo výkonové bilance však ještě dostatečně nevypovídá o vnější ekonomické rovnováze. Kladné, nulové ani záporné saldo výkonové bilance samo o sobě nic neříká. Kladné a nulové saldo může být zatíženo jinými zápornými saldy platební bilance, a naopak schodek výkonové bilance nemusí mít dlouhodobý ráz, a může být financován jinými způsoby, například bilancí výnosů či přímými zahraničními investicemi.[18]

Dlouhodobé přebytky výkonové bilance v dané zemi by pro zajištění určité výhody měly být používány k vývozu dluhového a nedluhového kapitálu. V případě trvalého deficitu výkonové bilance není vhodné ihned ekonomiku zatratit, ale zjistit, jakým způsobem financuje zmíněný deficit. Následně určit, jaké důsledky by tento způsob financování mohl mít a v jakém časovém horizontu.[19]

Saldo běžného účtu

Kromě výkonové bilance spadá do struktury běžného účtu i *bilance výnosů* a *bilance běžných převodů.* Bilance výnosů zachycuje výnosy a náklady týkající se nejen mezd pracovníků, ale i různých investic investovaných v jiné zemi. Mzdy vyplacené cizí zemí rezidentovi jsou považovány za kreditní položku a naopak. Náklady investic ze zahraničí v podobě zisků, dividend, úroků a rent se projeví jako debetní položka. Na druhé straně na kreditní straně se promítnou zmíněné položky z peněz investovaných do zahraničí.

---

[16] Edwards S.: *Real and Monetary determinants of real exchange rate behavior* – NBER working paper,Cambridge, 1988; str 4; dostupné na: http://www.nber.org/papers/w2721.pdf?new_window=1

[17] Mandel M., Tomšík V.: *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*., 2. rozš. vyd. Praha: Management Press, 2008, str. 17

[18] Plchová B. a kol.: *Zahraniční ekonomické vztahy ČR*, 2. nezm. vyd. Praha: Nakladatelství Oeconomica, 2006; str. 36

[19] Mandel M., Tomšík V.: *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*., 2. rozš. vyd. Praha: Management Press, 2008, str. 17

Bilance běžných převodů eviduje transakce, které nemají za následek vznik zahraničních závazků, nebo pohledávek země. Jedná se tedy o jednostranné platby ze zahraničí a do zahraničí. Běžné převody mohou být soukromé nebo vládní. Mezi soukromé lze začlenit převody v podobě dědictví a darů, výživného, penze, příspěvků zahraničním organizacím a institucím ze soukromých prostředků. Za vládní běžné transfery se považují například hospodářská pomoc, dary a příspěvky mezinárodním organizacím placeným ze státního rozpočtu, remitence (převody pracovních příjmů).

Význam salda běžného účtu rozhodně není nezanedbatelný. Bývá používáno ve vztahu k analýze vnější rovnováhy země. Je-li zmíněné saldo nulové, potvrzuje to vnější rovnováhu. Tento přístup vychází z provázanosti salda běžného účtu na *celkovou investiční pozici země.* Celková investiční pozice země jako stavová bilance vypovídá o finanční situaci země, tedy o věřitelské pozici země (závazky či pohledávky země v zahraničí) a majetkové pozici země (investice v zahraničí uskutečněné domácími subjekty a naopak investice v ČR uskutečněné zahraničními subjekty).

Z předešlého přiblížení pojmu celková investiční pozice země vyplývá souvislost bilance investiční pozice se saldem běžného účtu. Běžný účet platební bilance představuje rozdíl investiční pozice země roku t+1 a investiční pozice roku t. Z toho vyplývá, že v případě kladného salda běžného účtu platební bilance se saldo investiční pozice může projevit buď zvýšením zahraničních pohledávek, či snižováním závazků. Taková situace je sice pozitivní, ale nemusí být dlouhodobě udržitelná a záleží na dalším investování prostředků. Za vhodné lze považovat neměnnost investiční pozice, která je zajištěna nulovým saldem běžného účtu. Záporné saldo běžného účtu může být financováno nedluhovým kapitálem.[20] Neměl by však být kryt krátkodobými dluhy, protože je zde riziko vysokých úroků na splátkách, a ani snižováním devizových rezerv.[21]

Saldo běžného účtu a bilance investiční pozice země patří mezi tokové a stavové veličiny, které značně ovlivňují měnový kurz a slouží k jeho hlubší analýze. K určení, zda velikost salda běžného účtu bude mít pozitivní efekt na vnější rovnováhu, slouží ukazatel daný poměrem salda běžného účtu k hrubému domácímu produktu. Ukazatel by se měl pohybovat na úrovni 5% (maximálně 7%).[22]

---

[20] Durčáková J., Mandel M.: *Mezinárodní finance*, 3. rozšířené a dopl. vyd. Praha: Management Press, 2007, str. 19, 24

[21] Kenen P. B., *THE INTERNAL ECONOMY,* 2. edice, Prentice- Hall 1989, str. 257

[22] Mandel M., Tomšík V.: *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*., 2. rozš. vyd. Praha: Management Press, 2008, str. 18

Financování deficitu běžného účtu v podobě přílivu dluhového a nedluhového kapitálu, nebo snižováním devizových rezerv, může zapříčinit budoucí zhoršování některých sald běžného účtu, například bilanci výnosů, a tedy i prohloubit deficit běžného účtu, což může s velikou pravděpodobností vést k depreciaci domácí měny. Riziko depreciace měny lze patřičně snížit přílivem dlouhodobého nedluhového kapitálu.[23]

Celkové saldo platební bilance

Celkové saldo platební bilance obsahuje položky *běžného, kapitálového a finančního účtu* včetně problematického krátkodobého kapitálu a také saldo chyb a opomenutí. Vyrovnávací položku představuje změna oficiálních devizových rezerv.

Běžný účet je popsán výše. Kapitálový účet zahrnuje podle metodiky platební bilance MMF z roku 1993 pouze běžné transfery „nekapitálové" povahy. Mezi transfery nekapitálové podoby se zahrnují čerpané zdroje z Evropské unie, promíjení dluhů, převody majetku migrujícího obyvatelstva a jiných nevýrobních nefinančních hmotných aktiv, nebo nehmotných práv v podobě patentů, či autorských práv.

Finanční účet zpracovává mezinárodní pohyb kapitálu. Jako kreditní položky se zaznamenává import kapitálu, na straně debetních položek se pak zachycuje export kapitálu. Pojmenování položek finančního účtu odpovídá členění kapitálu z pohledu charakteru investování, a tedy *přímé investice, portfoliové investice a ostatní investice.*

Ostatní kapitál slouží k zachycení poskytnutých a přijatých dlouhodobých úvěrů podniků, obchodních bank, vlády, centrální banky a pohybů krátkodobého kapitálu jako například: poskytování krátkodobých úvěrů, nákup či prodej komerčních papírů, či pokladničních poukázek, tvorba krátkodobých termínových depozit.

Do přímých investic lze zahrnout kapitálové investice do zahraničních podniků s minimálně 10% podílem na základním kapitálu, což investora opravňuje podílet se na řízení firmy a její kontrole. Investice mohou probíhat nákupem akcií, či reálným investováním, popř. reinvestováním zisku. Mezi přímé investice se započítávají i úvěry mateřské společnosti poskytnuté vlastním zahraničním pobočkám, či dceřiným společnostem. Pokud není naplněná podmínka 10% kontroly podniku, jedná se o portfoliové investice. Ty se týkají hlavně nákupu či prodeje akcií, dluhopisů a jiných dlouhodobých dluhových cenných papírů. [24]

---

[23] Plchová B. a kol.: *Zahraniční ekonomické vztahy ČR*, 2. nezm. vyd. Praha: Nakladatelství Oeconomica, 2006, str. 37
[24] Durčáková J., Mandel M.: *Mezinárodní finance*, 3. rozšířené a dopl. vyd. Praha: Management Press, 2007, str. 2O – 21.

Rozdíl mezi přímou a portfoliovou investicí může být viděn v tom, že v případě přímé investice se investor snaží získat značné slovo ve vedení podniku, zatímco portfoliová investice má čistě finanční povahu.[25]

Celkové saldo platební bilance nemá přímý vztah k vnější rovnováze. Alespoň nulové saldo neznamená dosažení dlouhodobé a střednědobé rovnováhy. Například proto, že v rámci devizových rezerv jako vyrovnávací položky, mohly proběhnout protichůdné operace stejné hodnoty – půjčka deviz a jejich následný prodej. I přesto je na předpokladu nulového celkového salda platební bilance založena řada makroekonomických teorií.

Deficit celkového salda platební bilance je následkem nastání určitých jevů, nebo jejich kombinací. Mezi ně patří například makroekonomické veličiny, zaměření politiky, ceny vstupních faktorů, změna spotřebitelských preferencí, či změna ekonomické situace v domácí zemi i v zahraničních zemích.[26]

Další problematickou oblast celkového salda platební bilance zastupuje krátkodobý kapitál, který obnáší různé nevýhody. Může se jednat o spekulační kapitál proti domácí měně, který by mohl vést k depreciaci domácího kurzu. Krátkodobý kapitál slouží i k financování deficitu běžného účtu, což nemusí vést k správnému odhadu situace. Možný odliv krátkodobého kapitálu může zapříčinit problém s devizovou likviditou.[27]

Vliv kumulativních a dílčích sald na vnější rovnováhu je tedy podstatný. Jen těžko lze vyčlenit jednotlivé saldo a posuzovat je samostatně, neboť by to mohlo vést k nesprávným závěrům. Je tedy nutné zanalyzovat jednotlivá salda a jejich možný vliv na vnější bilanci, a pak je komponovat do celistvého uskupení, pro které se následně určí nové charakteristiky.

Pozitivně vypadající bilance ale ještě nezaručuje dobré postavení země. Záleží zde i na míře a způsobu zadlužení země a na schopnosti splácet vzniklé závazky. Touto problematikou se budu zabývat v další části své práce.

1.1.3. Mezinárodní zadlužení

K profinancování deficitu výkonové bilance popřípadě běžného účtu pomáhá příliv zahraničního kapitálu v různých formách. Za určitých podmínek nemusí být do budoucna

---

[25] Gandolfo G. *International Finance and Open-Economy Macro-economics*, Springer-Verlag Berlín Heidelberg, 2002, str 249

[26] Mandel M., Tomšík V.: *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*, 2. rozš. vyd. Praha: Management Press, 2008, str. 27, 29

[27] Durčáková J., Mandel M.: *Mezinárodní finance*, 3. rozšířené a dopl. vyd. Praha: Management Press, 2007; str. 24

příliv určitého množství zahraničního kapitálu pro ekonomiku škodlivý. Může například podpořit hospodářský rozvoj země, efektivnost výroby a jiných produkčních procesů, což napomáhá k zlepšení běžného účtu. Dále lze předpokládat z obdobných důvodů i zlepšení výnosnosti vlastních zdrojů, která poslouží ke splacení dluhu a úroků z dluhů a zůstatek pak použít dále. Samozřejmě se zde vyskytuje otázka, kdy je stále výnosnost vyšší než splácené prostředky a tedy jaká míra půjčeného zahraničního kapitálu je vhodná. Nemožnost hradit z výnosu své závazky ještě stále nemusí být zcela zničující, pokud je věřitel ochoten poskytnout určité úlevy.

Takováto hranice, když věřitel ztrácí důvěru v dlužníkovu schopnost splácet své závazky, nemůže být přesně stanovená, protože její výše závisí na mnoha jiných faktorech. Přesto však byly vymezeny určité ukazatelé a jejich mezní hodnoty. Zmíněné ukazatele slouží k analýze současné ekonomické situace země a k předpovídání možných budoucích problémů. Používá se i v rámci hodnocení ratingových agentur.[28] Některé z těchto ukazatelů zmíním dále v souvislosti s užším pojetím zadluženosti země.

Užší pojetí zadluženosti země se od širšího pojetí, zastoupeného bilancí investiční pozice země, liší vynecháním určitých položek, které povětšinou nezpůsobují povinnost vracet tyto peněžní prostředky. Jedná se především o položky související s nedluhovým financováním výkonové bilance. S dluhovým a nedluhovým financováním je spojena řada rozdílných výhod a nevýhod, které se zpětně projevují v platební bilanci. Zmíněné vlivy mohou působit i v budoucnu, proto by se měly sledovat v krátkém i dlouhém období.

1.1.3.1. Způsoby financování deficitu výkonové bilance

Nedluhové financování deficitu výkonové (běžné) bilance

Nedluhové financování deficitu výkonové bilance je zastoupeno transakcemi znamenajícími příliv zahraničního kapitálu, které přímo a krátkodobě nezpůsobují růst zahraničního zadlužení. Jedná se například o přímé investice a portfoliové investice nedluhové povahy.

Přímé investice, jak jsem již zmínila, představují investování peněžních prostředků do rozhodujících majetkových účastí na různých podnicích přesahujících 10% základního kapitálu. Krátkodobý vliv na platební bilanci se projeví na finančním účtu přílivem kapitálu, popřípadě i jako debetní položka v rámci ostatních investic, jednalo-li by se o poskytnutý úvěr zahraničnímu investorovi domácí bankou. Tato situace však nepředstavuje klasický příliv

[28] Durčáková J., Mandel M.: *Mezinárodní finance*, 3. rozšířené a dopl. vyd. Praha: Management Press, 2007, str. 436

zahraničního kapitálu. Dlouhodobě pak může mít přímá investice různé následky v rámci platební bilance. Záleží na politice řízení podniku. Vliv přímé investice na běžný účet platební bilance závisí například i na tom, zda podnik zaměstnává rezidenty domácí země, zda vstupní suroviny dováží, zda konečné produkty vyváží, zda přispívá k zefektivnění fungování podniku a jak využívá dosaženého zisku.

Pozitivní následek na platební bilanci má z vyjmenovaných možností právě následující situace: platy jsou odváděny domácím zaměstnancům, využívá se tuzemských surovin, v případě snahy o zlepšení podniku a nikoliv o získání co největšího zisku, a neposledně i přerozdělení zisku reinvestici v tuzemsku než odliv do zahraničí například v podobě dividend.

Není-li tomu tak, pak se příliv nedluhového kapitálu projeví v budoucnu negativně na běžném účtu platební bilance. Odliv platů, dividend a úroků zhorší bilanci důchodů a bilanci výkonovou může špatným směrem ovlivnit import vstupních surovin a export hotových výkonů.[29]

Kromě jiných možných rizik přílivu nedluhového kapitálu musí daná ekonomika pracovat i s nebezpečím přerušení přílivu tohoto kapitálu, což by pro ni mohlo mít neblahé následky. Přerušení přílivu nedluhového kapitálu může být způsobeno různými vlivy. Kromě ekonomické a politické situace domácí země se příliv nedluhového kapitálu odvíjí i od faktorů působících v ostatních zemí světa jako například v podobě finanční krize, jiných investičních podmínek a příležitostí aj. I z tohoto důvodů není vhodné stavět politiku vnější rovnováhy na základě nedluhového kapitálu.[30]

Dluhové financování deficitu výkonové (běžné) bilance

Nepřekračuje-li poměr deficitu běžného účtu na hrubém domácím produktu 5 – 7% a neřeší-li špatnou situaci platební bilance ani nedluhový kapitál, musí přijít na řadu dluhový kapitál, který sebou nese daleko větší náklady a rizika. Náklady spojené s poskytnutými úvěry ze zahraničí se projeví při splácení jistiny a úroků, což už samo o sobě působí nebezpečným dojmem při aktuální deficitní výkonové bilanci. Záleží tedy i na tom, jak a za jakým účelem budou získané peněžní prostředky využity. Využijí-li se efektivně k investici, která zúročí peněžní vstupy více, než je výše úroků, pak má význam úvěr přijmout. V opačném případě hrozí, že v budoucnu se aktuální zadlužení ještě prohloubí.

---

[29] Durčáková J., Mandel M.: *Mezinárodní finance*, 3. rozšířené a dopl. vyd. Praha: Management Press, 2007, str. 434
[30] Mandel M., Tomšík V.: *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*., 2. rozš. vyd. Praha: Management Press, 2008; str. 236

Z logického hlediska je výhodnější ponechat si větší část dluhu dlouhodobého, protože jej bude mít země větší naději splatit. Vhodným, všeobecně přijímaným poměrem mezi krátkodobým a dlouhodobým dluhovým kapitálem je 4:6.[31]

1.1.3.2. Ukazatele zadluženosti

Hranice, kdy je zadluženost země ještě snesitelná, nelze přesně zachytit. Záleží především na věřitelích. Ale i jejich domněnky se odvíjí od určitých kvantitativních ukazatelů. Základní myšlenka ukazatelů je postavena na možných zdrojích splácení. V případě státu se může za takový zdroj považovat: hrubý domácí produkt, devizové rezervy a výše exportu zboží a služeb. Většina kvantitativních ukazatelů se pak tvoří jako poměr určité položky dluhového charakteru k jednomu ze zmíněných zdrojů.

V zásadě se ukazatelé člení podle toho, co je jejich prostřednictvím třeba zjistit. V případě určení zahraniční pozice se ve jmenovateli vyskytuje hrubý domácí produkt. Ukazatelé devizové likvidity popisují schopnost splácet závazky reálnými peněžními prostředky v podobě devizových rezerv, či exportu zboží a služeb.

Mezi položky dluhového charakteru lze začlenit *hrubý zahraniční dluh*, který zahrnuje zahraniční dluh a který není očištěn o pohledávky vůči ostatním státům. Rizikovou hodnotu poměru hrubého zahraničního dluhu k HDP představuje 40%.[32] Očištěním hrubého zahraničního dluhu o výši zahraničních pohledávek se získá čistý zahraniční dluh.

Dalším ukazatelem je pak *dluhová služba*. Dluhová služba představuje předem určené množství prostředků použitých ke splacení jistin a úroků ze závazků. Dluhovou službu lze opět poměřovat k různým absolutním ukazatelům, k HDP či k exportu zboží a služeb.[33]

Ze soustavy ukazatelů zadlužení nelze vynechat ani ukazatel investiční pozice země. Investiční pozice země se poměřuje k HDP. V ukazateli není stanovená žádná optimální hodnota, je prospěšnější sledovat její vývoj.

Je zřejmé, že relativní ukazatelé mají vyšší vypovídací hodnotu, než položky v absolutním vyjádření. Přesto nelze ukazatele vykládat jednotlivě, ale musí se brát v kontextu s ostatními ukazateli a jinými faktory. Vhodnější než sledování ukazatelů v konkrétním roce je pozorovat kvalitu jejich vývoje. Zda mají tendenci se zlepšovat, či ne.

---

[31] Durčáková J., Mandel M.: *Mezinárodní finance*, 3. rozšířené a dopl. vyd. Praha: Management Press, 2007, str. 436,437

[32] Durčáková J., Mandel M.: *Mezinárodní finance*, 3. rozšířené a dopl. vyd. Praha: Management Press, 2007, str. 436

[33] Debnár K.: *Analýza vlivu vstupu ČR do EU na vývoj vnější ekonomické rovnováhy* – diplomová práce, VŠE, Fakulta mezinárodních vztahů. Praha, 2008

2. Měnový kurz

Uvědomuji si rozsáhlost problematiky nazvané měnový kurz. Ve své práci se zaměřím pouze na oblast bezprostředně související s vlivem položek platební bilance a investiční pozice země na vývoj měnového kurzu. Vynechám i zpětný vliv měnového kurzu na platební bilanci.

Popíši základní pojmy související s měnovým kurzem a stručně zabrousím i do problematiky pevných a volně pohyblivých kurzů, a s tím spojené i směnitelnosti měn. V závěru pak vysvětlím platebně teoretický přístup ke kurzu.

2.1. Stručná charakteristika měnového kurzu

Měnový kurz zaznamenává cenu jedné měny vyjádřené v jednotkách měny jiné. Tradičně se zapisuje v přímé kotaci, kdy se vyjadřuje, kolik jednotek domácí měny tvoří jednu jednotku měny zahraniční. Nepřímá kotace pak zachycuje vyjádření, kolik zahraničních jednotek odpovídá jednotce měny domácí.

Ke zhodnocení – neboli apreciaci kurzu domácí měny dochází tehdy, poklesne-li cena zahraniční měny vyjádřená v domácí měně (kurz v přímé kotaci tedy kvantitativně poklesne). Vzroste-li kvantitativně kurz v přímé kotaci, znamená to depreciaci kurzu domácí měny, tedy znehodnocení.[1]

Faktory, které ovlivňují výši měnového kurzu, se zabývá fundamentální a technická analýza. Zpracovat danou problematiku by však vydalo materiál na další práci, proto se pokusím vytknout opět jen související témata. Fundamentální analýza se odvíjí i od vlivu makroekonomických veličin, mezi něž patří zejména rovnováha platební bilance, inflační a úrokový diferenciál, změna peněžní zásoby a tempo růstu národního důchodu. Na základě těchto veličin existují různé teorie, které vysvětlují chování kurzu. Technická analýza určuje na základě různých statistik a jiných podkladů možný budoucí vývoj měnového kurzu.[2]

Rozsah ovlivnitelnosti měnového kurzu se liší s jednotlivými měnovými systémy a s nimi propojenou *směnitelností.* Nesměnitelné měny, které se neobchodují na mezinárodních trzích, mají svoji hodnotu určenou z administrativního rozhodnutí. To může způsobit podhodnocení či nadhodnocení domácí měny. S podhodnocenými i nadhodnocenými kurzy se

[1] Plchová B. a kol.: *Zahraniční ekonomické vztahy* ČR, 2. nezm. vyd. Praha: Nakladatelství Oeconomica, 2006, str. 89

[2] Durčáková J., Mandel M.: *Mezinárodní finance*, 3. rozšířené a dopl. vyd. Praha: Management Press, 2007, str. 105 a 123

lze setkat i v případě směnitelných měn. Výše kurzu směnitelných měn se odvíjí od devizové nabídky a poptávky, kdy se projevuje nejen vliv tržních činitelů, ale i vládních intervencí.[3]

Měnové systémy se člení podle míry tržních intervencí a možností oscilace kurzu. Opět se jedná o zajímavou oblast, leč velmi rozsáhlou. Zjednodušeně lze rozdělit tyto systémy do dvou skupin: s pevným měnovým kurzem a s volně pohyblivým kurzem. Systémy s pevným měnovým kurzem se člení kromě jiných faktorů hlavně dle možnosti pohybu ústředního kurzu (zda je možné upravovat kurz devalvací či revalvací) a šíří pásem oscilace. Systémy s pevným kurzem sice podporují nadhodnocení či podhodnocení kurzu, ale zajišťují nízkou míru rizika, což je výhodné pro hospodářský rozvoj. Ve většině zemí dochází v průběhu času k rozšiřování oscilačních pásem, a spíše přecházejí na systémy volně pohyblivého kurzu. To sice zvyšuje tržní riziko, ale na druhé straně umožňuje měnovému kurzu plnit své funkce. V případě řízeného floatingu vláda intervenuje pouze proti závratným změnám měnového kurzu, které by mohly být způsobeny destabilizující spekulací.[4]

2.2. Platebně bilanční přístup ke kurzu a vliv mezinárodního zadlužení

Měnový kurz z pohledu platebně bilančního přístupu není ovlivňován pouze pohybem zboží a služeb, ale i všech ostatních položek platební bilance. Změna kurzu bývá významně ovlivňována také celkovým saldem platební bilance. Aktivní saldo platební bilance konkrétní země způsobuje vyšší poptávku po domácí měně na devizovém trhu a kurz se zhodnocuje. Znehodnocení kurzu pak lze očekávat v důsledku negativního salda platební bilance.

Aktivní saldo však ještě nemusí značit příznivou situaci národního hospodářství. Jak jsme si již rozlišili výše, je nutné celkové saldo platební bilance analyzovat do menších celků, a teprve jejich salda sledovat a porovnávat. Nejčastěji bývá používáno saldo běžného účtu. Je-li kladné, pak značí celkovou prosperitu země. V případě negativního salda závisí na způsobu financování. Zda nedluhovým kapitálem či dluhovým kapitálem či změnou devizových rezerv. Financování dluhovým kapitálem představuje zvýšené riziko.

Vliv salda platební bilance na měnový kurz je považován za tokový přístup. Míru zadluženosti je nezbytné určovat prostřednictvím investiční pozice země a jedná se o tzv. stavový přístup.[5]

---

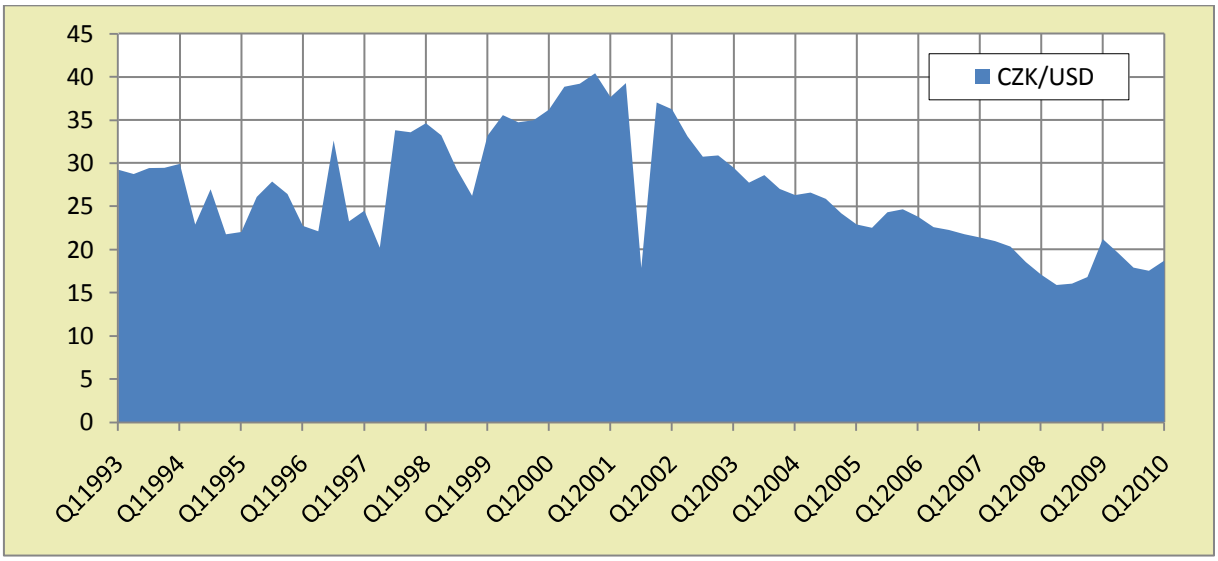
[3] Plchová B. a kol.: *Zahraniční ekonomické vztahy ČR*, 2. nezm. vyd. Praha: Nakladatelství Oeconomica, 2006, str. 90
[4] Durčáková J., Mandel M.: *Mezinárodní finance*, 3. rozšířené a dopl. vyd. Praha: Management Press, 2007, kap. 12
[5] Durčáková J., Mandel M.: *Mezinárodní finance*, 3. rozšířené a dopl. vyd. Praha: Management Press, 2007, str. 107

3. Vývoj měnového kurzu české koruny

3.1. Vývoj měnového kusu české koruny k euru a dolaru

V rámci této podkapitoly bych ráda graficky zaznamenala vývoj kurzu české koruny k euru a dolaru od roku 1993 do prvního čtvrtletí roku 2010. V prvním grafu je znázorněn vývoj české koruny k dolaru.

Graf 1 Vývoj české koruny k dolaru od roku 1993 do počátku roku 2010, čtrtletně



Pramen: www.kurzy.cz; vlastní zpracování

Ve vývoji kurzu české koruny k dolaru můžeme sledovat různá období odlišných trendů. Po vzniku České republiky měl vývoj koruny k dolaru poměrně kolísavý charakter. Přesto měla koruna apreciační tendenci. Problematická situace nastala v průběhu let 1996 a 1997. Po značné depreciaci dosahoval kurz na začátku roku 1998 necelých 35 korun za dolar. Ani rok 1998 se nevyhnul problémům, ale koncem roku byl kurz na obdobné úrovni jako na začátku. Do konce roku 2000 následoval trend znehodnocování koruny. V případě roku 2001 lze hovořit o vlivu spekulací a následného prasknutí kurzové bubliny. Od roku 2002 do roku 2008 má koruna apreciační tendenci. V roce 2008 značí ostřejší změna grafu jistou nestabilitu. Po zvládnutí této nestability v druhé polovině roku 2009 pokračuje koruna mírnou apreciací a kurz se v současné době (začátek dubna 2010) pohybuje okolo18 korun za dolar.

3.1.1. Vývoj kurzu české koruny k dolaru od roku 1993 do roku 1997

Od počátku transformace v roce 1990 byla zavedena vnitřní směnitelnost měny, což znamená volný přístup domácích rezidentů k zahraničním měnám, ale nikoli přístup zahraničních subjektů k měně domácí. Byl stanoven pevný kurz, který byl několikrát

zdevalvován, než se dostal na hodnotu 28 Kčs za dolar. Na konci roku bylo určeno úzké oscilační pásmo: +/-0,5 %. Po roce 1993, po rozdělení federace, byl měnový kurz zavěšen pouze na dvě měny oproti předešlým pěti. Týkalo se to německé marky s váhou 65% a amerického dolaru, který měl váhu 35%.[1]

Vysoká úroková míra v kombinaci s pevným kurzem by teoreticky vedla ke zhodnocení koruny. Česká národní banka musela pro udržení fixního kurzu provádět sterilizované intervence. Nakupovala devizy za domácí měnu a prodávala své cenné papíry, aby nedocházelo k zvyšování měnové zásoby a inflačních tlaků. Sterilizovat se však nezdařilo plně a růst měnové zásoby umožňoval rozšířit poptávku po zahraničních statcích, což vedlo k převisu importu nad exportem a tedy k deficitu výkonové bilance.

Problémová situace se dále vyostřila s přijetím devizového zákona o vnější směnitelnosti měny v roce 1995, v rámci dohody o Mezinárodním měnovém fondu. Dočasným řešením se tak stalo rozšíření oscilačních pásem na 7,5% v roce 1996. Vyšší kurzové riziko mělo snížit přitažlivost domácích aktiv pro zahraniční investory, a tím ovlivnit i domácí úrokovou míru. Saldo výkonové bilance však stále zůstávalo záporné a horšilo se.

Špatná makroekonomická situace země mohla být jednou z příčin měnové krize z roku 1997. Na základě některých, trhu dostupných, indikátorů se začalo očekávat znehodnocení měny. Ekonomické subjekty se zachovaly podle toho, nakupovaly za domácí měnu reálná aktiva například v podobě: nemovitostí, obrazů a zlata, nebo poptávaly bezpečnější měny. Tím se podpořil vznik převisu devizové poptávky nad nabídkou a skutečný růst tlaku na depreciaci měny.

Centrální banka nejprve intervenovala prodejem devizových rezerv, ale marně. Byla nucena přejít na politiku řízeného floatingu podpořeným silně restriktivní měnovou politikou.[2]

Česká národní banka sledovala vývoj kurzu koruny k německé marce. Přísná restriktivní politika byla charakterizovaná zvyšováním domácích úrokových měr, což mělo za následek snížení importu. Zmíněný přístup zajistil jen mírné znehodnocení domácí měny, zhoršil však konkurenční postavení domácích firem v důsledku vyšších nákladů za získané zdroje.[3] Depreciace kurzu podpořila vývoz a platební bilance se zlepšila i kvůli bilanci služeb.

---

[1] Kovářová P.: *Vývoj kurzové politiky České republiky od počátku* – bakalářská práce, VŠE, Fakulta mezinárodních vztahů. Praha, 2009

[2] Plchová B. a kol.: *Zahraniční ekonomické vztahy ČR*, 2. nezm. vyd. Praha: Nakladatelství Oeconomica, 2006, str. 110

[3] Mandel M., Tomšík V.: *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*., 2. rozš. vyd. Praha: Management Press, 2008, str. 254

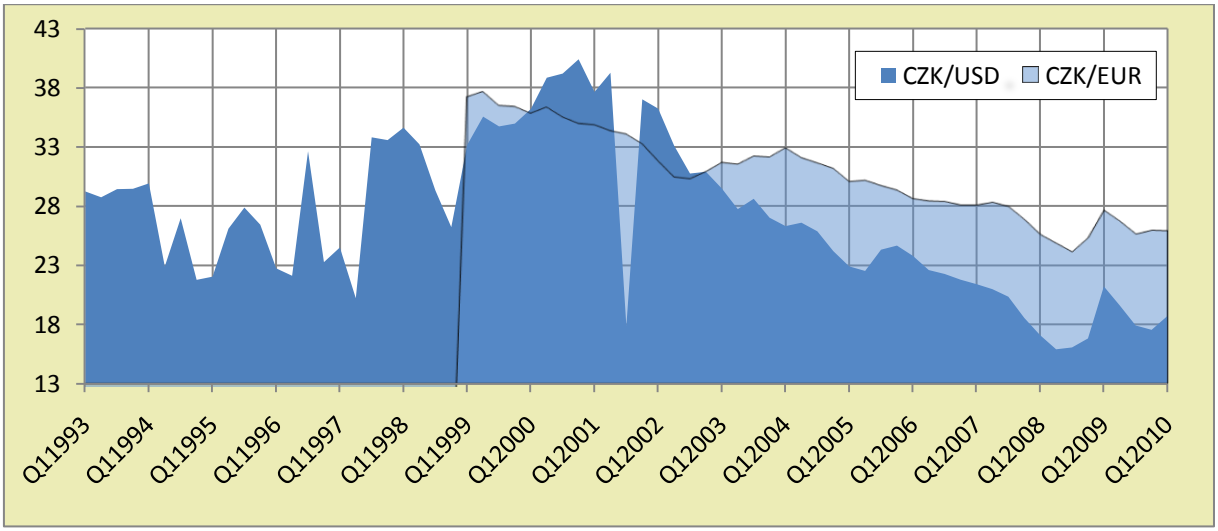
3.1.2. Měnový kurz od roku 1998 do roku 2004

Ekonomika se s měnovou krizí vyrovnala poměrně úspěšně. Přestože se hrubý domácí produkt nezlepšoval, celkové saldo platební bilance se i prostřednictvím přímých zahraničních investic přiblížilo ke své rovnováze. Následkem toho bylo zhodnocení domácí měny v průběhu roku 1998. Centrální banka, jejímž hlavním úkolem už nebyl fixní kurz, se mohla věnovat měnové politice a svoji pozornost zaměřila na cílování inflace. I nadále však využívala možnost intervencí na devizovém trhu.

Kurz koruny byl v roce 1999 považován Českou národní bankou za nadhodnocený a další zhodnocení kurzu mohlo vést k zpomalení oživení ekonomiky. Proto se centrální banka snažila snížit úrokové sazby a intervenovat na devizovém trhu. Daná politika zapříčinila depreciaci kurzu.[4]

V režimu řízeného floatingu po zavedení eura Česká národní banka přechází od sledování vývoje měnového kurzu koruny k marce ke sledování měnového kurzu koruny k euru. Na následujícím grafu lze sledovat vývoj kurzu koruny k euru a dolaru od roku 1993 do roku 2010.

Graf 2 Vývoj CZK/EUR a CZK/USD od roku 1993 do počátku roku 2010, čtvrtletně



Pramen: www.kurzy.cz; vlastní zpracování

V následujícím roce 2000 hodnotila Česká národní banka situaci domácí ekonomiky velice pozitivně, při stále nízké inflaci se zlepšovala většina makroekonomických ukazatelů,

[4] Interní protokol z jednání bankovní rady ČNB z roku. 1999, dostupný z: http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/1999/1999_10_04/PT_04_10_99_09SZ.pdf

příliv zahraničních investic nastiňoval i budoucí rozkvět a měnový kurz koruny k euru začal postupně zhodnocovat.[5] Oproti dolaru však koruna nadále oslabovala.

Apreciace kurzu koruny k euru o deset procent v roce 2001 se projevila ve ztrátě České národní banky i ve vývoji jiných makroekonomických ukazatelů (zvýšení úrokových měr, či nárůst inflace). Situaci mohl ovlivnit značný propad koruny vůči dolaru. V roce 2002 došlo k splasknutí kurzové bubliny, která se nepříznivě projevila i na stavu české ekonomiky.

V roce 2003 se kurz koruny k euru stabilizoval a mírně deprecioval, možná i v důsledku snižování úrokových mír. Česká národní banka v daném roce 2003 neintervenovala (naposledy intervenovala v říjnu 2002). Koruna k dolaru v letech 2002 a 2003 posilovala, což mohlo být způsobeno především přílivem zahraničních investic a privatizováním strategických odvětví.[6]

3.1.3. Vývoj koruny k euru a k dolaru od roku 2004 do roku 2010

Z grafu:(Graf 2 Vývoj CZK/EUR a CZK/USD od roku 1993 do počátku roku 2010) lze vyčíst apreciační trend kurzu koruny k euru za první čtyři roky zmíněného období. Již od roku 2003 posilovala koruna více k dolaru nežli k euru. Euro totiž výrazně posilovalo vůči dolaru.

Vstup České republiky do Evropské unie v květnu 2004 výrazně neovlivnil trvající apreciační trend měnového kurzu, i když z počátku roku měly kurzy tendenci mírně oslabovat. Meziročně kurz koruny posílil vůči euru o 6 % a vůči dolaru dokonce o 12,8 %, tj. absolutně o 3,30 Kč. Centrální banka nepůsobila ani v aktuálním roce, ani v letech následujících na měnový kurz prostřednictvím devizových intervencí. Vstup do Evropské unie se spíše projevil ve zlepšení běžného účtu a kapitálového účtu platební bilance. Některé položky však ovlivnil i negativně.[7]

Zlepšení ekonomické situace země se projevilo v roce 2005 výrazným růstem hrubého domácího produktu a nízkou mírou inflace. Na měnový kurz však neměly vliv ani klesající úrokové míry, neboť aprecioval převážně reálný kurz. Z důvodu upevnění dolaru vůči euru koruna vůči dolaru mírně oslabila. Oproti euru koruna stále posilovala.[8] Upevnění dolaru mohlo proběhnout z různých důvodů. Lze pracovat s myšlenkou zpoždění reakce americké

[5]. Výroční zpráva za rok 2000, dostupná na: http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocni_zpravy/index.html
[6] Plchová B. a kol.: *Zahraniční ekonomické vztahy* ČR, 2. nezm. vyd. Praha: Nakladatelství Oeconomica, 2006, str. 111
[7] Výroční zpráva ČNB 2004
[8] Výroční zpráva ČNB 2005

ekonomiky na předešlou depreciaci kurzu. Vývoj kurzu dolaru k euru je znázorněn na následujícím grafu. Pokles křivky značí skutečnou apreciaci dolaru a naopak.

Graf 3 Vývoj kurzu dolaru k euru do roku 2010



Pramen: www.kurzy.cz

V roce 2006 se situace České republiky příliš nezměnila. Kurz koruny posílil k euru i k dolaru, i navzdory nižším úrokovým sazbám. Příčinou podle České národní banky mohou být přitažlivé podmínky středoevropského regionu pro investory. [9] V důsledku opětovného znehodnocení dolaru k euru posílila koruna k dolaru výrazněji než k euru.

V průběhu roku 2007 reagoval měnový kurz na klesající úrokové sazby a v jeho trendu se začal mírně projevovat vliv počínajících problémů světových trhů. Stále se však koruna zhodnocovala k euru i k dolaru.[10]

Měnový kurz navázal v roce 2008 na zhodnocování minulých let. Česká národní banka pokládala tento trend za neodpovídající ostatní ekonomické situaci. Přesto získala koruna v daném roce prvenství jako nejrychleji posilující měna světa. K euru posílila o víc než 17% a k dolaru dokonce o 30%. V poslední čtvrtině roku ztratila koruna svoji sílu v důsledku světové finanční a hospodářské krize. Navzdory tomu centrální banka opět na finančním trhu neintervenovala.

Rok 2009 je ve znaku vyrovnávání se s krizí. Depreciace koruny na počátku roku přispěla k podpoře exportu, a tím umožnila dočasnou stabilizaci koruny. Konec roku značil opět mírnou depreciaci. V první čtvrtině roku 2010 má koruna tendenci opět posilovat. Vývoj kurzu koruny k dolaru je obdobný.

[9] Výroční zpráva ČNB 2006
[10] Výroční zpráva ČNB 2007

4. Nominální a reálný efektivní kurz

Občasný odlišný vývoj kurzu koruny k euru oproti kurzu koruny k dolaru může znepřehlednit celkovou situaci země. Složitě se pak určuje, zda domácí měna celkově posílila, či oslabila vůči koši několika zahraničních měn. Danou problematiku řeší tzv. efektivní kurzy. Ve své práci popíši nominální efektivní a reálný efektivní kurz.

4.1. Nominální efektivní kurz

Nominálním efektivním kurzem se rozumí stanovení síly domácí měny vůči koši vybraných zahraničních měn za určité časové období oproti základnímu období. Výpovědní hodnotu o zhodnocení, či znehodnocení měny oproti koši měn má index nominálního efektivního kurzu.

Stanovuje se jako vážený geometrický průměr vybraných nominálních měnových kurzů. Mezi vybrané nominální kurzy spadají kurzy obchodních partnerů země, a podle procentního podílu na zahraničním obchodě země se stanovují i váhy pro výpočet indexu nominálního efektivního kurzu. Přesáhnou-li výsledné hodnoty indexu 100, znamenají apreciaci nominálního efektivního kurzu vůči základnímu období, v opačném případě hodnota pod 100 znamená depreciaci. V procentech lze vyjádřit změnu indexu oproti konkrétnímu indexu v základním období.

V případě České republiky se v měnovém koši nachází měny 23 zemí (v roce 2008), jejichž podíl na zahraničním obchodě ČR tvoří podle statistik České národní banky 90%. Spadá mezi ně euro jako měna zemí eurozóny, zastoupené při výpočtu nominálního efektivního kurzu stejnou váhou. Dále se pracuje s vahami měn zemí: Rusko, Polsko, Velká Británie, USA, Japonsko, Maďarsko, Švýcarsko, Švédsko, Dánsko a Čína.

Váhové podíly lze stanovit ve dvou variantách. První varianta uplatňovaná Mezinárodním měnovým fondem se vztahuje k celému obchodnímu obratu zahraničního obchodu ČR. Druhá varianta uplatňovaná Evropskou centrální bankou se vztahuje pouze ke čtyřem komoditním skupinám zahraničního obchodu ČR podle klasifikace OSN-Standard International Trade Classification (SITC), mezi které patří chemikálie a příbuzné výrobky (skupina 5), tržní výrobky tříděné podle materiálu (skupina 6), stroje a dopravní prostředky (skupina 7) a různé průmyslové výrobky (skupina 8). Jedná se o takové skupiny zboží, které nejsou tak citlivé na politická opatření a více vystihují stupeň dosažené mezinárodní konkurenceschopnosti.

4.2. Reálný efektivní kurz

Reálný efektivní kurz představuje korigovaný nominální efektivní kurz cenovým diferenciálem. Výpočet cenového diferenciálu se stanoví hlavně prostřednictvím spotřebitelských cen a cen průmyslových výrobců zjištěných v zemích, jejichž měny tvoří použitý měnový kurz.

Vývoje reálného efektivního kurzu musí být zkoumán celistvě, nelze vytrhnout a analyzovat konkrétní jeden trend. Konkrétní trend reálného efektivního kurzu může být totiž podpořen reálným stavem ekonomiky, nebo pouze spekulačními vlivy. Pro zjednodušení si problém uveďme na příkladě apreciace reálného efektivního kurzu. Za předpokladu, že je apreciace způsobená růstem produktivity práce a nárůstem exportu, pak to značí zlepšení konkurence země. Stojí-li však za apreciací spekulační motivy, pak hrozí ztráta konkurence exportu na zahraničních trzích. Nelze tedy jednoznačně říci, zda jednotlivý trend zlepšuje konkurenceschopnost, nebo nikoli.

Samotné určení efektivního kurzu, tedy jeho indexu, probíhá obdobně jako u nominálního efektivního kurzu prostřednictvím váženého geometrického průměru. I váhy jsou stanoveny stejným způsobem. Opět hodnoty nad 100 znamenají apreciaci kurzu a hodnoty pod 100 naopak poukazují na depreciaci kurzu.

$$REER = 100 \prod_{i=1}^{n} \left(\frac{S_{it}^{*}}{P_{it}^{*}} \right)^{w_{it}^{*}}$$

Popsaný výpočet reálného efektivního kurzu lze přehledněji znázornit vzorcem; kde:

S_{it}^{*} - bazický index tuzemské měny k měně i-tého obchodního partnera v období t

P_{it}^{*} - poměr bazického cenového indexu i-tého obchodního partnera v období t k bazickému cenovému indexu ČR v období t, kde bazický rok je stejný jako bazický rok při výpočtu Si*

w_{it}^{*} - normalizované váhy měny i-tého obchodního partnera

I v případě reálného efektivního kurzu pracuje ČNB s váhovými podíly založenými na obchodě s jen několika komoditami podle klasifikace SITC. [11]

---

[11] Zpracováno podle:
Neumann P., Žamberský P., Jiránková M.: *Mezinárodní ekonomie*, První vydání Praha: Grada Publishing, 2010, http://books.google.com/books?id=ddLM8jw56I0C&printsec=frontcover&dq=Mezin%C3%A1rodn%C3%AD+ekonomie&hl=cs&cd=3#v=onepage&q=&f=false

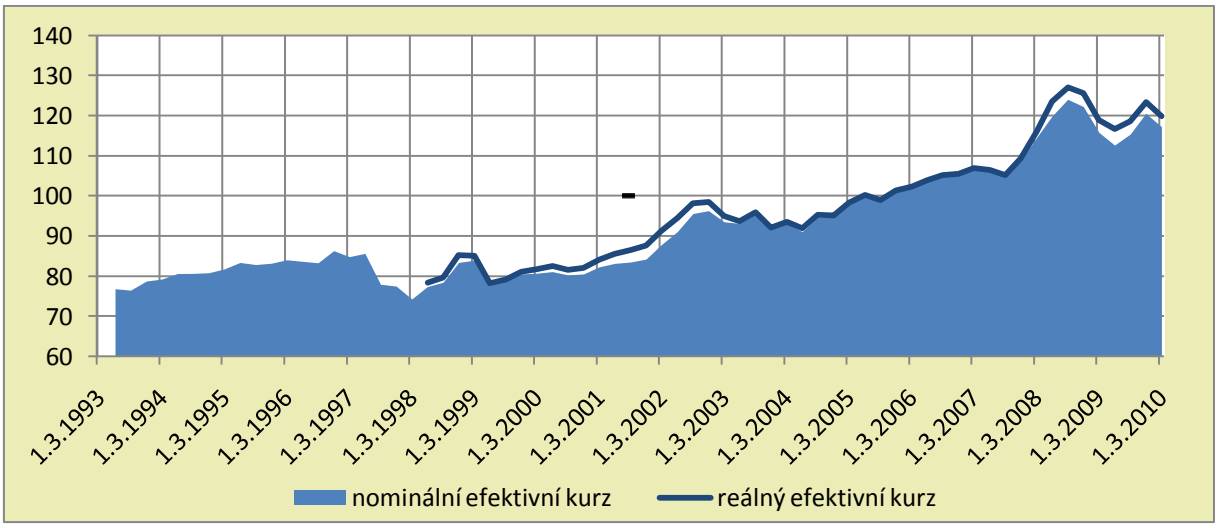
http://www.czso.cz/cz/cisla/1/10/2001/07m.htm
www.cnb.cz

4.3. Vývoj nominálního a reálného efektivního kurzu v ČR

Vývoj budu hodnotit na základě grafu, ve kterém jsou zaznamenány hodnoty podle klasifikace SITC. Za základní období se v něm počítá rok 2005, ke kterému se vztahují procentuální změny nominálního a reálného efektivního kurzu v jednotlivých letech. Kladná procentní změna představuje apreciaci koruny, a naopak záporná depreciaci. Z tohoto pohledu má nominální efektivní kurz koruny obdobný vývoj, jako kurz koruny k euru a k dolaru.

Koruna se od roku 1993 do roku 1996 takřka rovnoměrně zhodnocovala. Značné výkyvy nominálního efektivního kurzu se projevily v roce 1997 a koruna celkově znehodnotila. Rok 1998 naznačil opětovnou důvěru v korunu, která zhodnotila a po mírné nestabilitě v roce 1999 nastoupila dlouhý trend apreciace. V grafu je zachycen výrazný 10% vzestup koruny v roce 2002, který byl vystřídán náhlým poklesem. V letech 2003 a 2004 nepůsobil nominální efektivní kurz koruny příliš stabilně, ale ustálil se s apreciační tendencí. Prudké zhodnocení, přesahující také 10%, koncem roku 2007 a počátkem roku 2008 nemohlo být reakcí na stav ekonomiky, zato bylo signálem splasknutí kurzové bubliny a kurz koruny skutečně následně deprecioval. Současná situace nenaznačuje valné zlepšení.

Graf 4 Nominální a reálný efektivní kurz ČR od roku 1993 do roku 20010; v %; klasifikace SITC



Pramen: Česká národní banka; vlastní zpracování

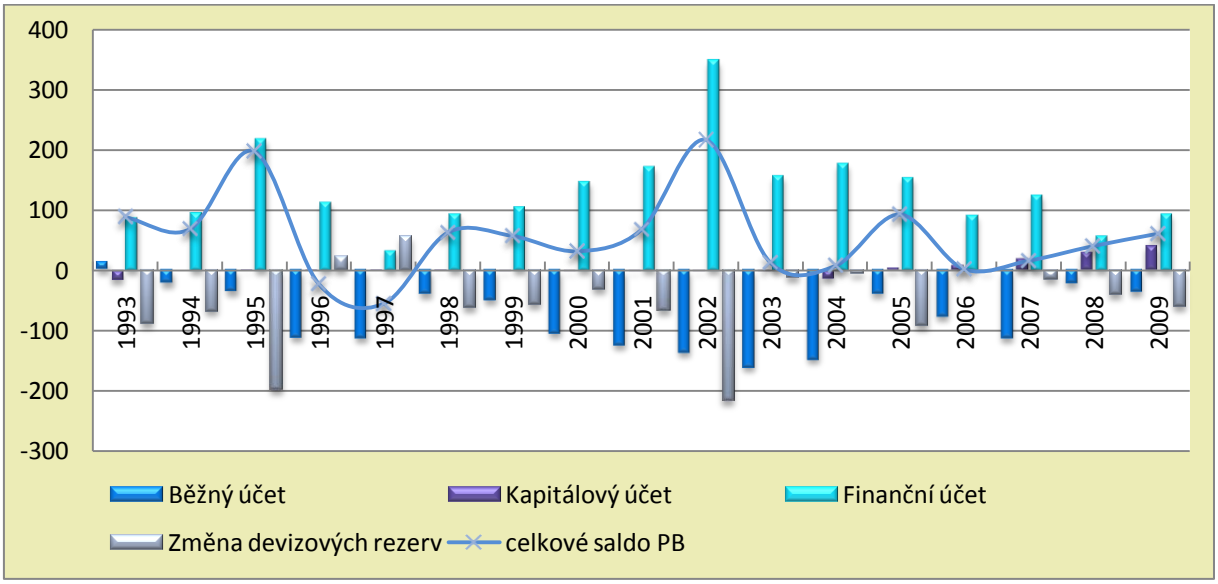
Data reálného kurzu v grafu kopírují vývoj nominálního efektivního kurzu, jsou zde však znát rozlišné procentní rozdíly. Reálný efektivní kurz koruny dosahoval vyššího zhodnocení než nominální efektivní kurz už v roce, od kdy se měří, tedy od roku 1999. I v letech 2000 až 2002 se více zhodnotil reálný efektivní kurz koruny. Propad v roce 2002 byl o to hlubší. Obdobná rozlišná situace se projevuje i v roce 2008 a 2009, kde je však procentuální znehodnocení měny obdobné.

5. Vývoj platební bilance v ČR

Hodnota celkového salda platební bilance se pohybovala v kladných číslech kromě let 1996 a 1997, kdy byl zaznamenán významný deficit salda zapříčiněný i měnovou krizí. Také v letech 2003 a 2004, a také v roce 2006 se saldo znatelně přiblížilo k nulové hranici. Přebytek v roce 2006 kupříkladu představoval zhruba dvě miliardy korun. Významnějších hodnot saldo dosáhlo v letech 1995, v roce 2002 i navzdory nepříznivým přírodním podmínkám a roku 2005 po vstupu do Evropské unie. V následujícím grafu celkového salda platební bilance lze vysledovat určitý kolísavý trend.

Běžný účet působí překvapivě svým záporným saldem, které je financováno prostřednictvím finančního účtu. Kapitálový účet hraje po většinu období zanedbatelnou roli. Z grafu lze vypozorovat v rámci salda nazvaného „ Změna devizových rezerv“ významný vliv devizových intervencí do roka 2002.

Graf 5 Vývoj platební bilance celkově a v dílčích saldech od roku 1993 do roku 2009; v mld. Kč



Pramen: Česká národní banka; vlastní zpracování

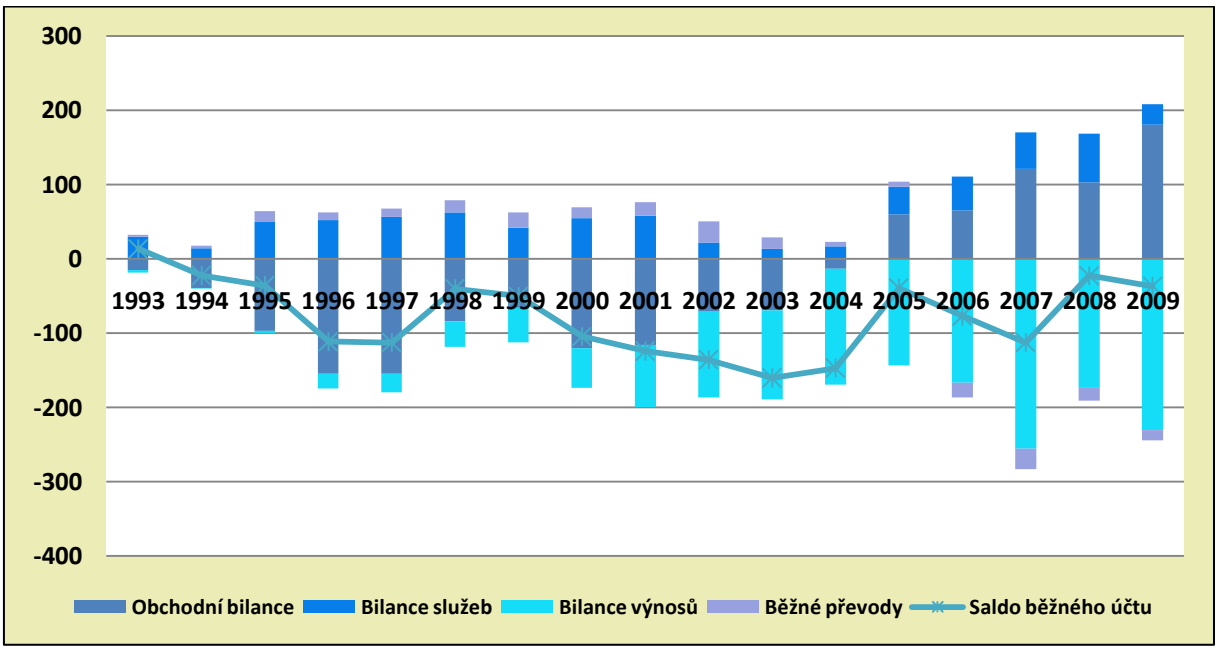
5.1. Běžný účet platební bilance

Běžný účet představuje jednu z nejdůležitějších položek platební bilance spolu s finančním účtem. Přesto se kromě roku 1993 nacházel v deficitu. Deficit běžného účtu se prohluboval do roku 1997, kdy dosahoval hodnoty 113 miliard Kč. Po krátkodobém dvouletém zlepšení se deficit opět zvýšil a již v roce 2002 přesáhl hodnotu z roku 1997. Zde mohly k nepříznivé situaci přispět i povodně. Trend pokračoval až do vstupu ČR do Evropské unie roku 2004. do V důsledku čehož se běžný účet na krátkou dobu vzpamatoval, meziroční

růst mezi lety 2004 a 2005 představoval nejvýznamnější změnu za celé dané období. Následující dva roky se deficit opět prohloubil. V roce 2008 se překvapivě snížil a v roce 2009 se jen nepatrně navýšil.

Ukazatel BÚ/HDP však přesahuje problematickou hodnotu 5% jen v letech 1996 až 1997 a v období od roku 2000 do roku 2003.

Graf 6 Běžný účet a jeho struktura za období 1993 až 2009; v mld. Kč



Pramen: Česká národní banka; vlastní zpracování

Struktura běžného účtu za posledních 16 let je velice proměnlivá. Vývoj běžného účtu kopíruje hlavně vývoj obchodní bilance. V prvních deseti letech způsobuje deficit především záporná obchodní bilance, tedy převyšuje import nad exportem zboží. Obchodní bilance se po vstupu do EU převrací do kladných hodnot a má rostoucí tendenci. V roce 2009 má celkově nejvyšší hodnotu 180 mld. korun. Deficit po celé období vylepšuje bilance služeb. Běžné převody do roku 2005 dosahovaly kladných, leč mizivých hodnot, ale v následujících letech bylo více peněžních prostředků uvolněno v rámci běžných převodů do zahraničí. Průměrná hodnota však zůstává obdobná jako v předešlých letech. Výše běžných převodů nepřesáhla 30 mld. korun ročně. Nejzajímavější položkou z hlediska aktuálního vývoje je bilance výnosů. Vývoj bilance výnosů souvisí s přílivem přímých zahraničních investic, které sice podpořily růst exportu, ale také způsobily odliv peněz do zahraničí v podobě platů, podílu na zisku aj. Množství exportovaných výnosů se rovnoměrně zvyšuje každým rokem.

5.1.1. Obchodní bilance

Prvotní prohlubující se deficit od roku 1994 do roku1996 byl způsoben převisem domácí poptávky nad nabídkou. K tomuto faktu vedly různé faktory, mezi něž lze zahrnout i nižší konkurenceschopnost domácích produktů a růst cen vstupních surovin. Výrazné zhoršení deficitu v roce 1996 byl vyvolán měnovou krizí. Ke snížení deficitu v následujícím roce přispěla depreciace koruny po přechodu na řízený floating.

Roky 1998 a 1999 sebou přinesly velmi proměnlivou výši domácí i zahraniční poptávky po tuzemském zboží a také rostoucí ceny surovin, což se projevilo v prohloubení deficitu obchodní bilance i pro rok 2000, kdy se vývoz navýšil o 23,5% a dovoz o 27,5%. Obdobnou procentuální meziroční změnu zaznamenává vývoj obchodní bilance opět až v roce 2004, ale to se jedná o zlepšení obchodní bilance.

Zlepšení obchodní bilance od roku 2001 způsobily především již působící přímé zahraniční investice z předešlých let, které umožnily lepší technologie a obchodní vztahy se zahraničím. Deficit se v roce 2002 nepatrně zlepšil, což bylo zapříčiněno poklesem dovozu převážně v důsledku povodní. V dalším roce se deficit udržel na nízké úrovni kvůli zvyšování objemu dovozu i vývozu. Dovoz je podpořen poptávkou po zboží vyrobeném v Číně, Japonsku a jiných nově industrializovaných zemích jihovýchodní Asie (Malajsie, Filipíny, Thajsko, Tchaj-wan). Naopak vyšší poptávka po českém zboží na západním trhu vedla k zlepšení vývozu.

Objem dovozu se v roce 2004 změnil převážně v oblasti osobní spotřeby, a to v důsledku lepší dostupnosti zboží z Evropské unie. Poptávka po zboží z asijského kontinentu se takřka nezměnila. Nárůst exportu lze pak vysvětlit příznivými vnějšími podmínkami a rostoucí exportní produkcí českých podniků se zahraniční účastí. Tento trend, způsoben následky přímých zahraničních investic, pokračuje i v dalších třech letech, kdy je dovoz mírněn také posilováním koruny. Pokles poptávky po českém zboží u důležitých obchodních partnerů a zdražení surovin vedlo v roce 2008 ke snížení přebytku obchodní bilance. Rok 2009 působí opět vyrovnaným dojmem. [1]

5.1.2. Bilance služeb

Bilance služeb představuje významný faktor pro vyrovnávání platební bilance. Po celé sledované období se bilance služeb udržovala v kladných hodnotách, i když značně kolísala. Bilance služeb se pohybovala v rozmezí od 13 mld. do 60 mld. Kč.

[1] Výroční zpráva 1996 - 2009

Tabulka 1 Vývoj a struktura služeb od roku 1998 do roku 2009, v mld. Kč.

	1998	1999	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Bilance služeb	**62**	**41,5**	**58,0**	**21,9**	**13,2**	**16,6**	**36,9**	**45,1**	**45,1**	**45,1**	**45,1**
Příjmy	246,7	243,9	269,7	231,1	219,2	247,1	282,4	314,0	314,0	314,0	314,0
doprava	44,8	53,5	57,5	56,6	60,6	69,9	76,7	85,7	101,8	106,0	103,4
cestovní ruch	124,9	109,1	118,1	96,3	100,3	107,2	112,2	124,7	129,0	122,0	122,5
ostatní služby	77,0	81,2	94,1	78,3	58,3	70,0	93,5	103,6	110,7	142,3	159,5
Výdaje	184,8	202,4	211,7	209,3	205,9	230,5	245,5	268,9	268,9	268,9	268,9
doprava	22,8	27,1	30,6	29,3	33,7	47,6	56,3	62,1	73,1	75,7	76,0
cestovní ruch	61,1	51,8	52,8	51,5	54,4	58,4	57,8	62,2	73,5	77,5	77,2
ostatní služby	100,9	123,5	128,3	128,4	117,8	124,6	131,4	144,6	145,2	151,3	205,2

Pramen: Česká národní banka; vlastní zpracování

Po pozitivním nástupu roku 1993 se bilance služeb v roce 1994 výrazně zhoršila, klesla na 14 mld. Kč. V oblasti příjmů byl už tohoto roku nastaven trend hlavního významu cestovního ruchu, který se v následujících letech do roku 2007 pohybuje nad 40% příjmů. Naopak v oblasti výdajů za služby představuje cestovní ruch až na výjimky jen okolo 20 - 30% podílu. Kromě dopravy, která také nezastává nejdůležitější pozici, se do oblasti služeb zahrnují například odvětví peněžnictví, pojišťovnictví, obchodu a stavebnictví. Bilance služeb se od roku 1995 do roku 1997 zlepšovala. V roce 1998 bilance služeb mírně roste i navzdory měnové krizi a dosahuje nejvyšší hodnoty za celé sledované období, 62 mld. Kč.

Mírný pokles příjmů z cestovního ruchu v roce 1999, který byl způsobený hlavně změnou preferencí obyvatel a růstem cen ropy a plynu, se projevil snížením bilance služeb. Růst zájmu o ostatní služby vedl k opětovnému zvýšení salda bilance v roce 2000 a 2001. Povodně v roce 2002 negativně ovlivnily zájem o cestovní ruch i o finanční a právní služby. Saldo bilance služeb pokleslo z 58 mld. na 20 mld. Kč. Minima za celé sledované období bylo dosaženo rok poté, kdy se projevil stále upadající zájem o ostatní služby.

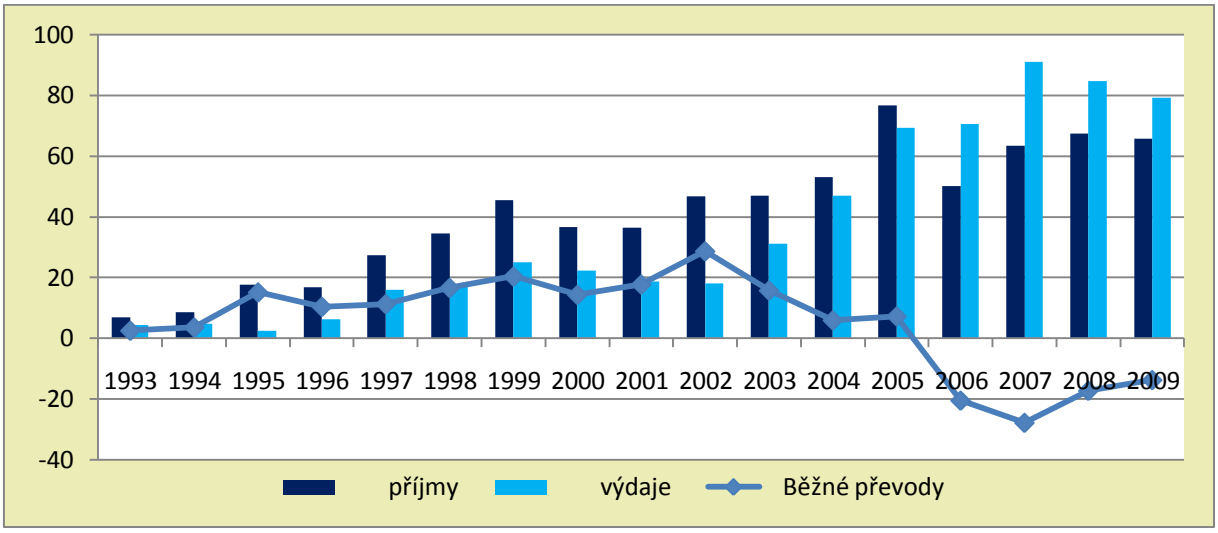
Vstup do EU sebou přinesl nárůst jak příjmů, tak i výdajů ve všech oblastech služeb. Růst příjmů z cestovního ruchu pokračuje do roku 2007 a následně mírně klesá a stagnuje. Příjmy z dopravy rostou neustále a to více než výdaje za dopravu. Stále však hrají hlavní roli ostatní služby, kde jsou ale i enormní výdaje ve výši 205 mld. Kč, což způsobilo snížení bilance služeb v roce 2009.

5.1.3. Bilance běžných převodů

Znatelné příjmy v rámci běžných převodů přináší až rok 1995. V dalších letech rostly jak příjmy, tak i výdaje obdobným tempem, proto bilance běžných převodů působila téměř

vyrovnaně. Příjmy však povětšinou přesahovaly dvojnásobně výdaje. Příjmy představovaly peníze na konkrétní projekty a programy například v oblasti vzdělávání, průmyslu a životního prostředí a výdaje byly poskytnuty i ve prospěch mezinárodních organizací. V dalším roce mírně poklesly příjmy i výdaje. Pokles výdajů byl způsoben především snížením soukromých převodů do zahraničí. V roce 2001 se na meziročním růstu příjmů výrazně promítly převody prostředků do fondů pro výplaty odškodnění českých občanů vězněných nebo nuceně nasazených během 2. světové války. Rostoucí přebytek bilance běžných převodů v roce 2002 byl zapříčiněn mimořádnými příjmy tuzemských pojišťoven ze zahraničního zajištění na krytí povodňových škod. Nezanedbatelný trend narůstajících výdajů začíná v roce 2003. Souvisí především s prostředky placenými za odvody daní a sociálního pojištění z mezd a platů českých občanů zaměstnaných v zahraničí a s platbami příspěvků mezinárodním institucím.

Graf 7 Bilance běžných převodů od roku 1993 do roku 2009, v mld. Kč



Pramen: Česká národní banka; vlastní zpracování

Nízké saldo bilance běžných převodů, kolem 6 mld. Kč, v letech 2004 a 2005 souvisí s rostoucími příjmy a výdaji spojených s členstvím v Evropské unii. V roce 2006 se saldo dostává dokonce prudce do záporu, příčinou jsou klesající příjmy, i rostoucí výdaje soukromého sektoru a také vládního sektoru kvůli vratkám DPH nerezidentům. Rok 2007 přináší největší propad salda bilance běžných převodů, které dosahuje bezmála 28 mld. Tempo růstu příjmů totiž nemůže stačit tempu růstu výdajů, které jsou také nejvyšší za celé sledované období. Výdaje jsou ovlivněny změnou daní a penzí odváděných do zahraničí. Tento rok i následující dva jsou kromě předešlých faktorů ovlivněny i remitencemi obyvatelstvu. Přesto však výdaje v posledních dvou letech nepatrně klesly a deficit bilance běžných převodů se pohybuje v roce 2009 kolem 13 mld. Kč.

5.1.4. Bilance výnosů

Vývoj bilance výnosů úzce souvisí s přílivem přímých zahraničních investic. Nové technologie a řízení má za následek rozvoj společností, ale i odliv platů a zisků do zahraničí. Tato myšlenka se projevuje i při vývoji bilance výnosů. Zmíněné saldo bylo po celém sledovaném období záporné a až na výjimky neustále stoupalo. Na druhou stranu kromě výdajů do zahraničí rostou pomalejším tempem i příjmy z platů našich pracovníků v zahraničí a ze zisků našich investic. Výdaje se oproti roku 1993 zvýšily 17 krát a příjmy pouze zhruba 10 krát. Celkový schodek bilance výnosů v roce 2009 dosahoval 230 mld.

Od roku 1993 v bilanci výnosů převažovaly výdaje nad příjmy. Příjmy byly tvořeny především úroky z dluhů, nikoli zisky z přímých investic do zahraničí. Rok 1999 byl provázen zpětnou reinvesticí zisku v tuzemsku, růstem množství dividend převáděných do zahraničí, odlivem zahraničních pracovníků a nárůstem pracovních příjmů českých občanů pracujících v zahraničí. V roce 2000 se již významně projevují rostoucí výnosy z držených finančních aktiv (zejména výnosů z devizových rezerv ČNB a aktiv bankovního sektoru) a výnosy z přímých investic do zahraničí. V dalším roce hraje pozitivní roli vývoj úrokový měr a naopak negativně působí rostoucí počet nelegálně pracujících cizinců v tuzemsku. Saldo bilance výnosů v roce 2002 představuje nejvíce deficitní účet platební bilance, přesahuje dokonce i deficit obchodní bilance. To je dáno poklesem výnosů z inkasovaných úroků a odlivem zisku z přímých zahraničních investic ze země. Trend poklesu objemu reinvestovaného zisku pokračuje i v roce 2003. Stejně tak vzrůstá objem příjmů z vyplacených mezd.

Tabulka 2 Struktura bilance výnosů v roce 2009; v mld. Kč

Bilance výnosů 2009	-230,9		
Výnosy	**94,1**	**Náklady**	**325,0**
příjmy z práce v zahraničí	**20,7**	náklady na práci cizinců v ČR	**34,3**
výnosy z investic	**73,4**	náklady z investic	**290,7**
přímé investice	**13,7**	přímé investice	**235,6**
dividendy	**5,3**	dividendy	**150,7**
zisky reinvestované v zahraničí	**8,3**	zisky reinvestované v ČR	**75,5**
úroky	**0,1**	úroky	**9,3**
portfoliové investice	**12,7**	portfoliové investice	**21,1**
dividendy	**2,7**	dividendy	**6,2**
úroky	**10,0**	úroky	**14,8**
ost. investice - úroky, výnosy z rezerv ČNB	**47,0**	ostatní náklady - úroky	**34,1**

Pramen: Česká národní banka; vlastní zpracování.

Rok 2004 nepřináší žádné nové trendy. Výdaje rostou v důsledku odlivu dividend, přílivu zahraničních pracovníků a to nemluvě o neustále se zvyšujícím úrokovém zatížení.

Schodek se pohybuje kolem 157 mld. Kč a několikanásobně převyšuje deficit obchodní bilance. V následujícím roce tento schodek klesá i v důsledku vyššího inkasa dividend a úroků z investic v zahraničí. V roce 2006 dochází k znásobení vyplacených dividend, a to se znatelně promítá v bilanci výnosů. Obdobné trendy probíhají i v roce 2007, kdy schodek dosahuje svého maxima ve výši 256 mld. Kč. V roce 2008 ovlivňuje situaci vyšší mzdy vyplácené zahraničním pracovníkům v ČR a snížení výnosů z cenných papírů. V dalším roce přispěl k výraznému prohloubení schodku pokles příjmů takřka na polovinu.

5.2. Kapitálový účet

Do roku 1997 zaznamenával tento účet jiné transakce, které jsou od daného roku zachyceny ve finančním účtu. Položky z nové struktury kapitálového účtu za předešlé roky byly získány z jiných statistik – například ze statistik Českého statistického úřadu.

Kromě dosaženého schodku v podobě 17 mld. Kč v roce 1993, způsobeného finančním vypořádáním se Slovenskou republikou, saldo kapitálového účtu nepřevýšilo ani hodnotu 1 mld. Kč až do roku 2003, i když na přelomu roku 1999 přešlo z kladných čísel do záporných. Tento mírný schodek byl způsoben převodem majetku migrantů a nákupem autorský práv, patentů a licencí. Trend pokračoval i v následujících třech letech, ale již nebyl podpořen nárůstem příjmů.

Po vstupu do EU se několikanásobně zvýšila aktivní i pasivní strana kapitálového účtu. V rámci příjmů se projevily dotace ze strukturálních fondů Evropské unie a na straně výdajů patřily mezi hlavní operace vypořádání pohledávek z vládních úvěrů vytvořených v době plánované ekonomiky na základě mezivládní dohody. Schodek ve výši 14 mld. Kč v roce 2004 se v roce 2005 přehoupl do přebytku 5 mld. Kč, což bylo zapříčiněno přílivem zdrojů ze strukturálních fondů Evropské unie a výrazným poklesem výdajů. V následujících dvou letech saldo kapitálového účtu nadále roste. I v roce 2008 hrají hlavní roli příjmy ze strukturálních fondů, na druhou stranu se projevují i vlivy jako obchodování sektoru nefinančních podniků s emisními povolenkami a odpouštění dluhů cizím vládám z dříve poskytnutých úvěrů. V roce 2009 již saldo dosahuje přebytek 40 mld. Kč.

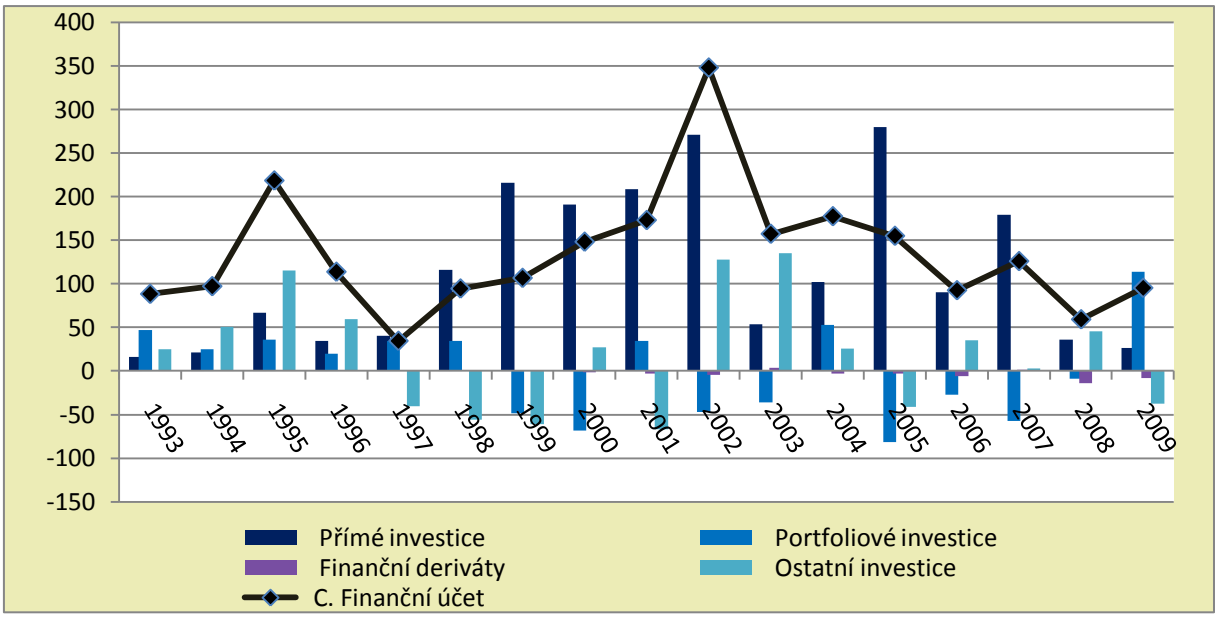
5.3. Finanční účet

Finanční účet tvoří nezbytnou součást platební bilance. Po celé sledované období dosahuje kladných hodnot, jen roky 1997 a 2008 působí rizikověji.

Do roku 1994 nepřesáhlo saldo 100 mld. Kč. V roce 1993 zastávaly důležitou roli portfoliové investice, využívané v pozdějších letech k financování státního dluhu, energetiky a dopravy. V roce 1994 převažovaly ostatní investice v podobě nejrůznějšího zadlužení. Rok

1995 zaznamenal prudký nárůst všech investic. Pokles salda finančního účtu v dalším roce souvisel také s odlivem krátkodobého kapitálu v důsledku rozšíření fluktuačního kurzu koruny. V roce 1997 finanční účet dosáhl svého minima, což bylo zapříčiněno výrazným schodkem ostatních investic, který mohl být způsoben neobnovením zahraničních vkladů, navyšováním poskytnutých úvěrů, či zhoršením podmínek pro přijímání úvěrů. Tento trend pokračoval až do roku 2001.

Graf 8 Finanční účet od roku 1993 do roku 2009; v mld. Kč



Pramen: Česká národní banka; vlastní zpracování

Zvýšený růst přímých investic v roce 1998 byl následkem nejen investičních pobídek v podobě daňových úlev, zrychlených odpisů a nejrůznějších grantů, ale i navyšování menších investic v oblasti obchodu a služeb, peněžnictví i pojišťovnictví. Pokles portfoliových investic v daném roce byl způsoben poklesem cen akcií, ale právě tento fakt zvýšil zájem zahraničních investorů o jejich koupi, a proto dosahují portfoliové investice kladných hodnot. Naopak v roce 1999 byl přesun portfoliových investic do záporu způsoben větší preferencí zahraničních dluhových a nedluhových cenných papírů. Přebytek finančního účtu zapříčiněný přílivem přímých investic spojených s rozvojem obchodních řetězců byl nižší kvůli ukládání bankovních vkladů v zahraničí a splácení dluhů. V dalším roce mírně klesl příliv ze zahraničních investic a rostl schodek v rámci portfoliových investic, protože vzrostla poptávka po zahraničních cenných papírech. Stav ostatních investic naznačil příliv peněžních prostředků i v podobě poskytnutých zahraničních úvěrů od mateřských společností. V roce 2001 pokračoval trend nárůstem přímých investic, v rámci portfoliových se projevoval prodej

zahraničních cenných papírů a snížené ostatní investice souvisely se splácením dluhů. Výrazněji se začalo projevovat i obchodování s finančními deriváty, které však zaujímají důležitější pozici až v letech 2008 a 2009. V roce 2002 vzrostly výrazně přímé investice podpořeny privatizací státního majetku. V dalším roce již privatizace neprobíhala a přímé investice značně klesly. K odlivu portfoliových investic v letech 2002 a 2003 vedlo snížení atraktivnosti domácích cenných papírů a naopak ostatní investice vzrostly kvůli snižování vkladů v zahraničí.

Se vstupem do Evropské unie vzrostly v roce 2004 přímé i portfoliové investice. Rok 2005 pak navazoval přílivem přímých investic z privatizace státního majetku. K deficitu portfoliových investic vedlo výhodné obchodování se zahraničními dluhovými instrumenty. Čerpání úvěrů bylo převýšeno jejich splácením. V roce 2006 se výrazně změnila hlavně oblast ostatních investic, které se snížily stahováním vkladů bank v zahraničí. V následujícím roce představovaly rozhodující úlohu přímé zahraniční investice hlavně ve formě růstu podílu zahraničních společností na reinvestovaném zisku. Dále pak poklesla poptávka po úvěrech ze zahraničí a po tuzemských cenných papírech. Naopak vzrostl zájem o zahraniční cenné papíry. Na vývoji finančního účtu v roce 2008 se projevila světová finanční krize, která zapříčinila pokles přímých i portfoliových investic. Portfoliové investice naopak v následujícím roce dosáhly svého maxima, zatímco odliv v rámci ostatních investic značí splácení závazků.

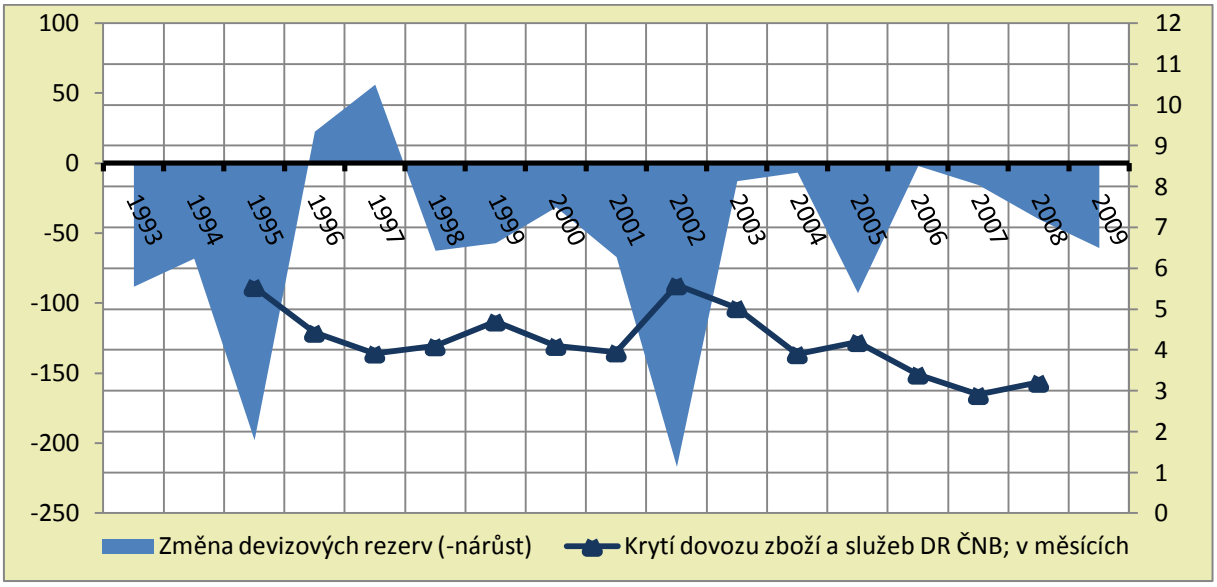
5.4. Změna devizových rezerv

Vývoj objemu devizových rezerv souvisel alespoň v počátku období s udržením pevného kurzu, popřípadě kurzu s oscilačními pásmy. Do roka 1995 bylo možné se setkat se snahou zabránit apreciaci domácí měny, proto se nakupovaly devizové rezervy. Po rozšíření oscilačních pásem v roce 1996 devizové rezervy snížily kvůli odlivu krátkodobého kapitálu a splátek obligací ČNB. Měnová krize v roce 1997 způsobila tlak na znehodnocení měny, čemuž se ČNB snažila čelit prodejem deviz, výsledkem však byl již zmíněný přechod na volně plovoucí kurz. (Dále zmíněné změny nezohledňují kurzové ztráty). Výrazným apreciačním tendencím koruny se v následujících letech bránilo zvyšováním devizových rezerv. V roce 1999 se na výši změny devizových rezerv podílely úrokové výnosy z devizových aktiv a samozřejmě nákup devizových rezerv na mezibankovním trhu v důsledku přímých zahraničních investic. V roce 2000 se mezi vlivy přidaly i příjmy z privatizace. Rok 2001 přináší z obdobných příčin změnu devizových rezerv ve výši 67,2 mld. Kč, což však oproti roku 2002 hraje poměrně nevýraznou roli. V roce 2002

dosahuje nárůst deviz 217 mld. Kč. Snížení nárůstu devizových rezerv v roce 2003 bylo zapříčiněno zvýšením výdajů za dluhovou službu a úhradu sankčních poplatků.

Devizové rezervy v roce 2004 opět vzrostly, tentokrát jen o 6,8 mld. Kč kvůli částečnému odprodeji devizových rezerv, jejich celkový stav koncem roku dosahoval 636,2 mld. Kč. Opětovně výrazný nárůst devizových rezerv za rok 2005 se projevil především kvůli devizovým příjmům z privatizace, výnosům z investovaných devizových rezerv a saldu transakcí prováděných pro klienty ČNB. Obdobné činnosti provádí ČNB i v roce 2006, ale navíc prodává devizové rezervy, takže změny v růstu devizových rezerv nehrají tak závažnou úlohu. Ve prospěch zvýšených devizových rezerv za rok 2007 přispěly výnosy z investování devizových rezerv. Z obdobných důvodů se navyšuje i hodnota devizových rezerv v dalších dvou letech. Na konci roku 2009 byl stav devizových rezerv 776,5 mld. Kč.

Graf 9 Změna devizových rezerv ve srovnání s ukazatelem Krytí dovozu zboží a služeb DR (v měsících)



Poznámka: **Krytí dovozu zboží a služeb DR ČNB** = podíl stavu devizových rezerv ČNB ke konci roku k průměrnému měsíčnímu objemu dovozu zboží a služeb

Pramen: Česká národní banka; vlastní zpracování

Podle grafu lze konstatovat, že množství devizových rezerv stačilo ke krytí 3 až 6 měsíčního objemu dovozu zboží a služeb, zbylé měsíce musely být kryty jinými finančními prostředky. Ukazatel dosahoval krytí šesti měsíců pouze v letech s největším přírůstkem devizových rezerv. Průměrný stav se pohyboval kolem 4 měsíců. Nejnižších hodnot bylo dosaženo v posledních letech.

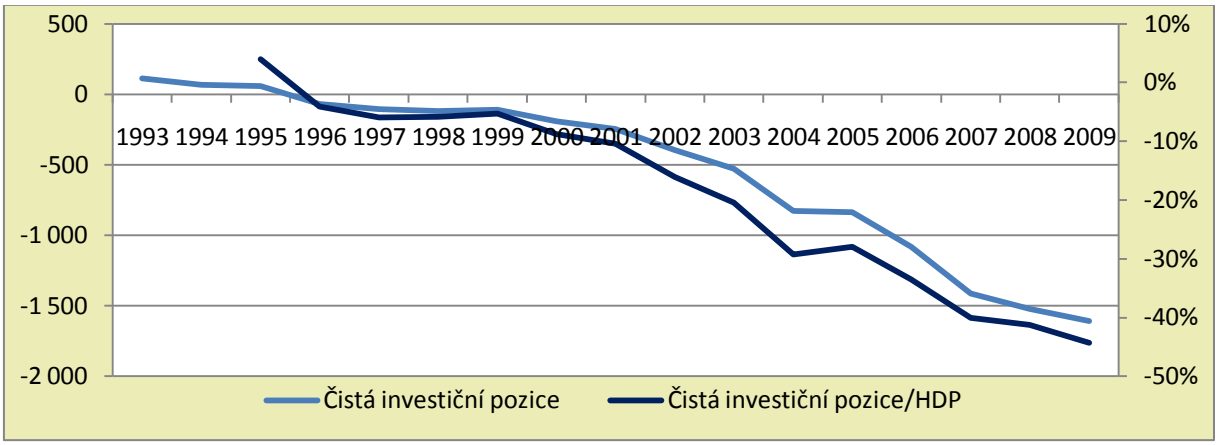
6. Bilance investiční pozice, hrubá zadluženost a dluhová služba v ČR

Ke stanovení, zda je ekonomika v rovnováze je nezbytné znát i její dlužnickou pozici. V následujících podkapitolách se pokusím přiblížit vývoj bilance investiční pozice, ale i důležité trendy ve vývoji hrubé zadluženosti a dluhové služby České republiky.

6.1. Bilance investiční pozice v ČR

Jak již bylo zmíněno v teoretické části, bilance investiční pozice se sestává z věřitelské a majetkové pozice země. Kromě absolutního vyjádření v jednotlivých letech je možné sledovat i relativní ukazatel, kdy investiční pozici přirovnáváme k HDP. V následujícím grafu lze poukázat na neustálé prohlubování deficitu bilance investiční pozice v ČR v absolutním i relativním vyjádření.

Graf 10 Vývoj čisté investiční pozice (v mld. Kč) a relativního ukazatele čisté investiční pozice/HDP (v %) do roku 2009;



Pramen: Česká národní banka; vlastní zpracování

V prvních třech letech zůstávala bilance investiční pozice v kladných hodnotách. V roce 1996 již převyšovala pasiva nad aktivy a další rok se saldo pohybovalo kolem 100 mld. Kč v záporu. V roce 1998 se pasivní saldo investiční pozice dále prohlubuje, přestože je příliv kapitálu zmírňován zhodnocováním kurzu koruny (hlavně vůči dolaru). V následujícím roce pasivní saldo mírně snižuje v důsledku příznivých kurzových pohybů a v důsledku růstu devizových rezerv a přílivu zahraničního kapitálu. V roce 2000 pokračovalo prohlubování salda i navzdory vyššímu množství devizových rezerv a investic do zahraničí. Obdobnými příčinami byla ovlivněna investiční pozice i za rok 2001, ve kterém již poměr salda investiční pozice k HDP přesahoval 10%. Nárůst salda v roce 2002 o více než polovinu

salda předchozího roku, a to o 136,6 mld. Kč, má příčinu v apreciaci koruny a přílivu přímých investic. Značně rostoucí devizové rezervy příliš ke zmírnění schodku tedy nepomáhají.

Mezi lety 2003 a 2004 se schodek investiční pozice nadále prohlubuje, téměř o 300 mld. Kč, a dosahuje výše 825 mld. Kč, tedy 29% část HDP. Výši schodku ovlivňuje příliv přímých i portfoliových investic a také nárůst půjček ze zahraničí. Investice do zahraničí také znatelně rostou, ale naopak se snižují devizové rezervy. V následujícím roce 2005 se snižování salda výrazně zpomalilo. Saldo investiční pozice se změnilo jen nepatrně, na straně pasiv v důsledku nárůstu přímých investic způsobených i privatizací, a dále i navýšením aktiv – především aktiv komerčních bank a devizových rezerv. V roce 2006 pokračoval růst deficitu investiční pozice, který se v roce 2007 prohloubil natolik, že relativního vyjádření investiční pozice přesáhlo nebezpečnou úroveň 40% HDP. Nejvyšší nárůst závazků lze vysledovat u podniků se zahraniční majetkovou účastí, ale ani vládní zadlužení nezůstává pozadu. Stejně tak i v roce 2008 nadále roste závazek z přímých investic a na straně aktiv má největší vliv růst ostatních investic. V důsledku krize na kapitálových trzích a sníženého zájmu o dluhové i majetkové cenné papíry klesají portfoliové investice na straně aktiv i pasiv. V následujícím roce se tento problém promítá především na straně aktiv, ale zájem o české cenné papíry opětovně roste. Stejně tak je situace znatelná i u finančních derivátů v rámci aktiv i pasiv. Za pozitivní lze považovat pokles ostatních investic, na kterých se podílejí především obchodní banky. Vláda své zadlužení i nadále snižuje. Celková bilance investiční pozice na konci roku 2009 vykazovala schodek okolo 1609 mld. Kč, 44% HDP.

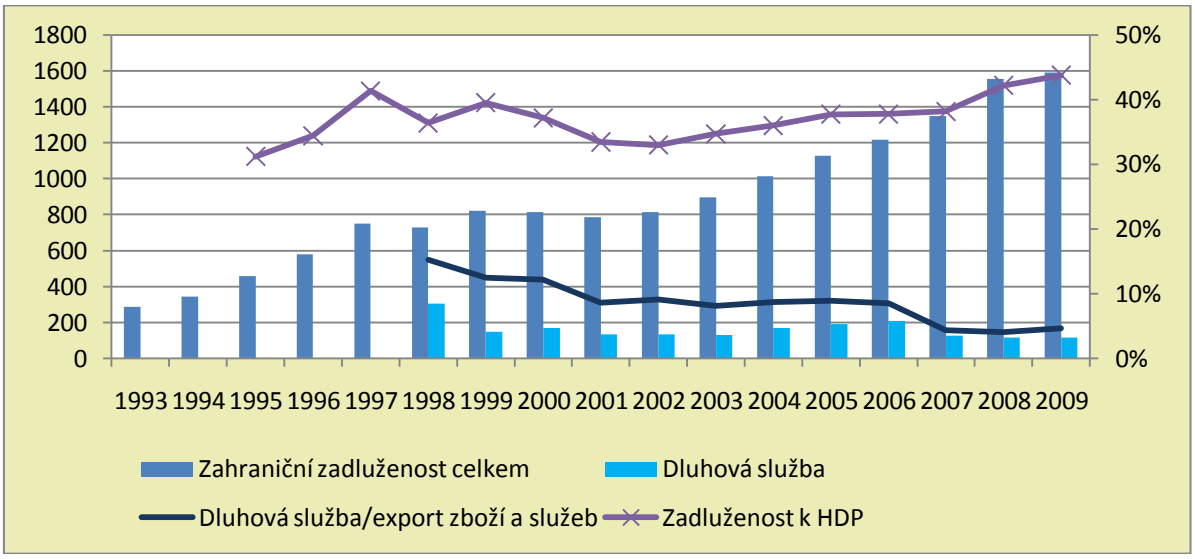
6.2. Vývoj hrubé zadluženosti a dluhové služby

Hrubá zadluženost podává informaci o celkovém zadlužení země. Představuje výši nesplacených jistin. Statistikou splacených jistin a úroků se pak zabývá ukazatel dluhová služba. Závazky lze členit dle různých kritérií: dle doby splatnosti na krátkodobé a dlouhodobé, a dále například podle subjektů, které je zapříčinily (vláda, banky, podniky aj.).

Hrubá zadluženost vzrůstala již od počátku sledovaného období, za které vzrostla absolutně z původních 287,7 mld. Kč v roce 1993 na 1589,7 mld. Kč v roce 2009.

Jedno z významnějších navýšení dluhu přinesl rok 1997, kdy se projevila měnová krize. V dalším roce dluh mírně poklesl o 21,8 mld. Kč, což mohlo být způsobeno zhodnocením kurzu koruny, ale i poměrně vysokým splácením závazků. Dluhová služba ve vztahu k exportu zboží a služeb dosahovala 15,2%, což je nejvyšší hodnota ukazatele od daného roku do roku 2009. Za rok 1999 hrubá zadluženost opět znatelně vzrostla. Rostoucí podíl krátkodobých závazků na celé zadluženosti tvoří 38%.

Graf 11 Srovnání zahraniční zadluženosti a dluhové služby (v mld. Kč) a jejich relativní ukazatele – v %)



Pramen: Česká národní banka; vlastní zpracování

V roce 2000 se celková zadluženost příliš nemění, ale trend růstu krátkodobých závazků pokračuje a krátkodobý dluh již dosahuje 42%. Takovýto poměr se již v následujících letech neopakuje. Je nezbytné konstatovat i snížené náklady na dluhovou službu v daném roce, které se ještě dva další roky nebude závažněji měnit. Za nepatrnou změnou dluhu za rok 2002 stojí kromě jiných vlivů i zhodnocení koruny. S každým dalším rokem jsou změny zadluženosti výraznější. Pro rok 2003 byla změna způsobena navýšením dlouhodobých i krátkodobých závazků.

Rok 2004 se vstupem do EU umožnil lepší možnosti k získání úvěrů, čehož využila především vláda. Hrubá zadluženost vzrostla oproti předešlému roku o téměř 120 mld. Kč a dosahovala již okolo 1013 mld. Kč! Jako malé plus se však musí uznat vyšší náklady na dluhovou službu, které se pohybovaly na úrovni 140 mld. Kč. Rok 2005 lze použít ke konkrétnímu příkladu struktury zadlužení. Zatímco na dlouhodobém zadlužení se podílejí především podniky a následně vláda, tak výši krátkodobých závazků ovlivňují banky. Dluhová služba se navýšila o více než 20 mld. Kč, nejvíce však spláceli podniky a z vládních prostředků se příliš neubralo. V roce 2006 pak dluhová služba převyšuje 200 mld. Kč a tvoří tak 8,5% exportu zboží a služeb. Následující rok subjekty ve splácení zaostávají a naopak se podílejí na nárůstu zadluženosti. Vláda se však na nárůstu podílí pouze 20%. Poslední dva roky (rok 2008 a 2009) dosáhla hrubá zadluženost více než 1500 mld. Kč.

.

7. Vliv sald platební bilance ČR na vnější rovnováhu a na vývoj měnového kurzu koruny

7.1. Vliv na vnější rovnováhu

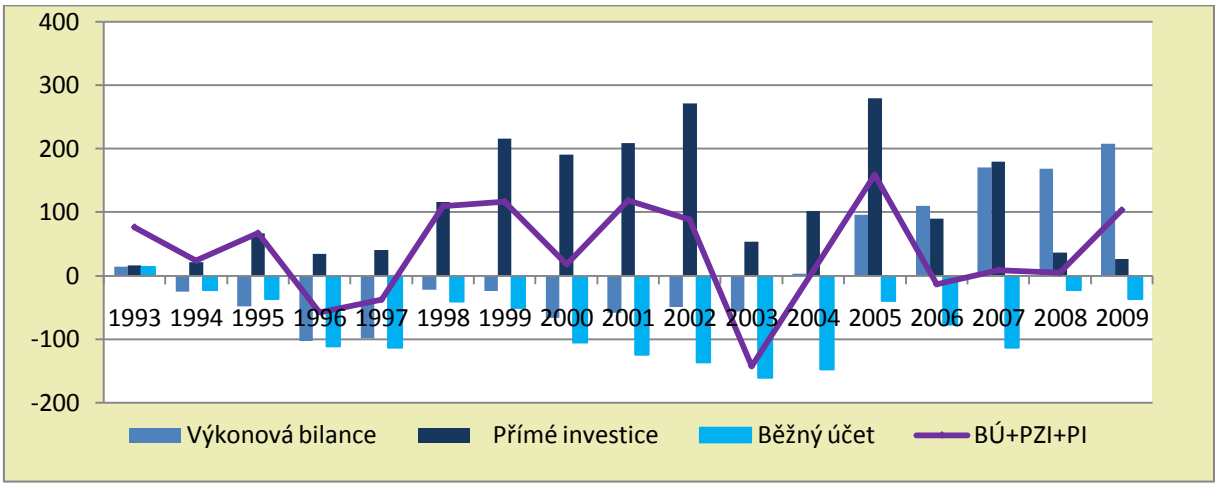
Jak jsem již uvedla v rámci první kapitoly, nejlepší vnější rovnováha je v případě, kdy země není závislá na zahraničních finančních zdrojích. Za takovou situaci by se nechal považovat pohyb salda běžného účtu v kladných hodnotách. Z kapitoly o vývoji platební bilance v ČR však vyplývá, že saldo běžného účtu se pohybovalo kromě roku 1993 v záporných hodnotách. Na deficitu běžného účtu se v posledních 5 letech převážně podílí klesající bilance výnosů.

K posouzení rovnováhy v případě deficitu běžného účtu přináleží zpracování způsobu financování běžného účtu. Za rovnovážný stav ekonomiky lze ještě považovat, když je deficit běžného účtu financován nedluhovým kapitálem v podobě přímých zahraničních investic a portfoliových investic. Za sledované období nebyl tento požadavek splněn pouze v letech 1996, 1997 ale také roku 2003 a 2006. V roce 2003 představoval neprofinancovaný deficit běžného účtu okolo 140 mld. Kč, který je krytý dluhovým kapitálem.

Přestože poslední dva roky jsou z tohoto pohledu požadavky splněny, mělo by se brát v úvahu i značné zadlužení země, které ekonomické rovnováze země příliš nepřispívá. Ve prospěch této myšlenky vypovídá více jak 40% poměr hrubé zadluženosti k HDP v daných letech.

Celkové saldo platební bilance se pohybuje až na výjimky v kladných hodnotách, přestože v letech 2003 až 2004 a 2006 se saldo pohybuje velmi blízko nule.

Graf 12 Vliv některých položek platební bilance na vnější rovnováhu ČR

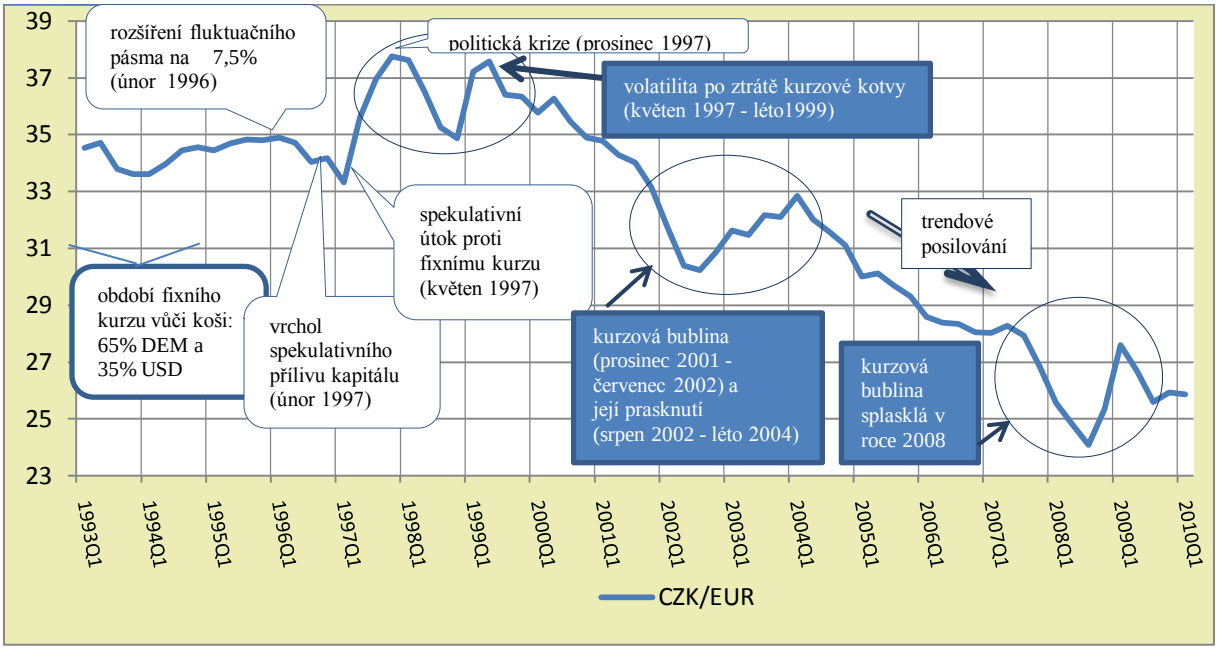


Pramen: Česká národní banka; vlastní zpracování

7.2. Kurzové bubliny; vliv platební bilance na vývoj měnového kurzu

Vývoj měnového kurzu v ČR jsem již popsala výše. V rámci této kapitoly bych se chtěla tedy spíše zaměřit na významné události ve vývoji kurzu, a k nim vztáhnout konkrétní stav platební bilance. V následujícím grafu jsou zachyceny důležité události ve vývoji kurzu.

Graf 13 Hlavní kurzové události koruny k euru, čtvrtletní vývoj



Pramen: Eurostat; vlastní zpracování

Do roka 1996 lze vysledovat poměrně stabilní kurz, který se po uvolnění fluktuačního pásma mírně zhodnocuje i v důsledku úspěšné transformace. Po měnovém otřesu po květnu 1997 získal kurz silnou depreciační tendenci. I navzdory intervencím ČNB proti depreciaci domácí měny (devizové rezervy se výrazně snížily) kurz prolomil v roce 1997 spodní hranici oscilačního pásma, a bylo nutné přejít na volný floating. Pro ekonomické subjekty to ale představovalo neúspěšnost transformace a tedy i neúspěšnost dosavadní politiky, proto lze hovořit i o politické krizi.

Deficit běžného účtu nebyl hlavním činitelem, který by způsobil prudké zhodnocení kurzu v roce 1997. Za problematický se však nechá považovat hojný příliv krátkodobého (spekulačního) kapitálu, podpořený vysokými úrokovými mírami. Největší problém však představují použité devizové intervence. Následná restriktivní politika zpomalí hospodářský růst, což se projevuje i v rámci volatility kurzu.[1]

[1] Mach P.: *Měnová krize z hlediska změn devizových rezerv*, Sborník CEP. 09. 05. 2000 dostupný z: http://www.petrmach.cz/cze/prispevek.php?ID=152

V dalším období kurz koruny k euru výrazně apreciuje. Do roku 2001 se na tom podílí příliv přímých investic podporovaný investičními pobídkami pro zahraniční investory ze strany vlády. Od roku 2001 stojí za zhodnocováním především spekulativní kapitál, který je podporován značným úrokovým diferenciálem (pokles úrokových sazeb v USA po 11. září 2001). Kromě spekulativního kapitálu nehrála struktura platební bilance důležitou roli ve zhodnocování koruny, neboť příliv zahraničních investic stěží vyrovnával deficit běžného účtu, a navíc příchozí kapitál byl z větší části tvořen investicemi v rámci privatizace, které do budoucna nemohly být nahrazeny ani reinvestovanými zisky z již dříve realizovaných investic, a ani z investic do tzv. výstavby na "zelené louce".[2]

Česká národní banka se snažila proti apreciaci intervenovat prostřednictvím zvyšování devizových rezerv, neboť tušila nepříznivý vývoj již nadhodnocené koruny. Svoji politiku však nedoplnila včasným snížením úrokových sazeb, čímž podpořila následující zhodnocování koruny až k okamžiku splasknutí kurzové bubliny. Následné znehodnocení pokračovalo od druhé poloviny roku 2002 až 2004, na kterém se projevily jak povodně v roce 2002, tak i útlum hospodářského růstu a s ním spojené vysoké schodky zahraničního obchodu.[3] Splasknutí kurzové bubliny souviselo i s cyklickým zpomalením globální poptávky. Na rozdíl od budoucího problematického období kolem roku 2008, byl český export v roce 2002 podpořen alespoň znovuoživenou poptávkou z Německa.[4]

Na další vývoj kurzu zapůsobil vstup do Evropské unie a s ním spojen zájem investorů o středoevropský region. Investice přitékaly i navzdory poměrně nízkým úrokovým sazbám, které naopak umožnily hospodářský růst prostřednictvím úvěrového boomu, což se projevilo i v přechodu salda výkonové bilance do kladných hodnot od roku 2005.[5] Viceguvernér ČNB Miroslav Singer ve své prezentaci z roku 2008[6] vyvodil na základě výpočtů závěr, že trend apreciace koruny nemohl souviset pouze s růstem produktivity. To podporuje myšlenku, že se na zhodnocování koruny podílely spekulativní obchody.

---

[2] Bielik I., Šimčák P.: *Koruna: Bublina nebo realita?*, časopis Fond shop, 3. 5. 2002, dostupné z: http://www.fondshop.cz/index.asp?id=27&action=p_kh_kbr

[3] Šnajdr D.: *Spanilá cesta české koruny*, 19. 2. 2008, dostupné z: http://investujeme.cz/clanky/spanila-cesta-ceske-koruny/

[4] Sobíšek P.: *O silné koruně aneb svému osudu neunikneš*, Blog.iHNed.cz, 18. 7. 2008, dostupné z: http://blog.ihned.cz/c3-26016410-YSobis_d-o-silne-korune-aneb-svemu-osudu-neuniknes

[5] Kohout P.: *Historie jednoho bankéře. Aneb jak postavil Tůma korunu na nohy*, *19. 4. 2010,* dostupné z: http://byznys.lidovky.cz/historie-jednoho-bankere-aneb-jak-postavil-tuma-korunu-na-nohy-p7d-/statni-pokladna.asp?c=A100419_120721_statni-pokladna_abc

[6] Singer M.: *Měnový kurz a česká ekonomika,* Appia Praha, 17. 1 2008, dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20080117_appia.pdf

Zhodnocování koruny vůči euru pokračovalo až do poloviny roku 2008 i v důsledku oslabení dolaru jako projevu počínající hypotéční krize ve Spojených státech amerických. Na účtech přímých a portfoliových investic (viz výše) v roce 2008 je znatelný jejich odliv. Právě útěk od českých cenných papírů a jiných investic spojený s nedůvěrou v region střední Evropy, a všeobecně nízká globální poptávka mohly vést spolu s nárůstem cen energií k prasknutí kurzové bubliny v roce 2008.[7]

Problémy mohl naznačovat prudký vzrůst výdajů v bilanci výnosů již od roku 2007, kdy zahraniční investoři kvůli potřebné likviditě a zvýšené nejistotě začaly stahovat své zisky. Tento trend pokračuje až do roku 2009. Nutno říci, že ze statistik z příjmů z bilance výnosů se ukazuje obdobný trend ze strany českých investorů.

V roce 2009 se kromě mírného zlepšení bilance výnosů výrazně zlepšila obchodní bilance. Jednak poklesl dovoz, neboť ze strany ekonomických subjektů nebyl patřičný zájem, a za další byl podpořen vývoz depreciací kurzu koruny a přijatými opatření v okolních státech pro rozvoj jejich ekonomického růstu. Mezi zmíněná opatření patří šrotovné, které bylo nejprve zavedeno v Německu. Šrotovné zjednodušeně vyjádřitelné jako sleva na nové auto zvýšilo poptávku po automobilech, a to i po českých. Opatření vypadá velice pozitivně, ale je nutné vzít v úvahu, že jistým způsobem odstranilo přirozenou poptávku po daném zboží v dalších letech. Následující vývoz se však poměrně úspěšně může zaměřit na jiné komodity. Slibnou oblastí je například farmaceutický průmysl.[8]

Finanční účet vzrostl kvůli navýšení portfoliových investic převážně do dluhových cenných papírů. Naopak ostatní investice v podobě nejrůznějšího zadlužení v daném roce abnormálně klesly.

Všechny tyto jevy se mohly promítnout do zhodnocování koruny v roce 2009 i počátku roku 2010.

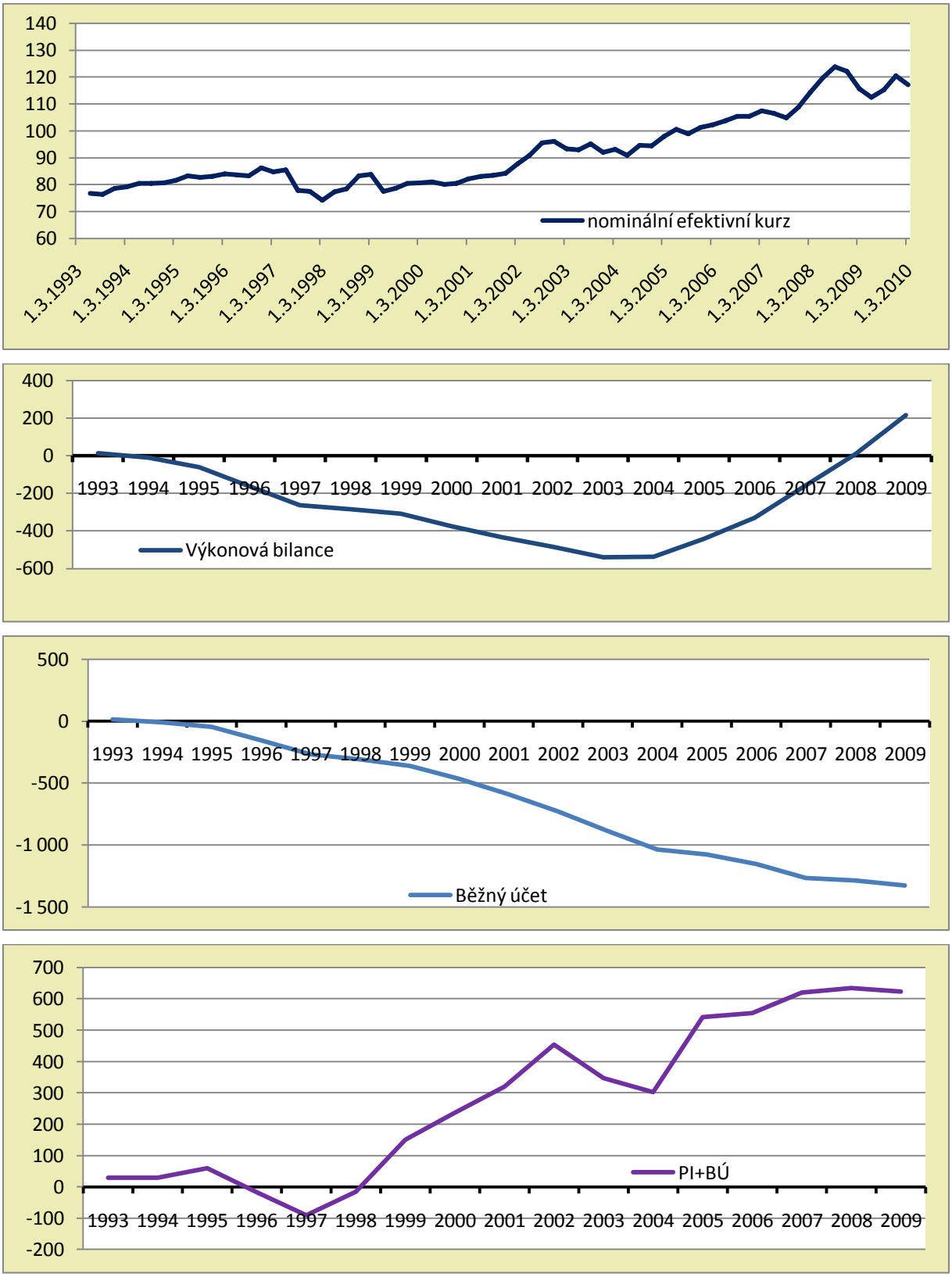
---

[7] Sobíšek P.: *O silné koruně aneb svému osudu neunikneš*, Blog.iHNed.cz, 18. 7. 2008, dostupné z: http://blog.ihned.cz/c3-26016410-YSobis_d-o-silne-korune-aneb-svemu-osudu-neuniknes

[8] Holub P.: *Český boj s krizí: víc štěstí než rozumu*, aktualne.centrum.cz, 13.2.2009, dostupné z: http://aktualne.centrum.cz/pda/clanek.phtml?id=660497

7.3.Závěrečné shrnutí vztahu sald platební bilance a měnového kurzu

Graf 14 Trendy nasčítaných sald výkonové bilance, bilance běžného účtu a bilance běžného účtu spojené s přímými zahraničními investicemi versus trend nominálního kurzu koruny



Pramen: Česká národní banka; vlastní zpracování

Na předešlé stránce jsou zachyceny trendy sald platební bilance, které by podle mého názoru mohly mít výraznější vliv na měnový kurz. Pro vystižení trendů jsem místo sald v jednotlivých letech využila nasčítaných hodnot všech sald do daného roku, včetně salda daného roku Srovnáním všech tří grafů lze konstatovat, že bilance běžného účtu neovlivňuje rostoucí trend nominálního měnového kurzu koruny. Výkonová bilance však může za jistých okolností působit ve prospěch zmíněného trendu. Nejkvalitnější vztah je znatelný u salda "nedluhového financování deficitu běžného účtu" (tedy běžný účet + přímé zahraniční investice) ke kurzu.

Záporný trend výkonové bilance do roku 2004 zcela neodpovídá rostoucímu trendu nominálního kurzu koruny (tedy apreciačnímu kurzu koruny). Od roku 2005 do roku 2007 se však záporné hodnoty nasčítaného salda snižují, což by mohlo napomoci rostoucímu trendu kurzu, který by byl značně podpořen i v následujících dvou letech (2008,2009) pokračujícím růstem výkonové bilance již v kladných hodnotách.

V případě vývoje deficitu běžného účtu je výraznější změna patrná také po roce 2004, kdy se snižuje tempo růstu deficitu, což by ve své podstatě také mohlo přispět k mírnému rostoucího trendu kurzu koruny. Celkově se prohlubující saldo běžného účtu však nemůže mít významnou váhu při vlivu na nominální kurz koruny, neboť křivky obou grafů míří opačným směrem.

Poslední graf je zaměřen na vývoj salda tvořeným ze sald běžného účtu a přímých investic. Příliv přímých zahraničních investic téměř po celé období převyšoval deficit běžného účtu. Nejen příliv přímých investic, ale i jejich jistý očekávaný příliv v budoucnu se projevuje na rostoucím trendu nominálního kurzu koruny.

Závěr

Ve své práci jsem se snažila analyzovat možný vliv vybraných stavových a tokových veličin na vývoj měnového kurzu v obecné rovině, a následně v letech 1993 až 2009 v České republice. Další důležitou oblastí mého zkoumání byla vnější ekonomická rovnováha, kterou jsem charakterizovala, a následně hodnotila na základě historických dat České republiky.

Ze stavových veličin jsem vybrala saldo investiční pozici země, tedy“ výkaz“ o majetkové a dlužnické pozici země. Tokové veličiny pak byly zastoupeny platební bilancí, kde jsem v teoretické části přiblížila jednotlivá salda a účty. V průběhu textu jsem vybrala pouze některá salda, která mají největší vliv na měnový kurz a vnější ekonomickou rovnováhu. Jsou to: *výkonová bilance*, ta zahrnuje bilanci obchodu a bilanci služeb, *obchodní bilance, obchodní bilance financovaná přímými zahraničními investicemi*.

Celou práci však provázela myšlenka, že jednotlivá salda nelze hodnotit samostatně, ale ve vztahu s ostatními, a že na ovlivňované veličiny působí i řada jiných faktorů např. v podobě hrubého domácího produktu, či chování ekonomických subjektů.

V případě měnového kurzu jsem přiblížila základní charakteristiky, a dále se pak zaměřila na nominální a reálný efektivní kurs, tedy zjednodušeně řečeno na vývoj domácí měny ke koši vybraných měn zahraničních. V analytických datech České republiky jsem následně sledovala vývoj koruny k euru a k dolaru a hodnotila možné příčiny tohoto vývoje, které by svým způsobem mohly souviset s platební bilancí. Neopomněla jsem zpracovat ani zmíněný nominální a reálný efektivní kurz, u kterých jsem zaznamenala velice obdobný trend jako u výše dvou zmíněných měn.

V rámci analytické části jsem se snažila prokázat, či vyvrátit zjednodušený teoretický předpoklad, že zhodnocení měnového kurzu může být způsobeno kladným běžným účtem, či záporným běžným účtem financovaným přílivem přímých zahraničních investic. Závěry z této oblasti budou zmíněny dále.

V případě měnového kurzu nehraje saldo investiční pozice země vážnější roli, pokud jednotliví ukazatelé (např.: hrubý zahraniční dluh k HDP - 40%, či dluhová služba k exportu zboží a služeb) nepřesahují stanovenou kritickou mez. V takovém případě mohou zahraniční věřitelé a investoři ztrácet důvěru v domácí sektor, což se může projevit v zahraničních investicích, či na prodeji a ceně cenných papírů, a následně na měnovém kurzu.

V případě vnější ekonomické rovnováhy se sleduje především běžný účet a případně způsob financování deficitu běžného účtu, a také saldo investiční pozice. Vnější ekonomickou

rovnováhu nelze určit k danému roku, nýbrž je důležité sledovat udržitelnost daného stavu rovnováhy do budoucna. Podle předchozího odstavce vyplývá, že se udržitelnost daného stavu se stále zhoršující investiční pozicí (tedy rostoucím zahraničním dluhem či rostoucím množstvím majetku v rukou zahraničních subjektů) značně snižuje.

Analýzou platební bilance ČR v letech 1993 až 2009 jsem získala některé následující poznatky. Běžný účet se kromě roku 1993 pohyboval v záporných hodnotách. Zpočátku to bylo způsobeno zhoršující obchodní bilancí, která se však zlepšila vstupem do Evropské unie v roce 2004. Poté se však začat projevovat nárůst deficitu bilance výnosů, což je ve své podstatě důsledkem přílivu přímých zahraničních investic.

Přímé zahraniční investice po celé období byly v kladných hodnotách a kromě několika mála let (1996-1997, 2003 a 2006) stačily k financování deficitu běžného účtu. V kritických letech postačil dluhový kapitál.

Lze říci, že tedy kromě několika let splňuje Česká republika za sledované období vnější ekonomickou rovnováhu. Narůstající zadluženost ČR (poměrový ukazatel hrubé zadluženosti k HDP převyšoval v letech 2008 a 2009 40 procentní hranici) však tuto rovnováhu značně narušuje. Zůstává otázka, zda je vnější ekonomická udržitelná i do budoucna. Nelze očekávat výrazné zlepšení salda běžného účtu právě kvůli bilanci výnosů, a ani příliv zahraničních investic není ničím zaručen.

Vývoj koruny k euru od zavedení floatingu zaznamenává víceméně trvalý apreciační trend, který je čas od času provázen splasknutím kurzových bublin. Tento vývoj je samozřejmě ovlivněn i řadou jiných faktorů než pouze saldy platební bilance.

V rámci mé analytické práci jsem dospěla k názoru, že z výše zmíněných sald působí na měnový kurz v České republice především saldo *výkonové bilance* (převažuje - li výrazně export zboží a služeb nad jejich importem, pak může docházet ke zhodnocení kurzu a naopak). V ČR probíhá v posledních letech zlepšování výkonové bilance. A dalším důležitým saldem je „*základní*“ saldo, kdy příliv přímých zahraničních investic financuje deficit běžného účtu. Je-li saldo kladné, taktéž přispívá ke zhodnocování kurzu koruny. To je také případ České republiky. Problematickým zůstává spekulační kapitál, který se může podílet na způsobení kurzové bubliny.

Salda platební bilance mají dle mého názoru na vývoj měnového kurzu pouze nepatrný vliv, více působí měnový kurz na jednotlivá salda platební bilance.

Použitá literatura a internetové zdroje

Použitá literatura

- Durčáková J., Mandel M.: *Mezinárodní finance*, 3. rozšířené a dopl. vyd., Praha: Management Press, 2007, ISBN 978-80-7261-170-6.
- Gandolfo G.: *International Finance and Open-Economy Macro-economics,* Springer-Verlag Berlín Heidelberg New York, 2002, ISBN 3-540-43459-3
- Kenen P. B.: *THE INTERNAL ECONOMY,* 2. edice, Prentice- Hall 1989, ISBN 0-13-472580-8.
- Kindleberger Ch. P, *Světová ekonomika*, 1. vyd. Praha: Academia, 1978, ISBN 50921857.
- Mandel M., Tomšík V.: *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice,* 2. rozšířené vydání, Praha: Management Press, 2003. ISBN 80-7261-094-5.
- Neumann P., Žamberský P., Jiránková M.: *Mezinárodní ekonomie,* První vydáni Praha: Grada Publishing, 2010,
  dostupné z:
  http://books.google.com/books?id=ddLM8jw56I0C&printsec=frontcover&dq=Mezin%C3%A1rodn%C3%AD+ekonomie&hl=cs&cd=3#v=onepage&q=&f=false
- Plchová B. a kol.: *Zahraniční ekonomické vztahy České republiky*, 2. vyd. Praha: Oeconomica, 2006. ISBN 80-245-1102-9.

- Debnár K.: *Analýza vlivu vstupu ČR do EU na vývoj vnější ekonomické rovnováhy*, diplomová práce, VŠE, Fakulta mezinárodních vztahů. Praha, 2008
- Kovářová P.: *Vývoj kurzové politiky České republiky od počátku*, bakalářská práce, VŠE, Fakulta mezinárodních vztahů. Praha, 2009

Internetové zdroje [online, cit. 15. května 2010]

- *Balance of Payments Manual*, 5th edition, International Monetary Fund, 1993. Dostupné na: http://www.imf.org/external/np/sta/bop/BOPman.pdf

- Edwards S.: *Real and Monetary determinants of real exchange rate behavior* – NBER working paper,Cambridge, 1988;
dostupné na: http://www.nber.org/papers/w2721.pdf?new_window=1

- Interní protokol z jednání bankovní rady ČNB z roku 1999,
dostupný na:
http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/1999/1999_02_25/PT_25_02_99_02SZ.pdf

- Česká národní banka, výroční zprávy z let 1995 až 2008,
dostupné na: http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocni_zpravy/index.html

- Česká národní banka (ČNB) – www.cnb.cz

- Český statistický úřad (ČSÚ) – www.czso.cz

- www.kurzy.cz

- http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/

- Bielik I., Šimčák P.: *Koruna: Bublina nebo realita?*, časopis Fond shop, 3. 5. 2002,
dostupné z: http://www.fondshop.cz/index.asp?id=27&action=p_kh_kbr

- Holub P.: *Český boj s krizí: víc štěstí než rozumu,* aktualne.centrum.cz, 13.2.2009,
dostupné z: http://aktualne.centrum.cz/pda/clanek.phtml?id=660497

- Kohout P.: *Historie jednoho bankéře. Aneb jak postavil Tůma korunu na nohy, 19. 4. 2010*,
dostupné z: http://byznys.lidovky.cz/historie-jednoho-bankere-aneb-jak-postavil-tuma-korunu-na-nohy-p7d-/statni-pokladna.asp?c=A100419_120721_statni-pokladna_abc

- Mach P.*: Měnová krize z hlediska změn devizových rezerv,* Sborník CEP. 09. 05. 2000,
dostupný z: http://www.petrmach.cz/cze/prispevek.php?ID=152

- Singer M.: *Měnový kurz a česká ekonomika,* Appia Praha, 17. 1 2008,
dostupné z:
http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20080117_appia.pdf

- Sobíšek P.: *O silné koruně aneb svému osudu neunikneš,* Blog.iHNed.cz, 18. 7. 2008,
dostupné z:
http://blog.ihned.cz/c3-26016410-YSobis_d-o-silne-korune-aneb-svemu-osudu-neuniknes

- Šnajdr D.: *Spanilá cesta české koruny,* 19. 2. 2008,
dostupné z: http://investujeme.cz/clanky/spanila-cesta-ceske-koruny/

[Seznam grafů]

Graf 1 Vývoj české koruny k dolaru od roku 1993 do počátku roku 2010, čtrtletně 21
Graf 2 Vývoj CZK/EUR a CZK/USD od roku 1993 do počátku roku 2010, čtvrtletně 23
Graf 3 Vývoj kurzu dolaru k euru do roku 2010 25
Graf 4 Nominální a reálný efektivní kurz ČR od roku 1993 do roku 20010; v %; klasifikace SITC 28
Graf 5 Vývoj platební bilance celkově a v dílčích saldech od roku 1993 do roku 2009; v mld. Kč 29
Graf 6 Běžný účet a jeho struktura za období 1993 až 2009; v mld. Kč 30
Graf 7 Bilance běžných převodů od roku 1993 do roku 2009, v mld. Kč 33
Graf 8 Finanční účet od roku 1993 do roku 2009; v mld. Kč 36
Graf 9 Změna devizových rezerv ve srovnání s ukazatelem Krytí dovozu zboží a služeb DR (v měsících) 38
Graf 10 Vývoj čisté investiční pozice (v mld. Kč) a relativního ukazatele čisté investiční pozice/HDP (v %) do roku 2009; 39
Graf 11 Srovnání zahraniční zadluženosti a dluhové služby (v mld. Kč) a jejich relativní ukazatele – v %) 41
Graf 12 Vliv některých položek platební bilance na vnější rovnováhu ČR 42
Graf 13 Hlavní kurzové události koruny k euru, čtvrtletní vývoj 43
Graf 14 Trendy nasčítaných sald výkonové bilance, bilance běžného účtu a bilance běžného účtu spojené s přímými zahraničními investicemi versus trend nominálního kurzu koruny 46

[Seznam tabulek]

Tabulka 1 Vývoj a struktura služeb od roku 1998 do roku 2009, v mld. Kč. 32
Tabulka 2 Struktura bilance výnosů v roce 2009; v mld. Kč 34