Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta financí a účetnictví

Katedra měnové teorie a politiky

studijní obor: Finance

Kvantitativní uvolňování Fedu a dolarové zadlužení emerging ekonomik

Autorka diplomové práce: Bc. Lenka Šaňková

Vedoucí diplomové práce: doc. Ing. Karel Brůna, Ph.D.

Rok obhajoby: 2017

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že diplomovou práci práci na téma „Kvantitativní uvolňování Fedu a dolarové zadlužení emerging ekonomik“ jsem vypracovala samostatně a veškerou použitou literaturu a další prameny jsem řádně označila a uvedla v přiloženém seznamu.

V Praze dne……

Poděkování

Ráda bych touto cestou poděkovala Doc. Ing. Karlovi Brůnovi, Ph.D. za jeho cenný čas, který věnoval vedení mé diplomové práce a za to, že mi tak pomohl rozšířit hranice mého poznání. Díky patří i mému manželovi Jakubovi a rodičům za psychickou i materiální podporu během mého studia.

Abstrakt

Tato diplomová práce se zabývá vlivem nekonveční měnové politiky prováděné americkou centrální bankou na dolarové zadlužení Brazílie, Indie, Mexika a Číny. V práci je teoreticky rozebráno zadlužení emerging ekonomik s důrazem na jeho vznik, udržitelnost a vliv na platební bilanci a investiční pozici země. Dále práce popisuje kvantitativní uvolňování Fedu, jeho transmisní mechanismus, jednotlivé etapy a dopad na ekonomiku USA. V závěrečné části je teoreticky metodou dedukce odvozen vliv kvantitativního uvolňování na dolarové zadlužení emerging ekonomik a následně jsou teoretické závěry porovnány se skutečným vývojem.

Klíčová slova: kvantitativní uvolňování, emerging ekonomiky, zahraniční zadlužení, udržitelnost zahraničního zadlužení

JEL klasifikace: E52, F34, F65

Abstract

This diploma thesis is focused on impact of unconventional monetary policy of central bank of The United States of America on dollar indebtness of Brazil, India, Mexico and China. Firstly it sumarises external indebtness of emerging economies with a focus on its origin, sustainability and its impact on balance of payments and international investment position. Then it describes the quantitative easing of the Fed with a focus on transmision mechanism of quantitative easing, periods of quantitative easing and its impact on US economy. In the last part of the thesis is derived the impact of quantitative easing on dollar external indebtness of emerging markets by the method of deduction. Conclusions are confronted with the real developement of an indebtness.

Keywords: Quantitative easing, emerging economies, external debt, external debt sustainability

JEL classification: E52, F34, F65

Obsah

ÚVOD **3**

1 TEORETICKÉ ASPEKTY ZAHRANIČNÍHO ZADLUŽENÍ EMERGING EKONOMIK **5**

1.1 CHARAKTERISTIKA EMERGING EKONOMIK 5

1.1.1 Země BRICS *9*

1.2 ZAHRANIČNÍ ZADLUŽENÍ EMERGING EKONOMIK 11

1.2.1 Udržitelnost zahraničního zadlužení *12*

1.2.2 Dolarové zadlužení emerging ekonomik *15*

1.3 VLIV ZAHRANIČNÍHO ZADLUŽENÍ NA PLATEBNÍ BILANCI A INVESTIČNÍ POZICI ZEMĚ 19

1.3.1 Vliv na platební bilanci *19*

1.3.2 Vliv na investiční pozici země *23*

2 KVANTITATIVNÍ UVOLŇOVÁNÍ FEDU JAKO VÝZNAMNÝ PODNĚT PRO SVĚTOVÉ FINANČNÍ TRHY **25**

2.1 NEKONVENČNÍ MĚNOVÁ POLITIKA 28

2.2 TRANSMISNÍ MECHANISMUS KVANTITATIVNÍHO UVOLŇOVÁNÍ 31

2.2.1 Nástroj *31*

2.2.2 Transmisní kanály *32*

2.2.3 Konečné cíle *37*

2.3 ETAPY KVANTITATIVNÍHO UVOLŇOVÁNÍ FEDU 38

2.4 DOPADY KVANTITATIVNÍHO UVOLŇOVÁNÍ NA EKONOMIKU USA 40

2.4.1 Možné negativní dopady *40*

2.4.2 Skutečné dopady na americkou ekonomiku *41*

3 VLIV KVANTITATIVNÍHO UVOLŇOVÁNÍ FEDU NA DOLAROVÉ ZADLUŽENÍ EMERGING EKONOMIK **44**

3.1 TEORETICKÉ DOPADY 44

3.2 SLEDOVANÉ INDIKÁTORY 46

3.3 BRAZÍLIE 48

3.3.1 Zahraniční zadlužení Brazílie *50*

3.4 MEXIKO 56

3.4.1 Zahraniční zadlužení Mexika *59*

3.5 INDIE 65

3.5.1 Zahraniční zadlužení Indie *67*

3.6 ČÍNA 73

3.6.1 Zahraniční zadlužení Číny *75*

ZÁVĚR **81**

LITERATURA ..... **A**

Internetové zdroje ..... *G*

SEZNAM GRAFŮ ..... **I**

Úvod

Finanční a ekonomická krize, která vypukla na začátku 21. století, přivedla Federální rezervní systém (dále jen Fed) k použití nekonvenční měnové politiky v podobě kvantitativního uvolňování. Tato politika však neměla vliv pouze na zvýšení likvidity amerického finančního sektoru či na americkou ekonomiku.

Pro dnešní svět je charakteristická globalizace, díky které se kvantitativní uvolňování Fedu mohlo projevit i v jiných částech světa. Nejen díky stále větší provázanosti světového finančního trhu, ale i díky postavení dolaru na měnovém trhu. Velká část amerického oběživa se nenachází ve Spojených státech amerických, nýbrž jinde ve světě. Měnová politika Fedu tak má nepochybně světový význam. Investoři díky kvantitativnímu uvolňování přišli o zisky z poměrně bezpečných aktiv, a tak museli hledat výnosnější alternativy, které jsou však spojené s větším rizikem. Kapitál se tak začal přesouvat po celém světě.

Téma mé diplomové práce jsem zvolila, protože jsem chtěla navázat na svou bakalářskou práci, ve které jsem sledovala kroky měnové politiky Fedu po finanční krizi. V Diplomové práci bych se chtěla zaměřit na dopady této měnové politiky na jiné země, a to konkrétně na emerging ekonomiky, země dohánějící ty vyspělé. Konkrétně bych chtěla zkoumat dopad kvantitativního uvolňování Fedu na zahraniční zadlužení Brazílie, Mexika, Indie a Číny a vývoj dolarového zahraničního zadlužení těchto zemí.

Emerging ekonomiky investorům nabízí jimi žádaný vyšší zisk za cenu vyššího rizika. Jejich chronický deficit běžného účtu platební bilance vyžaduje financování zahraničním kapitálem, jelikož tyto země nejsou schopny ve své ekonomice vytvořit dostatek úspor. Zahraniční kapitál však země musí využívat s rozmyslem, aby z investic byla schopna půjčky splácet.

Cílem této diplomové práce je zjistit, jaký dopad mělo kvantitativní uvolňování Federálního rezervního systému na rozvíjející se ekonomiky, speciálně na jejich dolarové zadlužení. V první části práce bych se ráda zaměřila na emerging ekonomiky, vznik a udržitelnost zahraničního zadlužení a dopady zahraničního zadlužení na platební bilanci a investiční pozici země. Ve druhé části práce bych chtěla popsat transmisní mechanismus kvantitativního uvolňování, jednotlivé etapy kvantitativního uvolňování Fedu a jeho dopad na americkou ekonomiku. Ve třetí, poslední části, bych pak chtěla prostřednictvím dedukce dospět k odhalení vazby mezi kvantitativním uvolňováním Fedu a dolarovým zadlužením emerging ekonomik a tuto dedukci pak ověřit na skutečném vývoji ekonomických veličin Brazílie, Mexika, Indie a Číny.

1 Teoretické aspekty zahraničního zadlužení emerging ekonomik

1.1 Charakteristika emerging ekonomik

Pokud bychom hledali striktní definici pro emerging ekonomiky, pak bychom narazili na problém. Tyto země jsou velice různorodé, ať už co se týká počtu obyvatel, rozlohy, struktury rozdělení bohatství v zemi, struktury produkce či exportu. Posuzování a rozlišování ekonomik na rozvinuté a rozvíjející je sice založeno na vybraných ekonomických ukazatelích a statistických datech, ale přístup k těmto ukazatelům a jejich kombinaci v jednotlivých zemích by měl být velmi individualizovaný.

Mezinárodní měnový fond (dále IMF) rozlišuje mezi rozvinutými ekonomikami a emerging ekonomikami na základě tří základních ekonomických ukazatelů, a to HDP přepočtené na obyvatele, struktura exportu a stupeň integrace země do globálního finančního systému. Některé země mohou vykazovat vysoké HDP, avšak v jejich exportu se z valné většiny objevuje nějaká strategická surovina, jako například ropa. Tvoří-li strategická surovina více než 50 % exportu, pak IMF tuto zemi zpravidla[1] nezahrnuje mezi rozvinuté. Třetí, finanční kritérium sleduje postavení země na globálním finančním trhu. Sleduje, zda je země ve věřitelském či dlužnickém postavení. Dlužnické země jsou dále rozděleny na těžce zadlužené chudé ekonomiky a nízkopříjmové rozvojové země. Mezi čisté dlužnické země jsou zahrnuty ty, jejichž čistá investiční pozice země je záporná či jejichž běžný účet platební bilance byl v deficitu. IMF také přihlíží ke zkušenostem země s obsluhou dluhu (IMF, 2016).

Světová banka země rozděluje do skupin dle hrubého národního produktu přepočteného na obyvatele. Země dělí na ekonomiky s nízkým, středním a vysokým důchodem. Sama Světová banka však upozorňuje, že dle tohoto dělení nelze přesně určit, která země je rozvíjející se.

Dle investorských internetových serverů[2] lze za emerging ekonomiky označit takové, které se vyznačují výrazným ekonomickým potenciálem, mnohdy výrazným ekonomickým růstem, který je však nadměrně volatilní. Investice v těchto zemích skrývá potenciálně vysoké zisky, avšak za úměrně vysoká podstoupená rizika (ekonomické, politické či měnové riziko).

---

[1] Mezinárodní měnový fond se na jednotlivé země dívá individuálně a sleduje kombinaci všech třech kritérií.
[2] Patria, Business dictionary; distupné z: https://www.patria.cz/slovnik/197/emerging-markets-rozvijejici-se-trhy.html a http://www.businessdictionary.com/definition/emerging-economies.html .

Emerging ekonomiky mají několik společných rysů. Prvním je koloniální historie. Ta ovlivňovala strukturu exportu z těchto zemí, která byla zaměřena zejména na export strategických surovin, a to zejména do země, pod kterou kolonie spadala. Pří růstu cen exportovaných surovin může docházet k apreciaci domácí měny, což znevýhodní ostatní export a při následném poklesu cen komodit má země problém se sníženým objemem exportu.

Dalším rysem je vysoký podíl zemědělství v ekonomice. Prvotní snahy o přiblížení se vyspělým ekonomikám byly často založeny na strategii importně substituční industrializace[3], avšak pro přiblížení se vyspělým ekonomikám by byl vhodnější import technologií, kapitálových a investičních statků.

V emerging ekonomikách roste populace rychleji než v ekonomikách vyspělých, proto aby se HDP přepočtené na obyvatele přiblížilo vyspělým zemím, měla by být míra růstu HDP vyšší než ve vyspělých zemích. V emerging ekonomikách panuje vysoká míra nerovnosti v přerozdělení bohatství, tento problém je markantní zejména v zemích Latinské Ameriky. Na rozdíl od vyspělých zemí se díky růstu populace vláda nemusí zabývat otázkou stárnutí populace.

Pro mnohé investory je překážkou další rys, a to vysoká míra zapojení vlády do ekonomiky. Vláda mnohdy zasahuje do zahraničního obchodu, vlastní velké společnosti, vyžaduje velkou míru kontroly nad velkými průmyslovými společnostmi nebo například přímo regulatorně zasahuje do finančních transakcí.

[3] Snaha začít vyrábět v domácí ekonomice produkty, které byly dosud dováženy.

Finanční trhy emerging ekonomik často nejsou příliš efektivní. Finanční trh je základní zprostředkovatel mezi subjekty s přebytkem a s nedostatkem kapitálu, proto je třeba, aby byl funkční a stabilní. Roli ve funkčnosti finančního trhu hraje míra volnosti vstupu do finančního odvětví, míra konkurence na finančním trhu, vlastnictví největších bank, rozvinutost nebankovních zprostředkovatelů či existence dílčích segmentů finančního trhu. Nejen na finančním trhu, ale v celé ekonomice je vysoká míra korupce. Nejen díky ní byly ve finančním sektoru mnohdy poskytnuty úvěry, které by za normálních okolností poskytnuty nebyly. Dalším problémem finančních trhů v těchto zemích je jejich nízká likvidita. Finanční krize vedla k rozvoji trhů s deriváty[4], zejména měnovými, a prohloubení dluhopisového trhu, zejména části s podnikovými dluhopisy. V Číně a Indii hrají stále velkou roli banky vlastněné státem, i když v Indii v menší míře. Na jednu stranu na tyto banky bývá pohlíženo jako na prostředníky vládních politik, kdy financují preferované ekonomické odvětví. V krizi však při zamrznutí ostatních institucí finančního trhu mohou napomoci při fungování trhu. Pokud by se podařilo zmírnit uplatňování politik skrze tyto banky a bylo by zachováno státní vlastnictví, tyto banky by mohly plně konkurovat bankám soukromým, jako například The State bank of India (Kawai a Prasad, 2011).

Regulace finančních trhů se v emerging ekonomikách zaměřuje spíše na regulaci jednotlivých institucí a optimalizace systematického rizika bývá podhodnocená. Ovšem ani regulace institucí není ještě zcela efektivní. Zásadní by pro emerging ekonomiky mělo být zavedení vhodných modelů pro oceňování rizik. Další oblastí, kterou se vládní představitelé emerging ekonomik snaží ošetřit, je právní rámec fungování finančního trhu. Problémem regulace je i nedostatek kvalifikované pracovní síly pro dohledové instituce a velké množství dohledových a regulačních institucí, kdy vzniká prostor pro neefektivní dohled a regulaci (Kawai, Prasad, 2011).

[4] Například v Indii bylo v roce 2010 povoleno obchodování s CDS.

Problém neefektivních a nedostatečně regulovaných finančních trhů souvisí i s přílivem zahraničního kapitálu do země. S liberalizací mezinárodního finančního trhu a rozvojem mezinárodní diverzifikace portfolia narostla velikost hrubých kapitálových toků mezi zeměmi. Mnoho emerging ekonomik v devadesátých letech přijalo tržně orientované reformy a otevřelo se přílivu soukromých zahraničních investic do země. Investoři v nich viděli velký potenciál, a tak do těchto zemí začal proudit soukromý kapitál v různých formách (od dlouhodobých majetkových přímých zahraničních investic až po spekulativní dluhový kapitál).

Emerging ekonomiky mají často fixovaný kurz či kurz, do kterého výrazně zasahuje stát. Jedním z důvodů jsou obavy z přílišné volatility kurzu a možnost kontroly inflace, která by při volně plovoucím kurzu mohla narůstat, dále pak podpora exportních odvětví ekonomiky. Měnové krize devadesátých let minulého století však některé emerging ekonomiky donutily kurz uvolnit. Vysoké domácí úrokové sazby a pozitivní ekonomický výhled do dalších let přilákaly kapitál zahraničních investorů zejména v podobě portfoliových investic. I přes deficity běžného účtu byla platební bilance díky zahraničním investicím v přebytku. Avšak zahraniční kapitál v emerging ekonomikách byl zejména tzv. „horký kapitál“, který jak rychle přijde, může i rychle odejít. Investoři vyhodnotili tyto země jako předlužené, začali očekávat znehodnocení kurzu, a tak do těchto zemí přestal proudit kapitál a docházelo i k jeho odlivu ze země. Na tento odliv nestihla včas zareagovat fiskální a měnová politika, což ještě více prohlubovalo nejistotu investorů. Ekonomiky tak byly nuceny uvolnit měnový kurz. Po překonání měnových krizí však některé ekonomiky viděli cestu v růstu míry domácích úspor a rozvoji exportních odvětví ekonomiky, k čemuž opět potřebovaly podhodnocený kurz domácí měny (Cihelková a kol., 2009).

Z hlediska využití zahraničního kapitálu můžeme u emerging ekonomik pozorovat nedostatečnou kapitálovou zásobu, která by mohla být doplněna zvýšením úspor domácností, které budou použity na nákup kapitálových statků. V těchto ekonomikách však můžeme pozorovat nedostatek domácích úspor, které tak musí být nahrazovány zahraničním kapitálem. Dalším problémem je nízká produktivita práce. Tu lze zvyšovat zdokonalováním výrobních technologií, zvýšením pracovní zručnosti či růstem vybavenosti práce kapitálem. To vše však opět vyžaduje zvýšenou míru investic. Vyšší míra potřebných investic a nízká míra domácích úspor může být určitou dobu řešena deficitem běžného účtu platební bilance.

1.1.1 Země BRICS

Pokud začneme konkrétně jmenovat příklady takovýchto zemí, pak je v první řadě třeba zmínit země BRICS (Brazílie, Rusko, Indie, Čína a Jihoafrická republika), dále pak například Mexiko, Turecko, Indonésii či Saudská Arábii.

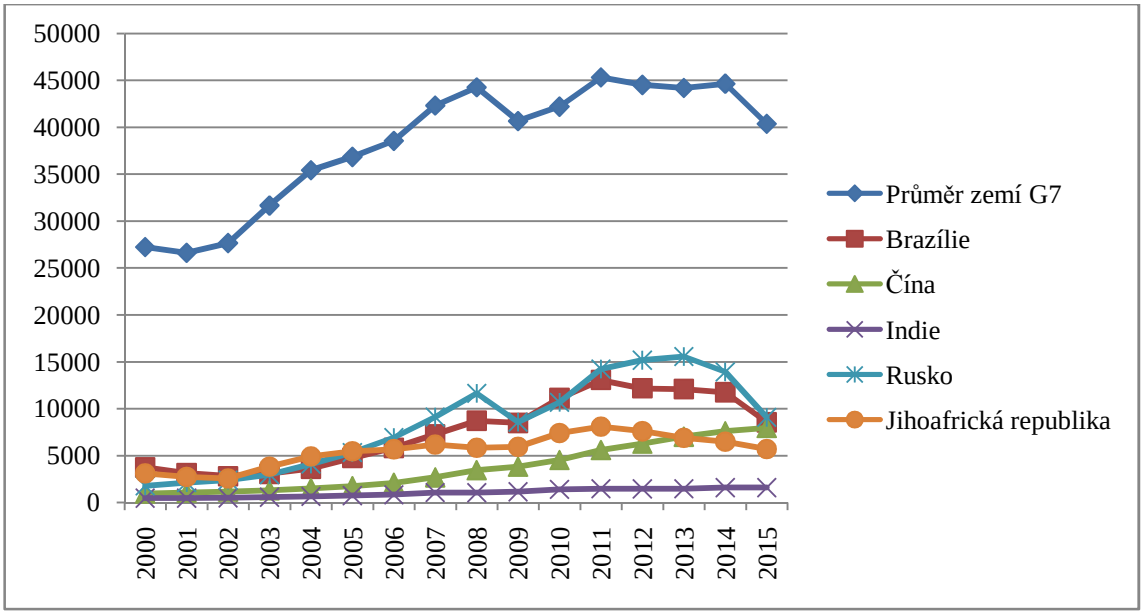
Jako první použil zkratku BRIC britský ekonom Goldman Sachs Jim O'Neill ve svém článku[5] z roku 2001. Tyto země vybral O'Neill z toho důvodu, že díky jejich tempu reálného ekonomického růstu by tyto země mohly do padesáti let překonat ekonomicky nejvyspělejší země světa formující se ve skupině G-7. Do zkratky bylo v roce 2011 připojeno i písmeno S pro Jihoafrickou republiku. Z ruské iniciativy se ministři zahraničních věcí těchto zemí od roku 2009 začaly scházet na summitech obdobných summitům G-7.

V současnosti země BRICS tvoří dohromady 30 % světového HDP a podílí se na světovém obchodu sedmnácti procenty. Tyto ekonomiky mají nejen velký ekonomický potenciál, ale i výrazný demografický vývoj. Sečteme-li obyvatele těchto pěti zemí, pak dostaneme 43 % světové populace, což představuje velkou potencionální poptávku.[6] Dalším prvkem, který zvyšuje potenciál těchto zemí, je významná zásoba strategických přírodních surovin.

Ačkoli lze země BRICS díky ukazateli meziroční změny HDP označit jako konkurenceschopné zemím G7 či dokonce jako země, které G7 již předběhly, díky jejich velké populaci po přepočtení HDP na obyvatele země BRICS za zeměmi G7 stále značně zaostávají a některé i divergují, což je vidět na grafu číslo jedna.

[5] GoldmanSachs: BuildingBetterGlobalEconomicBRICs. [online]. [cit. 2016-11-19]. Dostupné z: http://www.goldmansachs.com/our-thinking/archive/archive-pdfs/build-better-brics.pdf

[6] http://brics2016.gov.in/content/innerpage/about-usphp.php



Graf 1: HDP přepočtené na obyvatele v letech 1990-2014 v USD. Přepočteno paritou kupní síly.

Zdroj: The World Bank[7], vlastní zpracování

Aby emerging ekonomiky byly schopny dohnat ty vyspělé, měly by akumulovat více kapitálu, tedy zvyšovat míru investic v ekonomice. Zvyšující se míra investic by měla být vyvážena růstem úspor, avšak nerovnováha mezi investicemi a úsporami může být poměrně po dlouhou dobu řešena deficitem běžného účtu. Pokud rozvíjející se země dokáží něco uspořit, pak většina objemu úspor připadne na investice související s rostoucí populací jako například bydlení. Pokud po odečtení investic pokrývajících růst obyvatelstva ještě zůstanou nějaké úspory, je další otázkou, do jakých investic jsou tyto úspory vloženy. Je třeba investovat do produktivního kapitálu, díky kterému země dosáhne ekonomického růstu. Je-li emerging ekonomika otevřená, pak je další možností, jak investovat, zadlužit se v zahraničí (Samuelson, Nordhaus 2013).

[7] Dostupné z http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.PP.CD?view=chart

1.2 Zahraniční zadlužení emerging ekonomik

Zahraniční zadlužení země bude patrné ze salda běžného účtu platební bilance. Saldo běžného účtu v podstatě zobrazuje rozdíl mezi výší hrubých domácích úspor a hrubých domácích investic. Bude-li saldo běžného účtu záporné, pak hrubé domácí investice převyšují hrubé domácí úspory a deficit musí být vyrovnán kreditními položkami kapitálového účtu či do země musí proudit kapitál ze zahraničí. Ten se projeví zejména na finančním účtu platební bilance. Zahraniční zadlužení je tedy jednou ze dvou typů přílivu zahraničního kapitálu. Do země může přitékat majetkový kapitál v podobě přímých zahraničních investic či dluhový kapitál v podobě portfoliových[8] či ostatních investic. Příliv dluhového kapitálu umožňuje zemi spotřebovávat a investovat nad hranici domácí produkce. Kumulací přílivu dluhového kapitálu pak dostáváme zahraniční zadlužení. Potřeba emerging ekonomik zadlužit se na mezinárodních finančních trzích tedy vyplývá z chronického deficitu běžného účtu platební bilance, který není doprovázen adekvátní tvorbou úspor v domácí ekonomice a adekvátní velikostí transferů, čistých výnosů a zahraničních investic nedluhového charakteru. Problém může souviset i se zaostalým či neefektivním finančním trhem, který není schopen transformovat domácí úspory do investic. Subjekty, které potřebují kapitál, jsou tak odkázány na zahraniční finanční trhy.

Subjekty se zadluží v cizí měně, jelikož je to pro ně ekonomicky výhodnější, než dluh v měně domácí. Tyto subjekty uvažují zejména na bázi carry trade, kdy subjekty využívají úrokového diferenciálu[9] mezi zeměmi, který má trvalejší charakter. Subjekty věří v apreciaci domácí měny, díky které pro ně bude splácení zahraničního úvěru snazší. Dalším důvodem, proč se subjekty zadlužují v zahraniční měně, může být zaostalost či neefektivnost místních finančních trhů. Subjekty jsou tak odkázány na zahraniční trhy, avšak investoři v rámci ochrany před kurzovým rizikem těmto subjektům nepůjčí v měně emerging ekonomiky.

[8] Ne všechny portfoliové investice jsou dluhové.
[9] Jedná se o situaci, kdy neplatí nekrytá úroková parita.

Zahraniční zadlužení nemusí představovat problém. Problémem se ovšem stává, pokud bude zahraniční kapitál využit neefektivně. Je třeba, aby využití kapitálu přinášelo takové výnosy, aby minimálně pokryly náklady kapitálu. Zahraniční kapitál mířící do rozšiřování exportních kapacit bude skrze přebytek čistého exportu splácet náklady na kapitál a pokrývat tak deficit bilance prvotních důchodů. Bude-li toto platit, zahraniční zadlužení po určitém čase zastaví růst, a to na úrovni, která zajišťuje jeho ekonomickou udržitelnost, země následně přejde do fáze umořování zahraničního dluhu, kdy velikost zahraničního dluhu bude klesat relativně k HDP. Problémem je využití zahraničního kapitálu na spotřebu či investice do neproduktivního sektoru. Toto využití přináší hrozbu rostoucího zadlužení na ekonomicky neudržitelnou úroveň. S rostoucím zadlužením rostou i úrokové sazby, za které si země půjčuje (Klein, 1994).

1.2.1 Udržitelnost zahraničního zadlužení

Otázkou však je, do jaké míry se může země zadlužit, aniž by zadlužení mělo negativní dopad na ekonomiku. Teoretické koncepty udržitelnosti zadluženosti můžeme rozdělit do dvou hlavních proudů. První proud se snaží prostřednictvím ekonometrických modelů nalézt konkrétní hranici zadlužení, od které začnou převažovat negativní dopady zadlužení nad těmi pozitivními. Tyto modely[10] vychází z tzv. dluhové Lafferovy křivky, která vyjadřuje vztah mezi velikostí zahraničního zadlužení a pravděpodobností jeho splacení. V první části dluhové Lafferovy křivky alespoň část dluhových zdrojů financuje produktivní investice a roste tak kapitálová zásoba a dochází k ekonomickému růstu země. V této části křivky se očekává, že s rostoucím zadlužením bude růst i schopnost země tyto dluhy splatit. Od určitého bodu však negativní vlivy zahraničního zadlužení převýší ty pozitivní a pravděpodobnost splacení dluhu začne s růstem zadlužení klesat, ekonomický růst se začne zpomalovat či dojde k ekonomickému poklesu. Ekonometrické studie založené na dluhové Lafferově křivce se však neshodují ve tvaru křivky a na bodu změny jejího sklonu. Shodují se však na skutečnosti, že zlom dluhové Lafferovy křivky je u rozvíjejících se ekonomik na úrovni nižšího zadlužení než u ekonomik vyspělých. Z tohoto proudu vychází posuzování udržitelnosti zadlužení u velmi chudých zemí.

[10] Například: Schclarek (2004), Prasad et al. (2006), Clements et al. (2004)

Druhým proudem[11] je zkoumání udržitelnosti dluhu dle tzv. účetního přístupu k dluhové udržitelnosti, který se zabývá dynamikou zadlužení. Dle IMF (2003) lze za dluhovou udržitelnost označit situaci, kdy je dlužník způsobilý plnit své dlouhodobé finanční závazky bez nerealisticky vysokých úprav mezi jeho příjmy a výdaji. Dle tohoto přístupu je třeba rozlišovat mezi zadlužeností vnitřní (fiskální) a vnější a přistupovat k nim odlišně při posuzování její udržitelnosti. Při posuzování vnějšího zadlužení nás zajímá nejen, zda je ekonomika schopna tvořit adekvátní úspory, ale i schopnost získat zahraniční měnu. Todaro a Smith (2009) definují pojem základní transfer[12] jako rozdíl mezi čistým kapitálovým přílivem[13] do země a splátky úroků již existujících dluhů. Čistý kapitálový příliv je dán rozdílem mezi hrubým kapitálovým přílivem a splátkami jistiny dluhu. Základní transfer vyjadřuje množství zahraničního kapitálu, které země získá či poskytne během určitého časového období. Jestliže výrazem BT označíme základní transfer, d je míra nárůstu celkového zahraničního zadlužení, D celková výše zahraničního dluhu a r průměrná úroková míra placená za zahraniční dluh, pak lze základní transfer zapsat rovnicí.

$$(1) \qquad BT = dD - rD = (d-r)\,D$$

Tento model je značně zjednodušený, jelikož v podstatě říká, že zahraniční úvěry by měly vygenerovat dostatek prostředků pro splacení jak jistiny dluhu, tak i úroků z něj. Udržitelnost zahraničního dluhu je tak dána dostupností deviz v ekonomice, tedy zejména vývojem platební bilance, zejména salda běžného účtu platební bilance. Definici dlouhodobé udržitelnosti dluhu od IMF lze tedy modifikovat pro dlouhodobou udržitelnost dluhu vnějšího, jako situaci, kdy je dlužník schopen plnit své zahraniční závazky bez nerealisticky vysokých korekcí exportu a importu. Budeme-li k problému přistupovat z intertemporálního hlediska, pak lze za udržitelnou zadluženost označit takovou, kdy čistá současná hodnota budoucích přebytků výkonové bilance je minimálně stejná jako výše dluhu.

[11] Například Akyuz, 2007.
[12] V originále basic transfer.
[13] Či odliv v závislosti na tom, zda je země dlužníkem či věřitelem.

I tato teorie však má své zápory. Ve své podstatě splývá pojem udržitelnost a solventnost, dluh se stane neudržitelný až v okamžiku, kdy se dlužník stane nesolventní. Na udržitelnost dluhu však mají vliv i jiné faktory jako například likvidita či politické prostředí. Dalším problémem je nejistota proměnných v modelu, a to zejména exportu, který může být u emerging ekonomik proměnlivý v návaznosti na vývoj cen na komoditních trzích. Dle této teorie je vhodné sledovat určité indikátory, jako podíl vnějšího dluhu na exportech či nominální hodnotu dluhu poměřenou k HDP. I u těchto indikátorů však pozorujeme nejednotné vyjádření hraničních hodnot.

K analýze udržitelnosti dluhu je zapotřebí přistupovat dle individuálních faktorů jednotlivých zemí. Je třeba sledovat nejen solventnost, ale i likviditu, vývoj situace na trhu, strukturu dluhu dle doby splatnosti a měnovou kompozici celkového dluhu. Likviditu lze sledovat například prostřednictvím poměru dluhové služby na exportech, HDP či devizových rezervách země. Má-li země přístup na mezinárodní finanční trhy, pak je vhodné sledovat například spread mezi úrokovou mírou vládních dluhopisů emerging ekonomiky a vládních dluhopisů například USA. Další možností je zahrnutí hodnocení ratingových agentur do analýzy udržitelnosti zadlužení. Spready či ratingy odráží více faktorů působících na zadlužení, proto se tyto ukazatele nazývají tzv. ukazateli kompozitními. Struktura dluhu dle splatnosti je důležitá zejména při sledování ve vztahu s očekávanými příjmy a jejich splatnostmi. Obecně lze říci, že dluh složený z dluhů s kratší splatností je rizikovější než jeden dluh se splatností delší, jelikož je zde refinanční riziko. Můžeme sledovat například poměr krátkodobého dluhu k dluhu dlouhodobému. Je třeba sledovat i vývoj měnových kurzů domácí měny vůči měnám, ve kterých je zahraniční dluh denominován a sledovat, zda této měnové kompozici odpovídá i složení devizových rezerv země.

Roli hraje i velikost zadlužení. Čím více je země zadlužena, tím více bude náchylná na makroekonomické šoky. To se promítne ve zvýšení úrokových sazeb[14] či v prosté odmítnutí věřitelů dále financovat zemi. V takové situaci musí země snižovat soukromé investice, vládní výdaje či snižovat spotřebu a zvyšovat domácí úspory. Díky tomu se bude snižovat import do emerging ekonomik a započnou přizpůsobovací mechanismy, a to zejména kurzový a důchodový, v dlouhém období pak cenový a mzdový, díky kterým se obnoví mezinárodní konkurenceschopnost takto zadlužených zemí.

[14] Což způsobuje růst refinančního rizika.

Nadměrné zadlužení může být způsobeno i vládním sektorem. Pokud vláda není schopna kontrolovat fiskální deficity, pak je země mnohem náchylnější k dluhové krizi. Zhoršování stavu veřejných financí má několik příčin. Zaprvé, emerging ekonomiky často oplývají nerostným bohatstvím. Zvedne-li se cena komodit na světovém trhu, pak rostou i vládní příjmy z daní z těchto komodit. Tyto prostředky jsou však dále využity ke spotřebě či investicím v neproduktivním sektoru. Zadruhé, budou-li růst ceny komodit, pak díky politickým tlakům může dojít k tomu, že vládní výdaje převýší výnosy z daní z těchto komodit. Navíc pokud některá vláda bude mít fiskální deficit, pak je v následujících letech politicky velmi obtížné prosadit fiskální přebytek či vyrovnaný rozpočet. Velkým problémem se zahraniční zadlužení vládního sektoru stává v kombinaci s neudržitelnou čistou investiční pozicí země (tzv. mezinárodní předlužení).

1.2.2 Dolarové zadlužení emerging ekonomik

Problémem emerging ekonomik však není pouze zahraniční zadlužení jako takové, avšak zadlužení v cizí měně a vůči nerezidentům. Bude-li se jednat o nerezidenty, pak je zde větší refinanční riziko díky snížené míře loajality věřitele vůči dlužníkovi. Většina půjček mířících do emerging ekonomik je denominována v americkém dolaru, japonském jenu, euru, švýcarském franku, britské libře či například kanadském dolaru, tedy v měnách vyspělých ekonomik. Takový dluh je zatížen kurzovým rizikem. Externí závazky jsou denominovány v dolarech, avšak pokud má země deficit běžného účtu či nesplácí dluh přílivem majetkového kapitálu, pak příjmy, z kterých budou tyto dluhy spláceny, jsou v měně domácí. Pokud zemi nebude adekvátně růst čistý export, který by mohl generovat cizoměnové výnosy ke splacení dluhu[15], je zde kurzové riziko. Bude-li se platební bilance emerging ekonomiky zhoršovat, pak bude její měna s velkou pravděpodobností depreciovat. Hrubý domácí produkt přepočtený na dolary tak bude klesat, avšak dolarová hodnota dluhu se měnit nebude. Investoři začnou brát pohyb kurzu jako indikátor pro to, kdy odejít ze země a volatilita kurzu bude způsobovat náhlé odlivy kapitálu ze země, může dojít ke zhoršení běžného účtu platební bilance a nakonec k sebevyplňující měnové a dluhové krizi.

[15] Za takto vzniklé úspory by bylo možné na devizovém trhu nakoupit cizí měnu a splatit zahraniční dluh.

Zahraniční investoři však nejsou ochotni emerging ekonomikám půjčovat v jejich měně. Tímto problémem se zabývá Eichengreen a Hausmann (2005). Tento problém označují jako „original sin“ čili prvotní hřích, z kterého ústí další problémy. Prvotní hřích má více příčin, mezi které můžeme řadit slabou měnovou a fiskální politiku v emerging ekonomikách, slabou regulaci a dohled finančního trhu či slabou právní ochranu investorů. V emerging ekonomikách se kvalita politik a regulace a dohled finančního trhu odlišují, avšak všechny mají problém získat úvěr v domácí měně, který vyplývá z nízké míry úspor v ekonomice či ze špatného přístupu ke kapitálu v domácí měně emerging ekonomiky (zahraniční poskytovatelé kapitálu nemají přirozené zdroje kapitálu v domácí měně dané země).

Dalším důvodem, může být nízká likvidita měn emerging ekonomik na měnových trzích. V případě šoku investoři mění své chování, často opouští rizikové trhy, což je v případě nelikvidního trhu pomalé a pro investory ztrátové.

Mnohé investory odrazuje od půjček v domácí měně historická zkušenost emerging ekonomik s vysokou inflací a také fiskální marnotratnost. Obavy z inflace však lze vyřešit prostřednictvím dluhu indexovaného na inflaci, kdy bude dluhová služba reagovat na inflaci. Autoři upozorňují na fakt, že země, které jsou schopny si na mezinárodním finančním trhu ve vlastní měně, jsou rovněž schopni získat úvěry s dlouhodobou splatností a fixní sazbou uvnitř ekonomiky. Některé země jsou dokonce schopny půjčit si od domácích investorů, avšak zahraniční investoři jejich dluhy držet nechtějí (například Indie). Tento fakt nasvědčuje tomu, že za rozhodnutím investorů nepůjčit emerging ekonomikám ve vlastní měně stojí více než obava z vyvlastnění dluhu či z inflace.

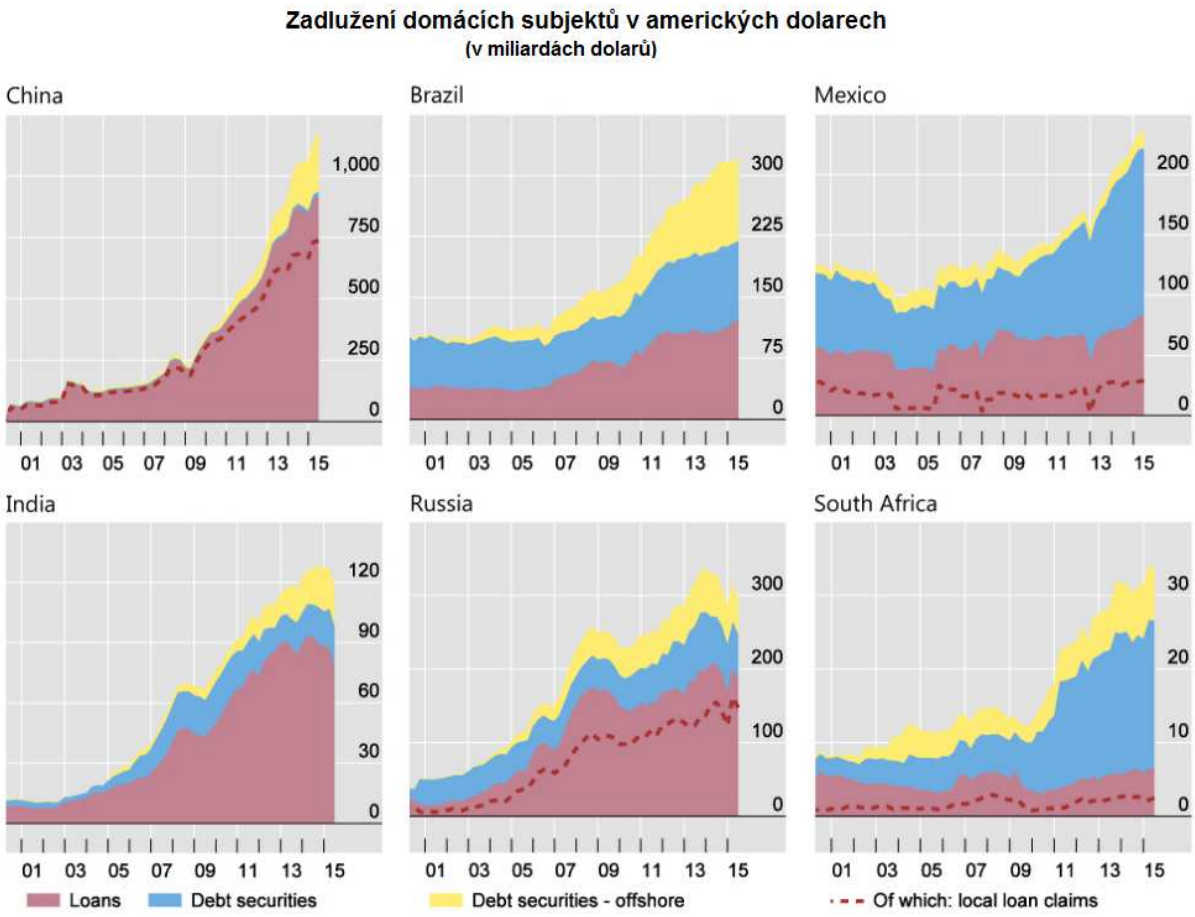
Vliv na měnu, ve které budou domácí subjekty poptávat úvěr, má i měnová politika centrálních bank emerging ekonomik. Hausmann (2005) udává příklad, kdy ekonomiku zasáhne makroekonomický šok, na který lze reagovat prostřednictvím změny úrokových sazeb či změny měnového kurzu a ekonomické subjekty volí mezi závazky v domácí a cizí měně. Subjekty v ekonomice bude zajímat, kterému způsobu absorpce šoku dá centrální banka přednost. Bude-li centrální banka upřednostňovat změnu úrokových sazeb, pak bude bezpečnější půjčka v cizí měně. Naopak pokud centrální banka bude spíše měnit měnový kurz, pak je vhodnější půjčka v domácí měně.

Důsledků jevu, kdy investoři nejsou ochotni zemi půjčovat v její domácí měně, můžeme pozorovat více. Například nestabilita ekonomického výstupu, vysoká volatilita kapitálových toků, vysoká poptávka po devizových rezervách, rozhodování země o výběru kurzového režimu či výše kreditního ratingu země. Díky tomuto jevu je také náročnější provádět efektivní měnovou politiku.

Od roku 2010 výrazně roste dolarové zadlužení emerging ekonomik. V jednotlivých zemích se však liší prostředky, skrze které si země půjčují. Nebankovní subjekty[16] si mohou půjčit zejména prostřednictvím dluhopisů či bankovních půjček. Jak můžeme vidět na grafu číslo 2, významnějším zdrojem jsou bankovní půjčky, i když například v Brazílii či Mexiku tomu tak není. Roli ve volbě prostředku dolarového zadlužení může opět hrát právní rámec finančních vztahů. Dluhopisy denominované v cizí měně se totiž řídí právem země, ve které jsou vydávány.

Celkově v emerging ekonomikách převládá dolarové financování prostřednictvím půjček. Nominálně nejvíce dolarově zadluženou emerging ekonomikou je Čína. Z grafu číslo 2 můžeme vidět, že v Číně dominuje využívání půjček, a to zejména od domácích bank. Poslední čínská data ukazují na zpomalení trendu růstu dolarového zadlužení. I v Indii můžeme pozorovat dominanci zadlužení v amerických dolarech prostřednictvím půjček. Celkově však v této zemi dolarové zadlužení od roku 2013 klesá.

[16] Nebankovní subjekty zahrnují nefinanční společnosti, nebankovní finanční společnosti, domácnosti a vládu.



Graf 2: Zadlužení domácích subjektů v amerických dolarech (v miliardách dolarů)[17]

Zdroj: BIS Quaterly review December 2015: Dollar credit to emerging market economies.[18]

V Latinské Americe můžeme vidět odlišné složení dolarového dluhu. Podstatně větší význam zde mají dluhové cenné papíry. Nárůst zadlužení prostřednictvím tohoto nástroje je patrný od roku 2011. Daleko menší roli zde hrají domácí banky, což může být způsobeno nerozvinutým domácím bankovním sektorem.

[17]Loans – půjčky v amerických dolarech nebankovním rezidentům země, Debtsecurities – nesplacené dluhopisy emitované domácími subjekty denominované v amerických dolarech, Debtsecurities-offshore – nesplacené dluhopisy denominované v amerických dolarech emitované zahraničními subjekty, Ofwhich: localloanclaims – půjčky v amerických dolarech, které jsou poskytovány domácími bankami domácím nebankovním subjektům.
[18] Dostupné z: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1512e.htm

1.3 Vliv zahraničního zadlužení na platební bilanci a investiční pozici země

1.3.1 Vliv na platební bilanci[19]

Saldo běžného účtu je často považováno za nejvýznamnější indikátor rovnováhy země vyplývající z platební bilance, jelikož je-li vyrovnané, pak je platební bilance považována za celkově vyrovnanou. Je-li běžný účet v deficitu, pak země musí tento deficit profinancovat prostřednictvím kreditních položek na kapitálovém účtu či si musí půjčit v zahraničí[20]. Deficit běžného účtu platební bilance může být prohlubován nejen prostřednictvím dalšího zadlužení, avšak i díky dluhové pasti. Rostoucí zahraniční zadlužení se projeví v rostoucích úrocích, které se projeví v prohlubujícím se deficitu běžného účtu platební bilance skrze rostoucí deficit bilance primárních důchodů a tvoří tak tlak na další zadlužení. Kombinace oslabování domácí měny[21] a rostoucího zadlužení může dospět až do stavu dluhové krize země.

Deficit běžného účtu platební bilance vyplývající z rozdílu mezi domácími investicemi a úsporami je však udržitelný jen do určité míry. Mandel a Tomšík (2008, s. 17) definují udržitelnost běžného účtu z pohledu vnější rovnováhy 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 sazeb.“* Avšak určit, zda je stav země ještě udržitelný či nikoli je velmi složitá otázka. Existuje několik indikátorů vnější udržitelnosti a jejich teoreticky stanovené kritické hranice, které nám mohou pomoci na tuto složitou otázku odpovědět. Lze jmenovat například indikátor v podobě poměru deficitu běžného účtu platební bilance k HDP, který by neměl přesáhnout 5 %.

[19] Mandel, Durčáková (2016).
[20] Další možností je vyrovnání prostřednictvím změny devizových rezerv.
[21] Zahraniční zadlužení se pro domácí zemi stává dražší.

1.3.1.1 Vnější rovnováha jako dynamický problém

Vnější rovnováha je však dynamickým problémem. Samuelson a Nordhaus (2013) upozorňují na vývojová stádia rozvíjejících se zemí (tzv. teorie životního cyklu ekonomiky) a odlišný přístup k vnější rovnováze v jednotlivých stádiích vývoje ekonomiky. Státy mezi jednotlivými stádii přechází v návaznosti na aktuální stav zadluženosti a platební bilance.

První kategorií je mladý dlužnický stát. Tato kategorie je charakteristická deficitní bilancí běžného účtu vyplývající z rozdílu mezi domácími investicemi a úsporami, který je vyrovnán kladným čistým přílivem kapitálu a v mnoha případech rostoucím dluhem vůči zahraničí.

Ve druhé fázi se z mladého dlužnického státu stává zralá dlužnická země. Díky přílivu zahraničního kapitálu by mělo dojít k překlopení výkonové bilance do plusových hodnot (sníží se import či se zvýší export). Deficit běžného účtu je u těchto zemí způsoben zejména odlivem prvotních důchodů, který je dán investicemi v předchozích obdobích. Velikost deficitu bilance primárních důchodů je dána mimo úrokové náklady a výnosy i poměrem mezi reinvestovanými a repatriovanými zisky. Reinvestované zisky bývají v této fázi vysoké, jelikož investice začínají být ziskové a motivují tak investory, aby v zemi i nadále investovali. Růst přílivu zahraničního kapitálu se však zpomaluje.

Dále lze rozlišit země splácející své dluhy. Jejich přebytek výkonové bilance stále narůstá, avšak bilance prvotních důchodů je ve výrazném deficitu. Je-li tento deficit vyrovnán přebytkem výkonové bilance, pak nevznikají inflační tlaky a tlaky na depreciaci měny (Mandel a Tomšík, 2008.) Přebytek výkonové bilance těchto zemí dále roste a kapitál začíná pomalu odcházet ze země a dochází ke splácení zahraničního dluhu.

Další dvě kategorie charakterizují země ve věřitelském postavení. Mladá věřitelská země je taková, z níž postupně začínají proudit přímé investice do zahraničí, díky čemuž začíná růst bilance primárních důchodů (rostou příjmy ze zahraničních aktiv). Pokud není domácí výroba spotřebována v dané zemi či nedojde ke stagnaci exportní výkonnosti, výkonová bilance a běžný účet se dostanou do přebytku. Čistá zahraniční dluhová pozice této země přechází do kladných čísel. Rychlost, s kterou se tak stane, však závisí na výši naakumulovaného dluhu z předchozích let. Zralá věřitelská země je taková, jejíž růst deficitu obchodní bilance a růst přebytku výnosové bilance jí dovoluje zůstávat v čisté věřitelské pozici či ji dále navyšovat.

Všechny vyspělé země si prošly těmito kategoriemi, oproti tomu většina emerging ekonomik se nachází teprve na začátku tohoto vývoje platební bilance. Samuelson a Nordhaus (2013) rozlišují ještě šesté stádium, a to senilní dlužnické země. Do tohoto stádia se dostaly například Spojené státy americké, kdy i přes jejich vyspělost a ekonomické postavení ve světě si musí půjčovat v zahraničí na domácí investice. Dochází tak k Lucasovu paradoxu, kdy si relativně vyspělé země, jako jsou Spojené státy americké, půjčují od zemí chudších jako je například Čína. Ekonomové čekají, že se Spojené státy americké opět dostanou do pozice vyspělého dlužníka a celý proces se bude opakovat.

1.3.1.2 Udržitelnost deficitu běžného účtu

Na udržitelnost deficitu běžného účtu platební bilance působí řada faktorů. Můžeme jmenovat například původ deficitu běžného účtu, vývoj ekonomického růstu v zemi, strukturu běžného účtu, stupeň otevřenosti ekonomiky, strukturu a velikost kapitálových toků, vývoj měnového kurzu, zdraví domácího finančního systému či stabilitu politického a ekonomického prostředí v zemi.

Jak bylo výše zmíněno, deficit běžného účtu vzniká nesouladem mezi domácími investicemi a úsporami. Vznikne-li deficit růstem investic v zemi, přičemž míra úspor zůstane nezměněna, pak udržitelnost závisí na tom, do jakých investic proudí zahraniční kapitál. Za udržitelné investice jsou považovány investice do výrobního průmyslu nebo exportně orientovaného odvětví průmyslu. Za hůře udržitelný se deficit běžného účtu považuje v případě, že zahraniční kapitál plyne převážně do investic v oblasti nemovitostí, obchodu a někdy i služeb. Jako problematičtější než deficit způsobený růstem investic se však jeví deficit běžného účtu způsobený poklesem úspor[22]. Za závažnější se dá považovat pokles úspor veřejných než soukromých. Výpadek soukromých investic bývá často přechodný, avšak deficit veřejného rozpočtu se navrací do přebytku jen velmi obtížně.

[22] Část přílivu zahraničního kapitálu tak financuje domácí spotřebu.

Jedním z indikátorů udržitelnosti deficitu běžného účtu je poměr jeho velikosti k HDP. Deficit běžného účtu země, která dosahuje ekonomického růstu, je udržitelnější než země, která ekonomického růstu nedosahuje. Země se totiž stává schopnější splácet zahraniční závazky. Spolu s ekonomickým růstem roste i míra investic, jelikož je očekávána vyšší míra ziskovosti.

Dalším důležitým aspektem je skladba běžného účtu. Méně udržitelná by mohla být situace, kdy deficit běžného účtu vychází spíše z deficitu výkonové bilance, než z deficitu prvotních důchodů. Chronický obchodní deficit může značit nekonkurenceschopnost exportu na zahraničních trzích. Na obchodní deficit u emerging ekonomik může negativně působit vývoj cen exportovaných komodit, zejména ropy. I deficit prvotních důchodů může být problematický, zatímco výkonovou bilanci lze pozitivně ovlivnit restriktivní politikou, bilance, bilanci prvotních důchodů lze jen těžko změnit v krátkém období. Vychází-li deficit prvotních důchodů z dřívějších přímých investic, pak by neměl představovat problémy, avšak pokud pochází ze zahraničního zadlužení, pak i deficit prvotních důchodů může způsobit neudržitelnost deficitu běžného účtu. Při financování dluhovým kapitálem může dojít k měnovým krizím. Zahraniční věřitelé se mohou rozhodnout přestat nadále poskytovat úvěry (Mandel a Tomšík, 2008).

Bude-li domácí měna apreciovat, může způsobit pokles konkurenceschopnosti exportu země v zahraničí, díky čemuž může dojít ke zhoršení výkonové bilance. Navíc díky apreciaci může dojít k růstu spotřeby importovaného zboží (pro domácí spotřebitele se import stane levnějším). Je-li však apreciace dlouhodobá, měla by vycházet ze změn základních faktorů, jako například z růstu produktivity práce či ze zefektivnění domácí výroby a neměla by tak působit na udržitelnost deficitu běžného účtu platební bilance. Pokud však apreciace vychází z krátkodobého výkyvu kurzu, pak na udržitelnost může mít vliv.

1.3.2 Vliv na investiční pozici země

Zatímco platební bilance zobrazuje toky kapitálu mezi zemí a zahraničím, výkaz investiční pozice země zobrazuje stav. Investiční pozice země lze definovat jako: *„rozdíl mezi hodnotou zahraničních aktiv rezidentů dané země v domácí měně a hodnotou zahraničních pasiv rezidentů v domácí měně v bilancích rezidentů k určitému časovému okamžiku*.“[23]

Do zahraničních aktiv lze zařadit přímé zahraniční investice, portfoliové investice, deriváty, jiné investice rezidentů vůči nerezidentům a devizové rezervy centrální banky země. Pasiva jsou tvořena pohledávkami nerezidentů vůči rezidentům vzniklých z titulu přímých zahraničních investic, portfoliových investic, derivátů a ostatních investic. Investiční pozice země je tedy propojena s finančním účtem platební bilance.

Zatímco v platební bilanci vidíme vývoj zadlužení během určitého časového úseku (tok), zde vidíme celkovou výši zadlužení. Tento pohled na dluh je potřebný zejména z hlediska udržitelnosti dluhu.

Pro emerging ekonomiky je charakteristické, že během let naakumulovaly deficity běžného účtu platební bilance, díky čemuž je jejich čistá investiční pozice země negativní. Jelikož jsou tyto ekonomiky čistými příjemci přímých zahraničních investic, jsou zde pouze velké náklady v podobě reinvestic zisků a odlivu dividend, avšak omezené příjmy z titulu přímých zahraničních investic.

[23] Brůna (2011).

Díky menším podílům na světovém HDP a otevřenosti ekonomik často pasivně přejímají úrokové sazby pro zahraniční aktiva a pasiva a nemohou tak cíleně snížit náklady prostřednictvím denominace pasiv do své domácí měny. Takový krok by naopak mohl narušit stabilitu subjektů financujících se na zahraničních trzích při depreciaci měn emerging ekonomik. Navíc úrokové náklady jsou pro emerging ekonomiky často vysoké, jelikož investoři vyžadují vysokou prémii za podstoupené riziko. Pokud se podíváme na spread mezi státními dluhopisy emerging ekonomik denominovaných v dolarech a bezrizikovými státními dluhopisy v podání amerických státních dluhopisů, pak uvidíme rizikovou prémii, kterou investoři požadují. Někteří ekonomové tvrdí, že investoři emerging ekonomiky vidí jako nestabilní, často neznají ekonomické a finanční podrobnosti ohledně dané země a proto požadují vyšší rizikovou prémii. Jiní naopak vidí problém v tom, že investoři přesně znají všechny ekonomické okolnosti emerging ekonomik, avšak snaží se tyto země diskriminovat a více na nich vydělat (Edwards, 2000). Edwards (2000) na základě reálných dat z devadesátých let[24] poukázal na to, že spíše než na ekonomických fundamentech je spread závislý na tržním sentimentu.

Úrokové sazby emerging ekonomik závisí na vývoji úrokových sazeb ve vyspělých zemích. Pokud ve vyspělých zemích dojde k poklesu úrokových sazeb, pak investoři začnou vyhledávat příležitost k výdělku na jiných trzích. Edwards (2000) zkoumal korelaci mezi vývojem úrokových sazeb amerických státních dluhopisů a státních dluhopisů emerging ekonomik. Korelace však nebyla u všech emerging ekonomik stejná. Nejvýraznější negativní korelace se ze zkoumaných dat projevila u států východní Evropy. Negativní korelace mezi pohybem úrokových sazeb amerických státních dluhopisů a dluhopisů emerging ekonomik východní Asie však prokázána nebyla. V Latinské Americe negativní korelace prokázána byla, avšak zejména kvůli vysoké míře zadlužení zemí[25] ne v tak velké míře. Skrze tuto korelaci kvantitativní uvolňování silně ovlivňuje úrokové sazby emerging ekonomik, a tak i nabídku zahraničního kapitálu pro tyto země.

[24] Na konci devadesátých let došlo ke snížení tohoto spreadu.
[25] Vysoké zadlužení znemožňuje výrazně navýšit objem emitovaných dluhopisů.

2 Kvantitativní uvolňování Fedu jako významný podnět pro světové finanční trhy

Spojené státy americké jsou dnes po Číně druhou největší ekonomikou světa (podle výše HDP[26]). Finanční trhy jsou dnes nebývale provázané a díky postavení dolaru na světových finančních trzích a korelaci mezi vývojem základních finančních veličin v USA a ve světě ovlivňuje měnová politika Federálního rezervního systému nejen domácí ekonomiku, ale takřka celý svět. V tomto kontextu je důležité porozumět tomu, proč americká centrální banka přistoupila k provádění nekonvenční měnové politiky, která ovlivňuje i zahraniční subjekty, a jak se tato měnová politika po finanční krizi vyvíjela.

V roce 2000 Spojené státy americké měly dobré ekonomické výsledky, avšak ekonomika vykazovala znaky přehřátí, zejména v přeinvestování sektoru IT. To se projevilo prasknutím „dot-com“ bubliny. Fed se prostřednictvím zvyšování úrokových sazeb snažil přibrzdit americkou ekonomiku. Nejen díky tomuto kroku došlo k poklesu investic, snížení vládních výdajů a poklesu akciových kurzů. V roce 2001 došlo k prasknutí „dot-com“ bubliny, což se projevilo růstem míry nezaměstnanosti vyvolaným zvýšeným počtem bankrotů společností. Spolu se silným dolarem podporujícím import do země to znamenalo zpomalení americké ekonomiky. Na zemi negativně zapůsobil i teroristický útok na Světové obchodní centrum v New Yorku, který vyvolal řadu nejistot investorů. Americká centrální banka reagovala monetární expanzí, kterou provedla prostřednictvím snížení úrokových sazeb o téměř 5 procentních bodů, čímž byla podpořena agregátní poptávka. Díky poklesu úrokových sazeb došlo ke snížení úrokových sazeb hypoték.

V roce 2004 bylo možné opět pozorovat ekonomické oživení a ekonomický růst USA. Problémem ekonomiky však byl chronický deficit běžného účtu platební bilance, který je v zemi problémem již od 80. Let 20. Století. Díky němu závazky vůči zahraničí převýšily pohledávky USA vůči zahraničí a země se tak stala zemí dlužnickou. Fed reagoval na zvyšující se míru inflace zvyšováním federal funds effective rate. Některé subjekty díky tomu ustupovaly od financování, došlo k poklesu míry investic, a tak i zpomalování růstu ekonomiky. Se zvyšováním krátkodobé úrokové sazby pokračoval Fed i v roce 2005 a odvrátil tak růst cenové hladiny, avšak došlo k dalšímu zpomalení americké ekonomiky.

[26] U Číny přepočteného paritou kupní síly na USD.

Problémovým sektorem byl nemovitostní trh. Ceny nemovitostí zde rostly nepřetržitě od roku 1997. Na trhu vládl optimismus. Hnací silou poptávky po nemovitostech byly domácnosti, pro které byly hypotéky dostupnější díky jejich liberalizaci. Růst cen na hypotečním trhu byl podporován i ze strany vlády, která měla programy na podporu vlastního bydlení. Jmenujme například zavedení tří vládních institucí: Federal Housing Agency, Fennie Mae a Freddie Mac. První ze jmenovaných měla poskytovat pojištění subjektům poskytující hypotéky pro případ jejich nesplacení. Další dvě agentury pak měly odkupovat od úvěrových institucí hypotéky, které byly pojištěny Federal Housing Agency a poskytovat garance za MBS (Zemanová, 2015).

Základním problémem zadluženosti amerických subjektů byl nedostatek domácích úspor a vysoká spotřeba. Díky tomu došlo ke kumulaci dluhu, část spotřeby byla realizována prostřednictvím nákupů nemovitostí na dluh. Problémem hypoték však byly nedostatky v řízení kreditního rizika, konkrétně značné snížení nároků na úvěrovou bonitu klientů. Banky v některých případech nezajímala finanční historie klienta a nepožadovaly částečné zaplacení nemovitosti klientem. Poskytovaly i hypotéky s variabilní úrokovou mírou či se vtělenou opcí, kdy dlužník určoval výši měsíčních splátek. Ty pak často nekryly ani úrok.

Objem poskytnutých hypoték rostl, což vedlo k vyšším nárokům na výši vlastního kapitálu bank. Ten je však pro banky velmi nákladný, a tak raději začaly vyvádět hypotéky ze svých bilancí prostřednictvím sekuritizace, díky čemuž přesunuly kreditní a úrokové riziko na držitele MBS. Banky tak vydělávaly pouze na poplatcích za zprostředkování hypoték a neměly důvod hledět na bonitu klienta. Díky rozvoji finančnímu inženýrství docházelo k dalším transformacím MBS, například do CDO či CDO^2 či dokonce CDO^3. Tyto cenné papíry byly složitě konstruovány, což vedlo k jejich problematickému oceňování a určování rizikovosti. Investoři tak přestávali rozumět rizikovosti instrumentu a nakupovali je pouze na základě jejich výnosnosti. Ratingové agentury je ohodnocovaly vysoko, a tak tyto instrumenty nakupovali investoři z celého světa.

Ceny nemovitostí stále rostly a i při nízkých úrokových sazbách začal klesat počet poskytnutých hypoték. V roce 2007 se tak růst cen nemovitostí zastavil. Zvyšování úrokových sazeb, které provedl Fed, vedlo k růstu úrokových sazeb hypoték a někteří dlužníci nebyli schopni své závazky splácet. Vyšlo najevo, že nemovitosti, které díky nesplaceným hypotékám propadly bankám, nemají předpokládanou hodnotu. Navíc nucené prodeje domů ceny nemovitostí dále snižovaly. Spekulativní bublina nemovitostního trhu splaskla. Investoři na finančních trzích netušili, kdo z nich drží non-prime hypotéky, a vypukla panika, začal rozprodej finančních aktiv. Podle Bernankeho (2013) nebyla samotná výše nesplacených hypoték problém. Problémem byla vyvolaná panika na finančních trzích. Počet mezibankovních půjček poklesl, rostly jejich úrokové sazby a rizikové prémie. Neochota finančních institucí si mezi sebou půjčovat vedla k dalšímu šoku. Fed jako věřitel poslední instance odmítl v září roku 2008 zachránit banku Lehman Brothers.

Fed začal snižovat FFER (Federal funds effective rate) již v roce 2007, a to kvůli zhoršené predikci vývoje HDP díky klesající spotřebě domácností, problémech na nemovitostním trhu a rostoucí volatilitě na finančních trzích. V roce 2008 pokračoval v jejím snižování[27], až se na konci roku sazba dostala na technické minimum. Fedu tak zbyl jediný konvenční nástroj měnové politiky, a to diskontní okno. Tento nástroj je však méně efektivní, protože závisí na bance, zda si úvěr vezme či nikoli. Fed snížil sazby pro poskytnutí úvěrů touto cestou, prodloužil splatnost tohoto instrumentu, avšak skrze tento nástroj mohl pomoci pouze bankovním subjektům, ne celému finančnímu trhu. Banky si však od centrální banky půjčovat skrze diskontní okno nechtěly, jelikož by v očích ostatních finančních institucí vypadaly jako subjekt, který je v problémech, protože mu nikdo na mezibankovním trhu nepůjčí. V roce 2007 byly také zavedeny úvěrové facility, které měly pomoci i jiným finančním subjektům, avšak po odeznění největšího šoku o tyto nástroje přestal být zájem a tak byly ukončeny.

[27] Během roku a půl došlo ke snížení sazby z 5,26 % na 0,16 % (Zemanová, 2015).

2.1 Nekonvenční měnová politika

Federální rezervní systém na konci roku 2008 vyčerpal konvenční nástroje měnové politiky a stál před otázkou, jak účinně nadále ovlivňovat americkou ekonomiku při úrokové sazbě na technické nule. Situace si žádala další uvolňování měnové politiky. Nezaměstnanost rostla a inflace klesla tak, že ekonomice hrozila deflace. Ani situace na finančních trzích nebyla plně uklidněna. Fed tak pro dosažení cenové stability a plné zaměstnanosti musel přistoupit k nekonvenční měnové politice.

Dle generálního manažera BIS Jaimeho Caruany (2009, str. 1) lze nekonvenční měnovou politiku definovat jako*: „ přechod operací pro řízení likvidity ze strany centrální banky z pasivní role, kdy je jejím cílem dosažení určité výše úrokových sazeb, do role aktivního ovlivňování širších finančních podmínek.“* K nekonvenční měnové politice centrální banky přistupují buď v případě, kdy se úrokové sazby dostanou na minimum nebo v případě, kdy transmisní mechanismus konvenční měnové politiky z nějakého důvodu selže. Mezi nástroje nekonvenční měnové politiky lze řadit devizové intervence[28], kvantitativní uvolňování, kreditní uvolňování, využití záporných úrokových měr či vrtulníkové peníze.

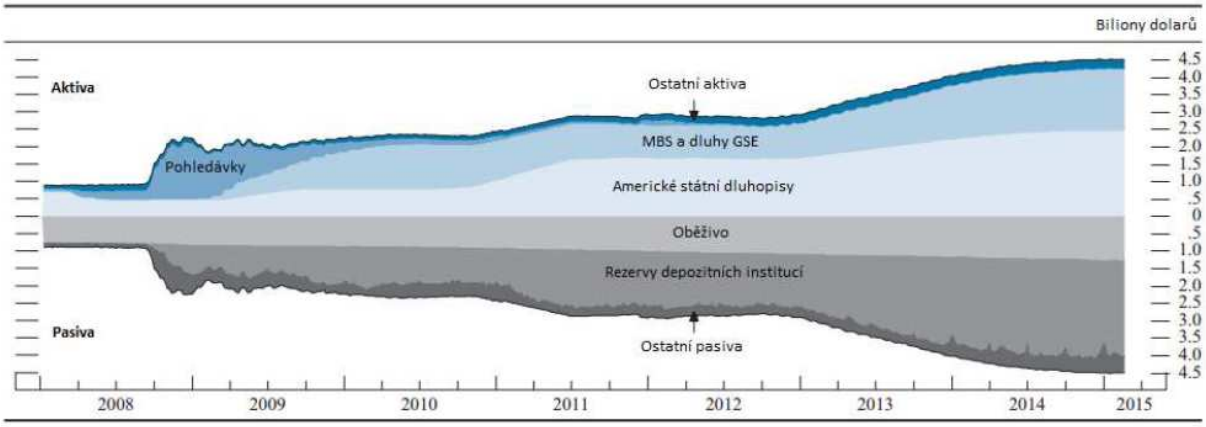
Fed se rozhodl využít k naplnění jeho cílů snižování dlouhodobé úrokové míry, k čemuž použil nástroj využívající bilanci Fedu, a to portfolio balanced channel (Bernanke 2012). Využití tohoto nástroje vychází z předpokladu, že dluhy s různou dobou splatnosti nejsou dokonalé substituty. Fed vycházel ze studií Jamese Tobina, který se tímto kanálem zabýval v období velké deprese, a také ze zkušeností japonské centrální banky.

[28] Jsou-li využívány k ovlivňování úrovně kurzu a země nevyužívá pevný kurz jako hlavní nástroj měnové politiky.

Fed přistoupil k Large Scale Asset Purchase (dále LSAP). Ke konci roku 2008 začal na finančním trhu[29] nakupovat dlouhodobé americké státní dluhopisy a dlouhodobé dluhopisy emitované či garantované agenturami Freddie Mac a Fannie Mae. Ben Bernanke, guvernér Federálního rezervního systému v letech 2006 až 2014, LSAP neoznačuje za kvantitativní uvolňování, ale používá termín kreditní uvolňování. Dle něj má kreditní uvolňování za cíl snížit konkrétně dané úrokové sazby, avšak kvantitativní uvolňování je pouze širší označení pro měnovou politiku, jenž nestandardně navýší objem pasiv centrální banky, a to zejména rezerv obchodních bank a oběživa. Kreditní uvolňování může mít za následek uvolňování kvantitativní. Bernanke (2009) ve svém projevu argumentuje: *„v režimu čistého kvantitativního uvolňování se měnová politika zaměřuje na množství rezerv obchodních bank, což jsou pasiva centrálních bank; složení aktiv je v případě kvantitativního uvolňování podružné“*. Fed nakupoval pouze vybraná kvalitní aktiva, která držel do splatnosti. Za celou dobu kvantitativního uvolňování Fedu nedošlo k situaci, kdy by některý z cenných papírů v portfoliu americké centrální banky nebyl plněn z důvodu krachu jeho emitenta.

Při pohledu na vývoj bilance americké centrální banky můžeme konstatovat, že kreditní uvolňování zcela jistě vedlo k uvolňování kvantitativnímu. Na grafu číslo 5 můžeme vidět, že došlo k nárůstu zejména rezerv obchodních bank u centrální banky a také k celkovému navýšení bilanční sumy. Celková bilanční suma vzrostla od roku 2008 do roku 2015 z přibližně 1 000 mld. USD na 4 500 mld. USD. Oběživo však výraznější nárůst nezaznamenalo.

[29] Nemohl je nakupovat přímo od emitenta, jelikož jako většina centrálních bank má Fed zakázáno přímo financovat stát.



Graf 3: Vývoj bilance Fedu a jejich jednotlivých složek v čase

Pramen: Federální rezervní systém[30]

Kvantitativní uvolňování zapříčinilo na straně aktiv nárůst amerických státních dluhopisů. Nově se v aktivech objevily MBS a GSE (dluhopisy společností garantované vládou). Nárůst pohledávek po vypuknutí krize vyplývá z použití nástrojů pro dodání likvidity ze strany Fedu jako diskontní okno, term auction facility, primary dealer credit facility či term securities lending facility.

[30]Dostupné z: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20150224_mprfullreport.pdf

2.2 Transmisní mechanismus kvantitativního uvolňování

Abychom mohli sledovat, jak kvantitativní uvolňování Fedu ovlivnilo americkou ekonomiku a přispělo tak k plnění cílů Fedu, je zapotřebí pochopit transmisní mechanismus tohoto druhu nekonvenční politiky. Účinnost kvantitativního uvolňování je mimo jiné ovlivněna rozsahem, v jakém nákup aktiv probíhá a druhem aktiv, které centrální banka k této měnové politice použije. Prostřednictvím vazeb v transmisním mechanismu se centrální banka snaží svými nástroji ovlivnit její konečné cíle.

2.2.1 Nástroj

Nástrojem centrální banky je v případě kvantitativního uvolňování nákup finančních aktiv centrální bankou. V případě Fedu šlo o nákup amerických státních dluhopisů, MBS a GSE. K nákupu dochází prostřednictvím reverzních aukcí, kdy aktiva nakoupí od subjektů, které nabízejí nejnižší cenu. V aukci je dána splatnost a objem. Technicky reverzní aukce probíhají prostřednictvím New Yorské pobočky Fedu, a to skrze platformu Fed Trade jež je spravována oddělením Open Market Trading Desk. Aukce se mohou zúčastnit pouze primární dealeři, kteří podléhají přísnější regulaci a dohledu. Jedná se o komerční banky a obchodníky s cennými papíry. Chce-li někdo jiný prodat svá aktiva centrální bance, musí je prodat zprostředkovaně.

Nákup začíná předaukčním oznámením o zamýšleném objemu, splatnosti, předmětu aukce a termínech aukcí a jejich vypořádání. Toto oznámení je obvykle prováděno kolem osmého pracovního dne v měsíci a následné aukce pak probíhají od poloviny tohoto měsíce do poloviny měsíce následujícího. Dosáhne-li objem minimální avizované částky, Fed může aukční období ukončit dříve.

2.2.2 Transmisní kanály

Transmisních kanálů, prostřednictvím kterých je ovlivněna cenová stabilita a zaměstnanost (konečné cíle Fedu), můžeme pozorovat hned několik (Krishnamurthy a Vissing-Jorgensen, 2011):

- kanál rovnovážného portfolia,
- kanál likviditního rizika,
- kanál pozitivní bezpečnostní prémie,
- kanál rizika doby splatnosti,
- kanál rizika předčasného splacení,
- kanál rizika defaultu,
- závazek držet nízké úrokové sazby,
- inflační kanál,
- kurzový kanál.

Tyto transmisní kanály lze rozdělit dle střednědobých kritérií, na která jednotlivé kanály působí. Mezi střednědobá kritéria patří zejména působení kanálů obecně na bezrizikové sazby ze státních dluhopisů[31], nižší rizikovou prémii, vyšší inflační očekávání a depreciaci domácí měny. Na nižší rizikovou prémii působí kanál rovnovážného portfolia, kanál likviditního rizika, kanál pozitivní bezpečnostní prémie, kanál rizika doby splatnosti, kanál rizika předčasného splacení a kanál rizika defaultu. Na vyšší inflační očekávání má vliv závazek držet nízké úrokové sazby a inflační kanál, na depreciaci domácí měny pak kanál kurzový.

[31] Kdy zvýšená poptávka po nich bude snižovat jejich úrokovou sazbu.

2.2.2.1 Kanály působící na rizikovou prémii

Ben Bernanke (2010) ve svém projevu označil kanál rovnovážného portfolia jako jeden z nejpodstatnějších. Základem tohoto kanálu je teorie preference likvidity amerického ekonoma Jamese Tobina. Tento kanál předpokládá, že pokud krátkodobé úrokové sazby dosáhnou nuly, pak nákupy dlouhodobých cenných papírů centrální bankou způsobí změnu finančních podmínek prostřednictvím změny množství a složení portfolia aktiv držených ekonomickými subjekty v ekonomice. Konkrétně Fed vycházel z předpokladu, že odlišná finanční aktiva nejsou dokonalými substituty v portfoliích investorů. Díky tomu změny v nabídce finančních aktiv ovlivní jejich cenu a úrokovou míru a také cenu a úrokovou míru obdobných finančních aktiv.

Zvýšená poptávka po daném instrumentu zvyšuje jeho cenu a snižuje úrokovou míru. Nákupy státních dluhopisů a dluhopisů a MBS státních agentur vedou v první řadě ke snížení jejich úrokové sazby a v druhé řadě dovedou investory k tomu, že budou poptávat jiná aktiva s obdobnou durací a kreditním rizikem. Ty však nejsou ve stejném množství na trhu k dispozici, a to vede subjekty k nákupům aktiv s vyšším rizikem, například korporátních dluhopisů. Díky tomu by se mohly podniky začít financovat levněji. Tento kanál tedy působí na jeden ze střednědobých cílů, a sice snížení dlouhodobých úrokových sazeb. Je sice Bernankem označován jako kanál hlavní, avšak kvantifikace jeho dopadů je velice obtížná.

I prostřednictvím kanálu likviditního rizika je snižována dlouhodobá úroková sazba. Při nákupu dlouhodobých cenných papírů centrální bankou dochází k růstu rezerv komerčních bank u centrální banky. Likvidita cenných papírů nakupovaných centrální bankou roste a snižuje se tak jejich prémie za likviditu. Prémie za likviditu je součástí výsledné nominální úrokové sazby. Snižuje-li se prémie za likviditu, sníží se i nominální úroková sazba. Celkově může dojít k růstu likvidity a funkčnosti finančního trhu. Pokud by však centrální banka nakupovala pouze státní dluhopisy, existuje riziko, že se sníží pouze jejich likviditní prémie, tedy neúměrně k ostatním finančním aktivům.

Dále působí kanál pozitivní bezpečnostní prémie. Investoři vyhledávají v období krize bezriziková aktiva a snaží se tak přečkat nejistotu na finančních trzích. Investoři jsou tedy ochotni zaplatit více za dlouhodobá bezriziková aktiva, což lze označit jako pozitivní bezpečnostní prémii. Velikost této prémie závisí na nabídce a poptávce po daném finančním instrumentu. Nejpatrněji můžeme tento efekt pozorovat u státních dluhopisů nebo dluhopisů státních institucí s minimální mírou rizika nesplacení. Již méně tento efekt můžeme pozorovat u dlouhodobých finančních aktiv s ratingem, který je řadí do konzervativního portfolia. U MBS tento efekt patrný není, investoři v krizi nejsou ochotni investovat do těchto instrumentů. V případě kvantitativního uvolňování dochází k nakupování státních dluhopisů a dluhopisů státních institucí vede prostřednictvím kanálu pozitivní bezpečnostní prémie k poklesu výnosů z těchto instrumentů a tak i k poklesu jejich nominálních úrokových sazeb.

Nákup finančních aktiv působí též skrze kanál rizika doby splatnosti. Ekonomická teorie pohlíží na úrokovou míru jako na součet bezrizikové úrokové míry a rizikové prémie. Riziková prémie má několik složek a jednou z nich je termínová prémie (čím delší je doba splatnosti, tím se zvyšuje riziko nesplacení). Někteří ekonomové (například Vayanos a Villa, 2009) tvoří teoretické modely, které dávají do souvislosti nákup dlouhodobých dluhopisů[32] či MBS a část rizikové prémie související s dobou splatnosti. Díky těmto nákupům dochází ke snižování rizikové prémie, a tak dochází ke zploštění výnosové křivky. Není však zcela jasné, zda bude tento efekt patrný pouze u instrumentů, které centrální banka nakupuje nebo u celého spektra investičních instrumentů se shodnou dobou splatnosti.

[32] Ať už státní nebo korporátní.

V potaz musí být brán i kanál rizika předčasného splacení. Splacení hypotéky před sjednanou dobou splatnosti představuje pro věřitele reinvestiční riziko. K předčasnému splacení totiž dochází zejména v době, kdy se úvěrovaný subjekt rozhodne refinancovat hypotéku při nižších úrokových sazbách či při prodeji nemovitosti. Věřitel se tak dostává do situace, kdy sice získá své peněžní prostředky zpět, avšak bude muset najít alternativní investici k předem splacené hypotéce. Situace na trhu však zpravidla neumožňuje nalézt investici za podmínek předem splacené hypotéky, jelikož panují odlišné podmínky na hypotečním trhu. Věřitelé proto vyžadují prémii za riziko předčasného splacení, jejíž výše je závislá na vývoji úrokových sazeb hypoték, vývoji cen na nemovitostním trhu, dále pak na ekonomickém růstu, nezaměstnanosti[33], regulatorním riziku či demografickém vývoji. Toto riziko spojené s hypotékami je zapotřebízohlednit i v oceňovacích modelech MBS.

Pokud v rámci kvantitativního uvolňování dochází k nákupu MBS, a to v případě Fedu docházelo, pak riziko předčasného splacení klesá díky možnosti odkupu MBS centrální bankou. Nižší riziko je spojeno s nižší výnosností těchto investičních instrumentů (nižší úrokovou mírou). Efekt se zvyšuje s dobou splatnosti cenného papíru. Čím delší je doba splatnosti, tím větší efekt bude, jelikož delší doba splatnosti je spojená s vyšším rizikem. Další pozitivní vliv může mít odkup MBS centrální bankou na snížení úrokových sazeb u nově poskytovaných hypoték a tím může dojít k podpoře ekonomiky (Krishnamurthy a Vissing-Jorgensen, 2011).

Působí zde i kanál rizika defaultu. Můžeme pozorovat vyšší riziko defaultu u dluhových cenných papírů s nižším ratingem než u cenných papírů s vyšším ratingem. Riziko defaultu lze také měřit prostřednictvím ceny swapu úvěrového selhání (credit default swap). Kvantitativní uvolňování může ovlivnit výši prémie za riziko defaultu, jelikož ekonomické subjekty budou moci dluhopis nesoucí určité riziko kdykoli odprodat centrální bance. Navíc pokud se záměry měnové politiky centrální banky naplní, pak lze očekávat celkové zlepšení stavu ekonomiky, tím i ekonomických subjektů působících v dané ekonomice, a tak se sníží riziko defaultu těchto subjektů, tedy i výše požadované rizikové prémie za podstoupení tohoto typu rizika (Krishnamurthy a Vissing-Jorgensen, 2011).

[33] Při ztrátě zaměstnání může úvěrovaný subjekt prodat nemovitost a předčasně tak splatit hypotéku.

2.2.2.2 Kanály působící na vyšší inflační očekávání

K transmisnímu mechanismu kvantitativního uvolňování přispěl i závazek Fedu držet nízké úrokové sazby. Federalfundseffectiverate zůstala během kvantitativního uvolňování po tzv. forward guidence. Jedná se o situaci, kdy Fed komunikuje s veřejností jeho záměry zvýšit, snížit či ponechat úrokovou sazbu. Federální výbor volného trhu rozhodl, že sazbu zvýší v případě, že se nezaměstnanost dostane pod hranici 6,5 % a inflace ve výhledu jednoho roku až dvou let nebude vyšší o více než 0,5 procentního bodu nad dvouprocentním dlouhodobým cílem a dlouhodobá inflační očekávání budou dobře ukotvena (Singer, 2015). Dále svou pozici vyjasnil prohlášením vydaným v roce 2012, že federalfundseffectiverate zvýší nejdříve v roce 2015.

Na zvýšení inflačního očekávání působí inflační kanál transmisního mechanismu kvantitativního uvolňování. Ke kvantitativnímu uvolňování centrální banka přistupuje zejména v době, kdy je třeba provádět expanzivní měnovou politiku, avšak úrokové sazby jsou na technickém minimu. Projevem expanzivní měnové politiky je zpravidla růst měnové báze. Díky tomu by veřejnost měla zvyšovat svá inflační očekávání a můžeme tak očekávat pokles reálných úrokových sazeb. K růstu inflačních očekávání však často nedochází.

2.2.2.3 Kanál působící na depreciaci domácí měny

Hodnota měny se vyvíjí dle nabídky této měny a poptávky po ní. Pokud centrální banka bude prostřednictvím nákupu cenných papírů emitovat likviditu v domácí měně, pak nabídka domácí měny převýší poptávku po nich a domácí měna by měla depreciovat vůči měnám zahraničním. Dopady tohoto kanálu nelze jednoznačně označit za pozitivní či negativní, závisí, zda je ekonomika otevřená či uzavřená a zda převládá import či export. Pokud se jedná o proexportní otevřenou ekonomiku, vliv lze označit za pozitivní, jelikož díky depreciaci domácí měny získají exportéři krátkodobě výhodu na zahraničních trzích (jejich zboží zde bude levnější) a podpoří tak ekonomický růst.

V rámci kvantitativního uvolňování dochází nejen díky vývoji měnového kurzu, ale i díky vývoji úrokových měr v USA k odlivu kapitálu ze země. Investoři hledají investiční příležitosti v zahraničí a emerging ekonomiky jsou vzhledem k úrokovému diferenciálu pro investory atraktivní. V průběhu kvantitativního uvolňování tak dochází k risk-on fázi, která je později při ukončení následována fází risk-off, kdy se kapitál vrací zpět do země, která tuto nekonvenční měnovou politiku provozovala.

2.2.3 Konečné cíle

Federální rezervní systém sleduje dva cíle vyplývající z The Federal Reserve act, a to maximální zaměstnanost a stabilní cenovou hladinu[34]. Prostřednictvím kvantitativního uvolňování se snažil zvyšovat cenovou hladinu, zaměstnanosti i produkt Spojených států amerických, a to skrze střednědobé cíle kvantitativního uvolňování (nižší riziková prémie, vyšší inflační očekávání a depreciace domácí měny). Nižší riziková prémie společně s vyšším inflačním očekáváním mají snižovat reálnou úrokovou sazbu na trhu, čímž by měla být podpořena spotřeba a investice domácích subjektů. Depreciace domácí měny by měla podpořit nárůst čistého exportu. Vyšší inflační očekávání by mělo inflaci přiblížit k inflačnímu cíli americké centrální banky a zaměstnanost by měla být podpořena ekonomickým růstem.

[34] FOMC stanovila jako vhodnou míru roční inflace 2 %.

2.3 Etapy kvantitativního uvolňování Fedu

Kvantitativní uvolňování Fedu proběhlo ve 4 etapách. První etapa kvantitativního uvolňování byla zahájena přímým nákupem aktiv 25. listopadu 2008 a trvala až do března roku 2010, tedy 17 měsíců. Celkově nakoupil dluhopisy státních agentur Fennie Mae, Freddie Mac a GinnieMae za 100 mld. USD, dále MBS emitované těmito agenturami v rozsahu 500 mld. USD. V březnu 2009 Fed avizoval dodatečné nákupy aktiv, konkrétně dluhopisy státních agentur v objemu 100 mld. USD, MBS v objemu 750 mld. USD a americké státní dluhopisy v objemu 300 mld. USD. Dále oznámil, že výnosy z držby cenných papírů budou vloženy do amerických státních dluhopisů. Prostřednictvím large scale asset purchase se Fed snažil stimulovat celou ekonomiku, zejména však hypoteční trh a trh nemovitostní. Federální výbor volného trhu ve svém prohlášení uved, že cílem první etapy kvantitativního uvolňování je zvýšit dostupnost peněžních prostředků pro koupi nových domů a snížení nákladů spojených s koupí nemovitosti. Proto je patrný vyšší nákup MBS než do jiných cenných papírů. MBS a dluhy vládou garantovaných společností tvořily 80 % celkově odkoupených aktiv během první etapy kvantitativního uvolňování. Celkově Fed nakoupil během první etapy aktiva za přibližně 1 700 mld. USD, nákupy téměř zdvojnásobily měnovou bázi.

V srpnu 2010 Ben Bernanke, tehdejší guvernér Fedu, oznámil, že americká centrální banka nehodlá snižovat svou bilanční sumu. Naopak, Federální výbor volného trhu měl obavy, aby deflace v roce 2009 nepokračovala i v roce následujícím. Ben Bernanke označil další kolo kvantitativního uvolňování a forward guidance jako jedinou možnost dalšího uvolnění měnové politiky (Bernanke, 2010).

V listopadu 2010 tak byla oznámena druhá etapa kvantitativního uvolňování. Během této etapy Fed nakupoval již pouze americké státní dluhopisy s delší dobou splatnosti, a to v objemu 600 mld. USD. Federální výbor volného trhu argumentoval snahou udržet dosavadní tempo ekonomického oživování a snahou přiblížit se inflačnímu cíli. Jelikož byla druhá etapa kvantitativního uvolňování předem avizovaná, finanční trhy na její zahájení nereagovaly nijak výrazně. Změny cen aktiv byly díky očekávání tohoto programu promítnuty na trhu ještě před samotným začátkem etapy, což bylo odlišné oproti zahájení první etapy (tu trhy neočekávaly a po zahájení došlo k pohybu cen aktiv). Druhá etapa byla ukončena v červnu 2011. Objem nákupu cenných papírů byl téměř o dvě třetiny menší, než v první etapě.

Americké ekonomice však i po druhém kole kvantitativního uvolňování hrozila recese a měnovou politiku bylo proto třeba dále uvolnit. Další uvolnění měnové politiky neproběhlo prostřednictvím nové etapy kvantitativního uvolňování, avšak prostřednictvím Maturity extension program (program prodloužení doby splatnosti). Program nesl název Operace Twist, jeho zahájení oznámil Fed v září 2011. Federální výbor volného trhu chtěl nakoupit státní dluhopisy se splatností od 6 do 30 let a prodat stejný objem státních dluhopisů se splatností kratší než 3 roky. Oznámil také záměr dále neinvestovat zisky z držení cenných papírů do státních dluhopisů, ale investovat je do MBS. V červnu 2012 byla operace twist dále rozšířena. Tato první etapa díky nákupu a následnému prodeji nepůsobila na nárůst bilanční sumy, potažmo měnové báze. V prosinci 2012 však Fed oznámil, že skrze maturity extention program bude nadále nakupovat státní dluhopisy s dlouhou dobou splatnosti, avšak nadále nebude prodávat státní dluhopisy s kratší dobou splatnosti. Nákup byl oznámen v objemu 45 mld. USD měsíčně. Celkově došlo ke směně státních dluhopisů v objemu 700 mld. USD.

Již během operace twist finanční trhy očekávaly oznámení další etapy kvantitativního uvolňování. Oficiální oznámení třetího kola kvantitativního uvolňování přišlo v září 2012. Nebyla vyhlášena celková suma, za kterou budou nakoupena aktiva, avšak suma měsíční. Od září 2012 oznámil Federální výbor volného trhu záměr nakupovat MBS v objemu 40 mld. USD měsíčně, a to tak dlouho, dokud nebude situace na trhu práce příznivější. V prosinci 2012 navíc Fed oznámil záměr nakupovat státní dluhopisy v hodnotě 45 mld. USD měsíčně. K rozšíření nákupu aktiv se rozhodl přistoupit z důvodu podpory hypotečního trhu a zvýšenému riziku růstu dlouhodobých úrokových sazeb a uvolnění podmínek na finančním trhu.

V lednu roku 2014 došlo ke změně guvernéra Fedu. Na místo Bena Bernankea nastoupila Janette Yellenová. Vliv na celkový směr měnové politiky této instituce to však nemělo. Ve stejném měsíci Fed snížil objem měsíčních nákupů na 40 mld. USD dlouhodobých státních dluhopisů a 35 mld. USD MBS. Během roku došlo k ještě několika snížením objemu nákupů, až na 5 mld. USD MBS a 10 mld. USD dlouhodobých státních dluhopisů, což byly hodnoty pro září. V říjnu 2014 došlo k úplnému ukončení programu kvantitativního uvolňování. Poslední etapa představovala nárůst bilanční sumy Fedu o zhruba 1 700 mld. USD. Za celou dobu kvantitativního uvolňování Fed nakoupil aktiva přibližně v hodnotě 4 700 mld. USD.

2.4 Dopady Kvantitativního uvolňování na ekonomiku USA

2.4.1 Možné negativní dopady

Volba Fedu přistoupit ke kvantitativnímu uvolňování měla vést k podpoře ekonomiky Spojených států amerických. Na tu však působí mnoho faktorů a i vzhledem k malé historické zkušenosti s tímto nekonvenčním nástrojem měnové politiky je třeba vliv kvantitativního uvolňování na ekonomiku detailně zkoumat. V předchozí části byl popsán transmisní mechanismus kvantitativního uvolňování, v kterém byl zobrazen způsob, jak tato nekonvenční měnová politika má pozitivně působit na ekonomiku USA. Někteří ekonomové[35] však poukazují na možné negativní dopady tohoto nástroje.

V první řadě významně roste riziko portfolia centrální banky, konkrétně roste tržní riziko plynoucí z pohybu ceny nakoupených finančních aktiv. Z tohoto titulu mohou proto centrální bance vzniknout výrazné ztráty. Míra rizika roste s rozsahem kvantitativního uvolňování. Při nákupech zejména amerických státních dluhopisů se prodloužila doba splatnosti portfolia Fedu, a tudíž se zvýšila i úroková citlivost tohoto portfolia. Dle odhadů IMF by Fed při růstu úrokové sazby o jeden procentní bod realizoval ztrátu 4 %.

Dále je jako možný negativní dopad označován inflační potenciál. Při kvantitativním uvolňování došlo k nárůstu měnové báze, avšak měnové agregáty nerostly tak výrazně. Růst měnové báze tak výrazněji nepůsobil na reálnou ekonomiku. Nízké úrokové sazby společně se závazkem je držet měly způsobit nárůst spotřebyamerické veřejnosti. Po finanční krizi jsou komerční banky obecně ostražité ohledně poskytování nových úvěrů. Časem by však komerční banky mohly uvolnit podmínky poskytování úvěrů a mohla by se vytvořit nová cenová bublina na některém z trhů aktiv. Pokud by Fed zvýšil krátkodobou úrokovou sazbu, problém by se mohl zmírnit, avšak díky velkému objemu likvidity, který komerční banky drží u centrální banky, by mohlo být obtížné krátkodobou úrokovou sazbou Fedu ovlivnit úrokovou sazbu na mezibankovním trhu.

[35] Například Zamrazilová (2014), Hoenig (2010), Niederjohn a kol (2014).

Dalším problémem může být odložení restrukturalizace bilancí komerčních bank. Díky nízkým úrokovým sazbám a téměř neomezené likviditě komerční banky nejsou nuceny odepsat ztrátové úvěry a dále je rolují a udržují v portfoliu. Problémy, které způsobily finanční krizi tak nejsou řešeny, avšak pouze přesunuty do budoucna.

2.4.2 Skutečné dopady na americkou ekonomiku

Kolektiv autorů z Kolumbijské univerzity v New Yorku ve své zprávě pro Ministerstvo financí USA shrnuje dopady kvantitativního uvolňování (Cashman a kol., 2016). Stimulace agregátní poptávky měla proběhnout zejména skrze finanční trhy, a proto je třeba začít zkoumat dopady do reálné ekonomiky právě na tomto trhu. Autoři této zprávy potvrzují, že kvantitativní uvolňování skutečně napomohlo snížit dlouhodobé úrokové sazby. Tento efekt slábl s postupem času, kdy bylo kvantitativní uvolňování prováděno. Nejvíce se projevoval kanál rovnovážného portfolia a také signální efekt, kdy Fed vysvětlí, co bude provádět a tak se postupně obnovuje důvěra ve finanční systém. Ke zlepšení situace na finančním trhu také přispěly programy pro dodání likvidity před samotným zahájením kvantitativního uvolňování. Je zde ovšem problém, který však na finančním trhu nekonvenční měnová politika vyvolala, a to závislost finančního trhu na centrální bance. Autoři poukazují na výraznou korelaci mezi velikostí bilance americké centrální banky a cenami akcií[36]. Dále je díky rozsahu operací centrální banky na tomto trhu zvýšené systematické riziko, kdy pokud centrální banka zmírní rozsah operací na tomto trhu, pak tento nemusí dobře fungovat. Fed subjektům poskytuje likviditu výměnou za nejlepší cenné papíry na trhu. Z bilancí subjektů tak mizí dlouhodobá aktiva a likvidita může být alokována do rizikovějších aktiv, jelikož bezriziková aktiva byla nakoupena centrální bankou. Subjekty tak mohou nakupovat rizikovější aktiva, než by za normálních okolností kupovaly. Centrální banka však není schopna řídit, do kterých aktiv se investice subjektů přesunou, a může dojít k vytvoření bubliny na trhu.

[36]Měřeno indexem S&P 500.

Co se týče dopadu na reálnou ekonomiku USA, je zapotřebí sledovat spotřebu, investice, vládní výdaje a čistý export. Co se týče spotřeby, úrokové sazby spotřebních úvěrů mírně klesly, výrazněji pak u úvěrů na nákup automobilů. Důvěra spotřebitelů v americkou ekonomiku byla narušena s příchodem krize pouze velmi omezeně. Celkově spotřeba klesla pouze v letech 2008 (o 2 %) a 2009 (o 0,2 %) a základní pilíř americké ekonomiky tak zůstal v podstatě nezměněn. I když by se mohlo zdát, že se jedná pouze o standardní vývoj, kvantitativní uvolňování k tomuto vývoji mohlo přispět.

Hrubé soukromé investice byly krizí zasaženy nejvýrazněji ze všech složek HDP, a to zejména soukromé investice v oblasti nemovitostí. I když došlo k poklesu úrokových sazeb, úvěrové instituce byly po vypuknutí krize při poskytování nových úvěrů velmi obezřetné, a to zejména v případě malých a středních podniků. SME v USA tvoří valnou většinu všech společností a nejčastěji si půjčují[37] od tradičních poskytovatelů úvěrů. Ben Bernanke se po vypuknutí krize ve svých projevech snažil přesvědčit bankéře, aby i nadále poskytovali financování malým a středním podnikům. I přes tyto apely však došlo k výpadku financování. Po zahájení kvantitativního uvolňování došlo opět k uvolnění podmínek poskytování úvěrů SME, avšak i přes to počet podniků, které čelily potížím se získáním úvěru, vzrostl mezi první a druhou etapou kvantitativního uvolňování z 5 % na 10 % z celkového počtu podniků žádající o úvěr. Lze tedy konstatovat, že kvantitativní uvolňování v této oblasti nebylo příliš efektivní. Je tomu tak zejména proto, že v této oblasti působí velmi pomalu a také zde působí úvěrový cyklus, do kterého kvantitativní uvolňování nezasáhlo.

I přes to, že měly být ovlivněny pouze spotřeba a investice, kvantitativní uvolňování mělo dopad i na vládní výdaje, a to zejména ze dvou důvodů. První důvodem je zvětšení bilance Fedu. Díky tomu Fed realizoval zisky z držených cenných papírů[38] a zisk je příjmem státního rozpočtu, díky čemuž mohlo dojít i ke zvýšení vládních výdajů. Druhým důvodem je snížení úrokových sazeb, což zlevnilo zdroje státního financování. Vládní výdaje rostly od roku 2008 až do roku 2010 a to zejména kvůli výdajům na federální úrovni. Poté až do roku 2014 docházelo k poklesu vládních výdajů. Stát tedy nižší úrokové sazby využíval spíše k refinancování stávajících dluhů, než k dalším výdajům.

---

[37] Dle 2015 Small Business CreditSurvey, FederalReserveSystem, 2016. Dostupné z: https://www.newyorkfed.org/smallbusiness/small-business-credit-survey-employer-firms-2015

[38] Je třeba poznamenat, že většina příjmů vznikla z titulu státních cenných papírů, tedy vlastních půjček státu, což v podstatě znamená, že si stát půjčil zadarmo, jelikož zaplacené úroky se mu vrací.

Co se týče čistých exportů, měly by být ovlivněny zejména prostřednictvím kurzového kanálu. Dolar oslaboval během první a druhé etapy kvantitativního uvolňování, avšak poté začal posilovat, a to zejména kvůli zahájení politiky kvantitativního uvolňování ze strany japonské centrální banky a Evropské centrální banky. Po zahájení první etapy kvantitativního uvolňování poklesl jak import, tak export, avšak import poklesl výrazněji. Vliv kvantitativního uvolňování byl pouze omezený, větší dopad měl celkový útlum celosvětového zahraničního obchodu v návaznosti na finanční krizi. Od září 2009 rostl jak export, tak import.

Ekonomické studie[39] shrnující konečné dopady vlivu kvantitativního uvolňování na produkt se neshodují v míře vlivu. Většina studií se shoduje na tom, že dopady kvantitativního uvolňování na reálnou ekonomiku byly převážně pozitivní. Nejpozitivnější vliv mělo kvantitativní uvolňování dle studie Chunga a kolektivu (2012). Došli k závěru, že první a druhá etapa kvantitativního uvolňování mohly dopomoci v růstu HDP až o 3 procentní body a napomohly vytvořit 2 miliony nových pracovních míst.

Pozitivní by měl být i vliv na zaměstnanost, díky možnosti firem půjčit si na finančních trzích mohly firmy rozvíjet svou činnost a tvořit tak nová pracovní místa. Dle dat amerického statistického úřadu klesla nezaměstnanost od roku 2010, kdy dosáhla maxima na úrovni 10 %, na 5 % na konci prvního čtvrtletí 2016. Podíváme-li se na jiný ukazatel trhu práce, a to poměr zaměstnaných k práceschopnému obyvatelstvu, zjistíme, že se začal zlepšovat až po roce 2014. To by mohlo nasvědčovat tomu, že kvantitativní uvolňování v této oblasti buďto zapůsobilo až po určité době či nezapůsobilo vůbec.

Co se týče cíle Fedu udržovat stabilní cenovou hladinu, Deflaci se podařilo předejít, i když inflace během kvantitativního uvolňování nedosáhla inflačního cíle Fedu kromě března 2012, kdy probíhala operace twist.

[39] Například Baumeister a Bernati (2014), Chung a kol. (2012), Chen a kol. (2011), Wu a Xia (2014).

3 Vliv kvantitativního uvolňování Fedu na dolarové zadlužení emerging ekonomik

3.1 Teoretické dopady

V dnešním globalizovaném světě má kvantitativní uvolňování Fedu bezpochyby i přeshraniční dopady. Fed je centrální bankou ekonomicky velmi významného státu, a tak se jeho politika promítá i v zahraničí. Vyjdeme-li ze znalosti transmisního mechanismu kvantitativního uvolňování a znalostí ohledně zahraničního zadlužení emerging ekonomik, můžeme jmenovat hned několik způsobů, jakými kvantitativní uvolňování může ovlivnit dolarové zadlužení emerging ekonomik. Jedná se o působení kurzového kanálu transmisního mechanismu kvantitativního uvolňování, vliv úrokových sazeb Fedu na úrokové sazby na světových trzích a přesun kapitálu investorů do výnosnějších aktiv.

Jedním z kanálů kvantitativního uvolňování je kurzový kanál, který má vést k depreciaci domácí měny. Způsobí-li kvantitativní uvolňování depreciaci amerického dolaru vůči měnám emerging ekonomik, pak by mohlo být pro tyto země obtížnější splácení zahraničního dluhu denominovaného v dolarech. Apreciace domácí měny ovlivní export a import. Při apreciaci domácí měny bude levnější import zboží a služeb a dražší export zboží a služeb, což může způsobit prohloubení deficitu běžného účtu platební bilance. Dluh denominovaný v zahraniční měně je třeba splatit v devizách a je tedy zapotřebí mít možnost tyto devizy získat. Prohloubení deficitu běžného účtu platební bilance by mohlo vést k problémům s udržitelností tohoto deficitu, potažmo problémům se splácením zahraničního zadlužení denominovaného v zahraniční měně. Proto je zapotřebí sledovat ukazatel udržitelnosti deficitu běžného účtu platební bilance, a to poměr deficitu běžného účtu platební bilance k HDP, který by neměl přesáhnout 5 %.

Působení četných kanálů kvantitativního uvolňování mělo za cíl snížit dlouhodobé úrokové sazby a dále tak uvolňovat měnovou politiku v podmínkách nulových úrokových sazeb. Jak bylo zmíněno v první kapitole, emerging ekonomiky často nejsou schopny ovlivnit výši úrokových sazeb dluhových instrumentů a pasivně přejímají úrokové sazby z finančních trhů. Pokles amerických úrokových sazeb by tak měl vést i k poklesu úrokových sazeb dluhových instrumentů denominovaných v amerických dolarech, kterými se financují emerging ekonomiky.

Pokles úrokových sazeb ve Spojených státech amerických by také měl mít vliv na směnný kurz měn ekonomik. Zvýší-li se inflační diferenciál, lze předpokládat odliv kapitálu ze země s nižší úrokovou sazbou do země s vyšší úrokovou sazbou a mělo by následně dojít k apreciaci měny země s vyšší úrokovou sazbou. Na této bázi tak budou podpořeny obchody na bázi carrytrade a příliv spekulativního kapitálu do emerging ekonomik. Je však zapotřebí rozlišovat reálné a nominální úrokové míry, jelikož úrokový diferenciál může růst společně s růstem inflace a může tak vysílat mylné signály pro vývoj měnového kurzu. Při analýze dopadu kvantitativního uvolňování na dolarové zadlužení tak bude zapotřebí sledovat i velikost spreadu mezi americkými dluhovými cennými papíry emitovaných v USA a dluhovými cennými papíry[40] denominovaných v dolarech emitovaných v emerging ekonomikách. Zároveň je zapotřebí sledovat i vývoj inflace v emerging ekonomikách.

Fed v rámci provádění politiky kvantitativního uvolňování zkupoval bezrizikové cenné papíry, kterých tak na trhu vznikl nedostatek. Likvidita, kterou subjekty obchodující s Fedem v rámci kvantitativního uvolňování získaly, tak musela být umístěna do rizikovějších aktiv. Fed však nemohl příliš ovlivnit, do jakých aktiv budou subjekty investovat. Likvidita se tak mohla stát globální a přelít se do jiných koutů světa. Mohlo tak dojít k nárůstu nabídky dluhových instrumentů denominovaných v amerických dolarech pro subjekty v emerging ekonomikách. Investoři tak nepodstupují kurzové riziko, avšak investují v zemích s nižším ratingem, tedy vyšším kreditním rizikem a jemu odpovídající výnosností. Existuje však riziko, že po ukončení kvantitativního uvolňování se investoři vrátí zpět k původním investicím a dojde k odlivu kapitálu z emerging ekonomik, které by tak mohly mít problém s refinancováním stávajícího dluhu.

[40] Spread cenných papírů se stejnými podmínkami.

Emerging ekonomiky by tak mohly těžit z nižších úrokových sazeb, refinancovat stávající zahraniční dluhy za výhodnějších podmínek a snížit tak náklady související s obsluhou dluhu. Avšak nárůst zadlužení v období, kdy zahraniční centrální banka provádí kvantitativní uvolňování, by mohl být v budoucnu problematický. Díky apreciaci domácí měny emerging ekonomiky by mohlo dojít ke zhoršení deficitu běžného účtu platební bilance, zhoršení pozice emerging ekonomik na poli mezinárodního obchodu a splácení zahraničního zadlužení denominovaného v zahraniční měně by mohlo být obtížnější při následné depreciaci měn emerging zemí. Navíc pokud by se jednalo o tzv. horký kapitál, mohl by ze země po ukončení kvantitativního uvolňování rychle odplynout.

3.2 Sledované indikátory

Ačkoli indikátory udržitelnosti zahraničního zadlužení čelí kritice související se stanovenými kritickými hodnotami, jejich vývoj nám toho může mnoho napovědět. V rámci této diplomové práce proto bude sledován vývoj vybraných indikátorů udržitelnosti zahraničního zadlužení, avšak na obecně přijímané hranice těchto ukazatelů nebude brán zřetel. Vliv kvantitativního uvolňování je zkoumán na emerging ekonomikách, jejichž kritické hodnoty by mohly být výrazně odlišné od kritických hodnot vyspělých zemí. Data pro zjištění jednotlivých indikátorů jsou čerpána z International Debt Statistics[41], tedy z databáze vytvořené Světovou bankou ve spolupráci s Bankou pro mezinárodní platby, Mezinárodním měnovým fondem a OECD, není-li uvedeno jinak. Data v rámci této statistiky jsou dostupná z let 2007 až 2015.

[41] Dostupné z http://datatopics.worldbank.org/debt/ids/

V první kapitole byly zmíněny indikátory, které zohledňují faktory působící na problematiku udržitelnosti zahraničního zadlužení a vybrané z nich budou využity v rámci této práce pro posouzení udržitelnosti zahraničního zadlužení. Pro posouzení faktoru likvidity bude sledován poměr dluhové služby k exportu, pro sledování složení zahraničního dluhu z hlediska splatnosti pak poměr krátkodobého dluhu k dluhu celkovému. V potaz bude brána i kompozice dluhu z hlediska typu úvěrovaného subjektu[42]. Vzhledem k možným problémům se zadlužením způsobeným zhoršením stavu udržitelnosti deficitu běžného účtu platební bilance bude sledován také poměr běžného účtu k HDP. Dále bude brán v potaz celkový obecný vývoj zahraničního zadlužení, a to skrze poměr celkové výše zahraničního zadlužení k hrubému národnímu důchodu.

Data dostupná v souvislosti přímo s celkovým dolarovým zahraničním zadlužením jsou dostupná pouze velmi omezeně. V rámci International debtstatistics je dostupné pouze měnové složení vládního a vládou garantovaného dluhu, nikoli celkového zahraničního dluhu. Informace související s podmínkami poskytování dolarových dluhů v konkrétních zemích jsou ještě hůře dostupné. Pro účely této práce tak bude sledován podíl dolarového dluhu na vládních a vládou garantovaných zahraničních dluzích. Státní a státem garantované dluhy jsou nejkvalitnějšími dluhy na daném trhu a jejich analýza tak vyřazuje vliv specifických rizikových prémií u dluhů státem negarantovaných. Navíc investoři, kteří kvůli sníženým výnosům z amerických státních dluhopisů hledali obdobné příležitosti v zahraničí, mohli investovat právě do tohoto typu dluhu.

[42] Rozlišení vládních a vládou garantovaných dluhů a dluhů soukromých subjektů.

3.3 Brazílie[43]

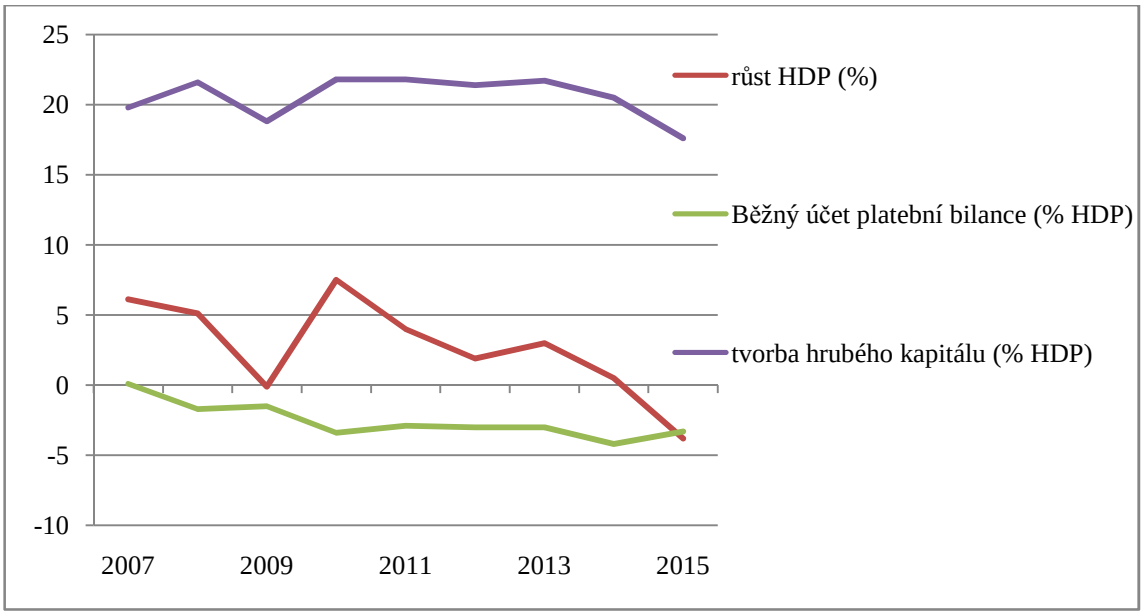
Brazílie se řadí dle absolutní výše HDP přepočteného na americké dolary paritou kupní síly na pozici osmé největší ekonomiky světa a je největší a nejlidnatější zemí Latinské Ameriky. Hospodářství země je zaměřeno zejména na domácí poptávku vyvolávanou početnou populací země, dále pak na export, a to hlavně nerostných surovin a zemědělských produktů jako káva či cukr. Země se potýká s jevy typickými pro emerging ekonomiky, a to zejména s korupcí, vysokou kriminalitou či velkými příjmovými rozdíly napříč obyvatelstvem. Mezinárodní měnový fond řadí zemi do takzvané Fragile five[44] (křehké pětky), tedy emerging ekonomiky, které jsou nejnáchylnější na změny dění na světových finančních trzích.

Počátek nového tisíciletí byl pro Brazílii ve znamení pomalejšího ekonomického růstu, a to zejména v důsledku zvyšování úrokových sazeb centrální bankou, energetické krize v zemi a ekonomického úpadku a státního bankrotu Argentiny, významného brazilského obchodního partnera. Brazilská měna depreciovala a v roce 2002 musela Brazílie požádat o přechodný úvěr od Mezinárodního měnového fondu. Ten byl podmíněn provedením mnoha reforem, například daňového a právního systému. Ve stejném roce vláda přistoupila k fiskální a měnové restrikci, což vedlo ke stabilizaci ekonomiky. V roce 2003 se saldo běžného účtu platební bilance dostalo do přebytku, zahraniční dluh měřený vůči HDP se snížil, stejně tak i vládní dluh.

V letech 2003 až 2007 Brazílie nenaplnila očekávání analytiků a růst brazilského HDP zaostal za odhady. Vina byla přikládána nízké míře úspor a i nízké míře investic v zemi a vysokému deficitu veřejného rozpočtu, a to i přes úspěšné snižování podílu vládního dluhu na HDP. I přes snahu o zapojení se do mezinárodního obchodu tvořil zahraniční obchod v roce 2007 pouze 25 % brazilského HDP[45]. Celkově od konce druhé světové války podíl Brazílie na světovém obchodu dokonce poklesl.

[43] Data k obecné charakteristice čerpána z World economic outlook database, 2016.
[44] Brazílie, Indie, Indonésie, Jihoafrická republika a Turecko.
[45] Pro porovnání v Číně dosahoval podíl zahraničního obchodu na HDP 75 % a v Rusku 41 %.

Jak je patrné na grafu číslo 4 s příchodem finanční krize z roku 2007 se zhoršily všechny ekonomické indikátory. Depreciace realu zmírnila deficit běžného účtu platební bilance. V dalších letech však real postupně aprecioval a deficit běžného účtu platební bilance rostl i přes nárůst brazilského exportu. Růst HDP se výrazně zpomaloval a v roce 2015 došlo k prvnímu meziročnímu poklesu HDP od roku 1948, který byl doprovázen zvyšující se inflací, konkrétně v roce 2015 míra inflace dosáhla 10,6 %. Od ledna roku 2016 však inflace prudce klesá a dnes se pohybuje kolem inflačního cíle brazilské centrální banky, který je stanoven na 4,5 % s povoleným pásmem +/- 2 %. Jednou z příčin nepříznivého vývoje brazilského HDP je i výrazný pokles cen komodit na světových trzích. Za poklesem stojí i zpomalení ekonomického růstu Číny, což je jeden z největších odběratelů brazilského exportu, zejména surovin. Ratingové agentury snižují hodnocení země a Brazílii řadí do spekulativního pásma. Centrální banka v říjnu roku 2016 začala snižovat základní úrokovou míru SELIC, a to postupně z 14,25 % až na 10,25 % (květen 2017). I přes to má však Brazílie jednu z nejvyšších úrokových sazeb na světě. Tvorba hrubého kapitálu, potažmo míra úspor v ekonomice od vypuknutí krize postupně mírně klesá. Z téměř 20% podílu na HDP na 17,6 %.



Graf 4: Vybrané makroekonomické indikátory Brazílie

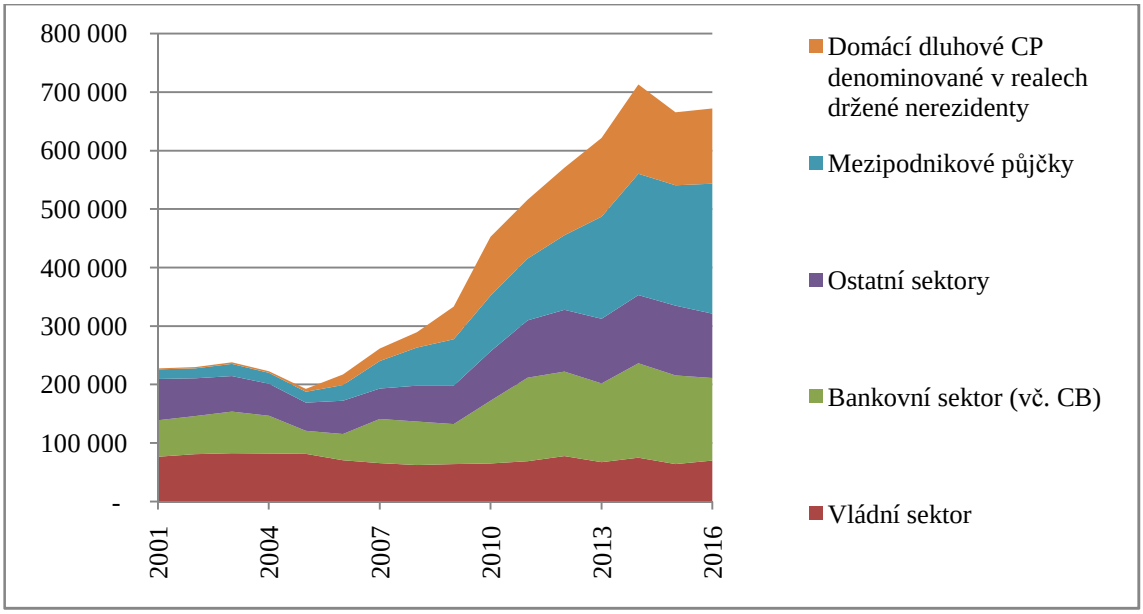
Zdroj: The World Bank, vlastní zpracování

Země v současnosti prochází politickou krizí, která souvisí zejména s protikorupční akcí Lava-Jato, která odhalila korupci napříč celým politickým vedením země. Mírnou nadějí bylo nahrazení prezidentky Rousseffové prezidentem Temerem, avšak korupční skandály se objevovaly i nadále a politická situace je stále značně nestabilní. Od roku 2014 se primární saldo státního rozpočtu dostalo do deficitu a některé federální státy[46] čelí kritické finanční situaci. I přes politickou krizi se podařilo na konci roku 2016 prosadit ústavní zákon, který fixuje státní rozpočet na příštích 20 let na stávající stav rozpočtu korigovaný o inflaci. Navíc je připravována klíčová důchodová reforma.

3.3.1 Zahraniční zadlužení Brazílie

Celkový objem zahraničního zadlužení začal od roku 2007 růst, výrazněji pak mezi roky 2009 a 2010, kdy meziročně vzrostl o 25 %, a 2010 a 2011 kdy meziročně vzrostl o 14,5 %. Mezi lety 2014 a 2015 došlo k mírnému poklesu zahraničního zadlužení. Na grafu číslo 5 můžeme vidět vývoj zahraničního zadlužení Brazílie od roku 2001 a jeho jednotlivých složek. Od roku 2001 se podíl vládního sektoru na celkovém zahraničním zadlužení snižuje, avšak jeho výše zůstává poměrně stabilní a pohybuje se kolem 70 000 mil. USD. Z vládních a vládou garantovaných zahraničních dluhů od roku 2007 do roku 2015 vzrostl podíl dluhů denominovaných v amerických dolarech, a to z 80,5 % na 93,6 %. Zahraniční zadlužení bankovního sektoru se nominálně zvyšuje, jeho podíl na celkovém zahraničním zadlužení se však pomalu snižuje (z 27,5 % v roce 2001 na 21 % v roce 2016), a to zejména kvůli nárůstu objemu mezipodnikových půjček. Nárůst zahraničního zadlužení bank a firem obecně poukazuje na nedostatek domácích úspor, vysoké náklady domácího dluhu či nedostupnost domácího dluhu.

[46] Například stát Rio de Janeiro, kde je jedním ze zdrojů problémů dluh vzniklý v souvislost s konáním letních olympijských her



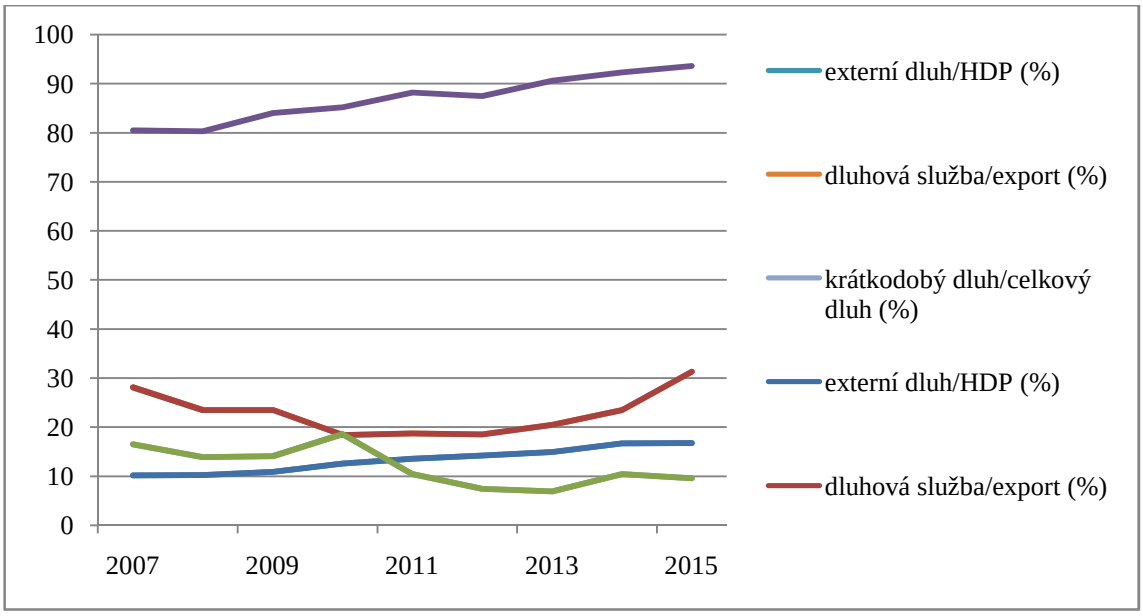
Graf 5:Zahraniční zadlužení Brazílie a jeho kompozice v mil. USD

Zdroj: BancoCentral do Brasil[47], vlastní zpracování

S příchodem ekonomické liberalizace uskutečněné díky plánu Real[48] se zvýšila ekonomická aktivita zahraničních podniků v Brazílii. To se projevilo v postupném nárůstu významu mezipodnikových půjček ve struktuře zahraničního zadlužení. Ze 7 % v roce 2001 se za 15 let stal 33% podíl na zahraničním dluhu. To může značit nárůst věřitelské aktivity zahraničních mateřských společností vlastnících brazilské zahraniční podniky nebo nevýhodnost domácího zadlužení. Brazílie se neřadí k emerging ekonomikám, které mají nerozvinutý domácí finanční trh. Brazilský finanční trh je poměrně rozvinutý, a tak nabírají na významu i dluhové cenné papíry denominované v realech, které jsou drženy v rukách nerezidentů. Význam této složky vzrostl z téměř nulové hodnoty v roce 2001 až na 19,1 % v roce 2016. I přes rozvinutý finanční trh však rostou zahraniční závazky. Celkové zahraniční zadlužení od roku 2004 výrazně roste, na konci roku 2016 dosáhlo hodnoty 671 647 mil. USD.

[47] Dostupné z http://www.bcb.gov.br/ingles/economic/seriehistdivextbru.asp

[48] Plán zavedený v devadesátých letech, který měl vést k ekonomické liberalizaci země. V rámci plánu došlo k zavedení nové měny, cenová stabilita začala být považována za jeden z klíčových cílů, odstranění překážek pro příliv zahraničního kapitálu do země nebo například k privatizaci podniků.



Graf 6: Vybrané indikátory udržitelnosti zahraničního zadlužení Brazílie

Zdroj: International Debt Statistics, vlastní zpracování

Externí dluh v poměru k HDP nezaznamenal výraznější odklon od mírně růstového trendu, a to i přes výraznější nárůst celkového zahraničního zadlužení mezi lety 2009 a 2011. V těchto letech totiž stále rostlo i HDP. Když v roce 2015 došlo k poklesu HDP, pak zároveň došlo i ke snížení celkového zahraničního zadlužení. Celková dluhová služba se snížila v letech 2009 a 2010. V roce 2011 pak dluhová služba výrazněji narostla, konkrétně o 28 %, a to zejména z důvodu nárůstu zadlužení v předchozím roce. Mezi lety 2012 a 2013 dluhová služba vzrostla téměř o polovinu, rostlo zadlužení i úroková sazba. Podíl dluhové služby na exportu až do roku 2010 klesal, mezi lety 2010 a 2013 následně stagnoval a poté rostl. Tento vývoj byl dán především vývojem dluhové služby, jelikož vývoj exportu nevykazoval výraznější změny.

Ukazatel dlouhodobé udržitelnosti dluhu představený poměrem krátkodobého dluhu vůči dluhu celkovému je pro Brazílii přívětivý. Od roku 2007 se tento ukazatel daří snižovat, i přes drobné výkyvy. V roce 2015 tento ukazatel dosáhl hodnoty 9,6 %, avšak nárůst krátkodobého dluhu dosáhl od konce roku 2015 do poloviny roku 2016 24,63 %[49], což byl jednoznačně nejvyšší nárůst krátkodobého dluhu v tomto období mezi emerging ekonomikami.

Přebytek běžného účtu platební bilance, který Brazílie zaznamenávala od roku 2003, se v roce 2008 přehoupl zpět do deficitu a až do roku 2014 se tento deficit prohluboval. V roce 2015 se pak meziročně snížil téměř o polovinu. Poměr běžného účtu platební bilance k HDP se tak dostal z téměř nulové hodnoty až na -3,1 % v roce 2014.

3.3.1.1 Vliv kvantitativního uvolňování

Vývoj kurzu měnového páru amerického dolaru a brazilského realu je poměrně silně korelován s vývojem cen komodit, a to zejména železné rudy, cukru a kávy. Poté, co se brazilská centrální banka zavázala k boji s inflací v rámci plánu Real, v tuto měnu investoři získali důvěru, navíc je lákaly vysoké úrokové sazby. Jak je vidět na grafu číslo 7 až do příchodu finanční krize v roce 2008 brazilský real vůči americkému dolaru posiloval, s příchodem paniky na finančních trzích došlo k propadu. Do července roku 2011 se však podařilo tento propad vyrovnat, a to díky vývoji cen brazilských strategických surovin a investorům hledajících zhodnocení svého kapitálu. V roce 2011 se však kurz zdál již nadhodnocený, v tomto roce navíc došlo ke zpomalení ekonomického růstu Číny, strategického obchodního partnera pro vývoz brazilských surovin. Až do roku 2011 tak s mírným výkyvem brazilský real vůči americkému dolaru posiloval. Poté však efekty kvantitativního uvolňování převážil vývoj cen komodit, který je i dnes pro vývoj brazilské měny klíčový. Informace ohledně kvantitativního uvolňování však i nadále měly určitý vliv na vývoj kurzu. Když v květnu roku 2013 Fed naznačil, že by mohlo dojít k omezení kvantitativního uvolňování, Brazilský real ztratil 20 % své hodnoty.

[49] Zdroj: Externaldebtstatisticsquarterly bulletin, Světová banka. Dostupné z: http://datatopics.worldbank.org/debt/QuarterlyBulletin-January2017

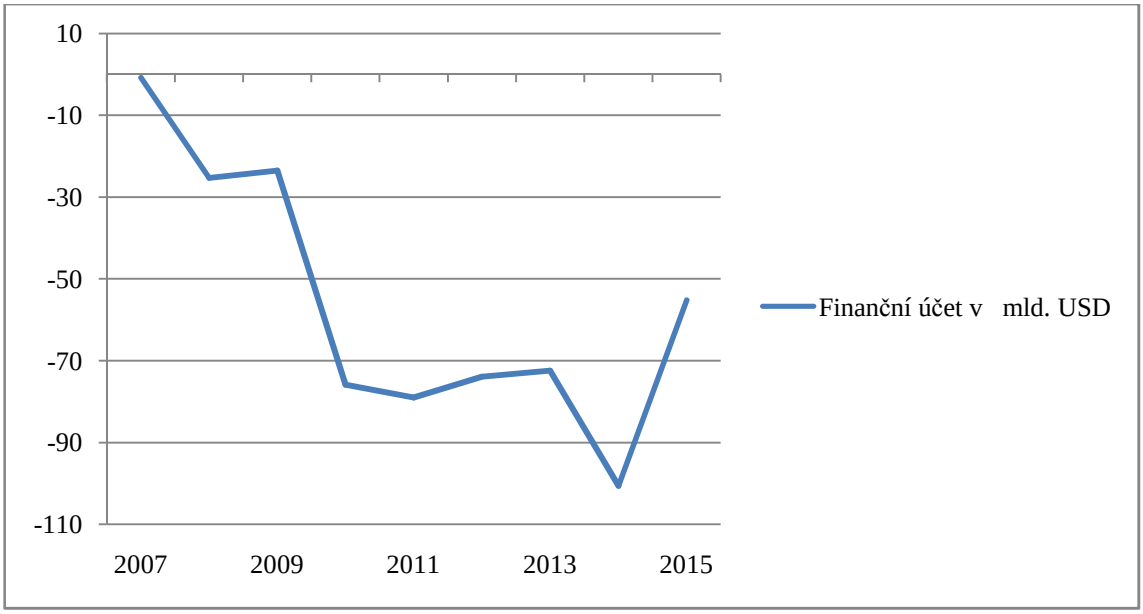
Graf 7: Vývoj měnového páru BRL/USD

Zdroj: Google finance[50]

Běžný účet platební bilance byl ovlivněn nejen vývojem kurzu, ale i ekonomickou situací strategických obchodních partnerů, a to zejména Číny. Saldo běžného účtu se zhoršovalo až do roku 2014, tedy roku, kdy došlo k ukončení politiky kvantitativního uvolňování. Levnější dolar napomohl růstu importu, který kumuloval v roce 2013.

Průměrná úroková sazba nově uzavíraných dluhových kontraktů u vládních a vládou garantovaných dluhů se výrazně snížila, a to ze 7,2 % v roce 2007 až na 1,1 % v roce 2015. Při pohledu na průměr úrokových sazeb všech dluhových kontraktů[51] sjednaných na deset let je patrný nárůst po pádu LehmanBrothers. Ještě před zahájením první etapy kvantitativního uvolňování začaly klesat, avšak po jejím zahájení byl pokles znatelně prudší. V období druhé etapy již pokles není tak výrazný. V období provádění operace twist průměrná úroková sazba z těchto kontraktů dále klesala. Během třetí etapy tato úroková sazba pouze stagnovala. Po ukončení nekonvenční měnové politiky Fedu začala sazba opět růst a postupně se dostala až na předkrizovou hodnotu. Vliv kvantitativního uvolňování je zde patrný, jelikož ekonomická situace v zemi se výrazněji zhoršila až po skončení amerického kvantitativního uvolňování.

[50]Dostupné z: https://www.google.com/finance?q=BRLUSD&ei=L_yKWfGlA5KXUM_alcAN
[51] Dle grafu z Effects of US quantitative easing on Emerging Market Economies, Bhattarai a kol. (2015), s. 9.



Graf 8: Finanční účet platební bilance Brazílie v mld. USD

Zdroj: The World Bank, vlastní zpracování

Co se týče kumulativních kapitálových toků do Brazílie[52], po pádu Lehman Brothers se příliv kapitálu snížil přibližně o 5 miliard USD, a tento vývoj přetrvával i během první etapy kvantitativního uvolňování. Mezi první a druhou etapou však kapitálový tok do země narostl, a to výrazně nad hodnoty před rokem 2008. Během operace twist a třetí etapy kvantitativního uvolňování kapitálové toky do země ještě narostly, a to nejvýrazněji z emerging ekonomik. Po ukončení kapitálové toky do země opět poklesly, avšak zůstaly nad předkrizovými hodnotami.

[52]Dle grafu z Effects of US quantitative easing on Emerging Market Economies, Bhattarai a kol. (2015), s. 10.

Teoretický předpoklad apreciace brazilského realu vůči americkému dolaru se naplnil, stejně tak i předpokládaný vliv vývoje kurzu na import, potažmo běžný účet platební bilance. Vývoj exportu byl však zřejmě silněji závislý na vývoji obchodních partnerů, zejména Číny, ke snižování exportu docházelo až od roku 2010 a ani ukončení politiky kvantitativního uvolňování tento klesající trend neovlivnilo. I dlouhodobé úrokové sazby na americkou měnovou politiku zřejmě zareagovaly, od zahájení kvantitativního uvolňování do jeho ukončení došlo k poklesu úrokových sazeb a poté znovu dosáhly předkrizových hodnot. Kapitálový tok do země se během krize nejprve propadl, aby následně dosáhl hodnot vysoko nad hodnotou před krizí. I zde tedy teoretický vliv kvantitativního uvolňování mohl hrát významnou roli.

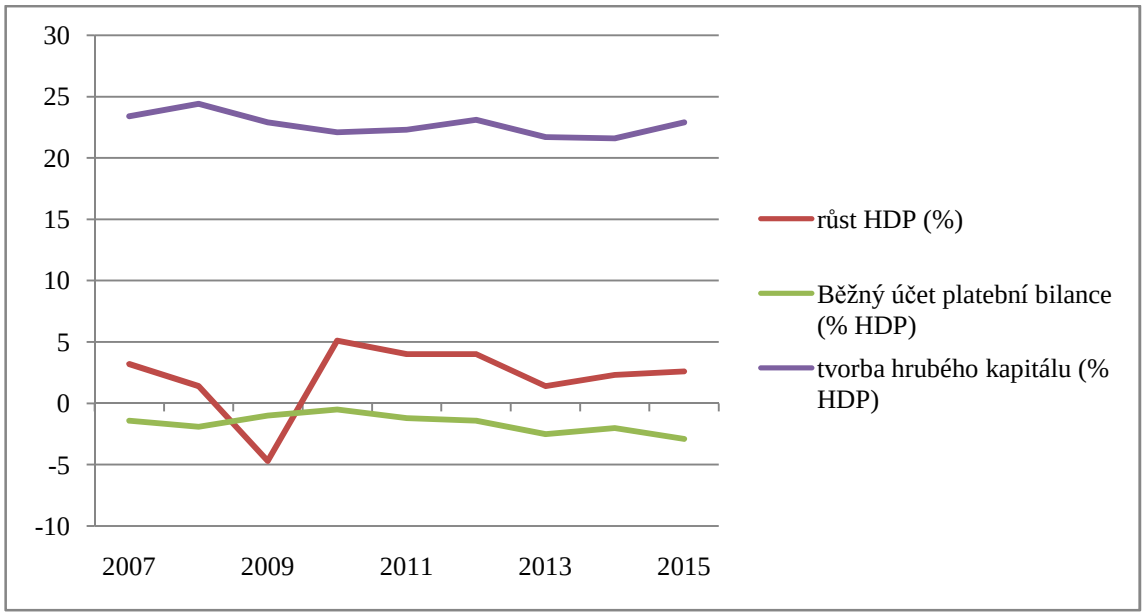
3.4 Mexiko

Spojené státy mexické jsou po Brazílii druhou největší ekonomikou Latinské Ameriky a 11. největší ekonomikou na světě při porovnávání HDP přepočteného paritou kupní síly. Mexiko muselo v minulosti čelit četným ekonomickým krizím, z nichž nejhorší byla krize roku 1994. Mexická ekonomika je silně navázána na ekonomiku Spojených států amerických. Země navíc čelí velkým problémům s přerozdělením bohatství a je silně závislá na příjmech z vývozu ropy.

Před příchodem finanční krize v roce 2007 byla mexická ekonomika v dobrém stavu. Dařilo se snižovat zahraniční zadlužení, inflaci a vylepšit zdraví bankovního sektoru a očekávání analytiků byla kladná. Jak se však krize prohlubovala, Mexiko muselo čelit propadu poptávky po mexickém vývozu. Na finančních trzích panovala panika a všichni se snažili mít svůj kapitál pod kontrolou a vyhnout se riziku. Z toho důvodu měly subjekty emerging ekonomik jen omezenou možnost financovat se na mezinárodních finančních trzích. Mexičani, kteří emigrovali do USA, přicházeli o práci, a tak svým mexickým rodinám přestali posílat peněžní prostředky.

Mexický finanční trh nebyl v tak dobré kondici jako trh bankovní. Subjekty se zapojovaly do velmi rizikových operací spočívajících ve spekulaci proti depreciaci mexického pesa. Depreciace však přišla a s ní i otázka nesolventnosti zapojených institucí. Investoři v mexický finanční trh ztratili důvěru, a tak byl trh nelikvidní a velmi volatilní.

Centrální banka se pokusila situaci stabilizovat prostřednictvím intervencí na měnovém trhu. Pro uspokojení zvýšené poptávky po amerických dolarech, snížení volatility měnového kurzu a zvýšení likvidity tak začala prodávat americkou měnu. Zároveň zvýšila úrokové sazby na dolarová depozita uložená v centrální bance a zavedla novou facilitu, na jejíž ručení mohl být použit rozšířený okruh finančních aktiv. Byl uzavřen měnový swap mezi mexickou a americkou centrální bankou pro dodání dolarové likvidity mexickým subjektům. Mexická vláda se snažila upravit vydávání státních dluhopisů poptávce. Bylo tak vydáváno více krátkodobých a méně dlouhodobých dluhopisů, aniž by byl změněn celkový objem emise.



Graf 9: Vybrané makroekonomické indikátory Mexika

Zdroj: The World Bank, vlastní zpracování

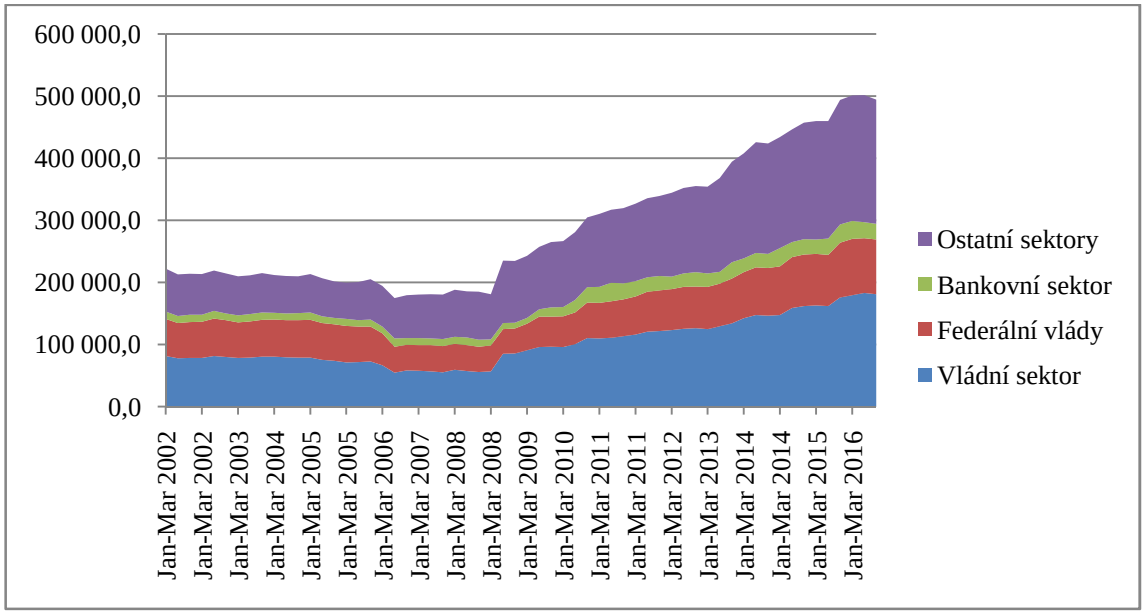
Jak je vidět na grafu číslo 9, finanční krize se na ekonomickém růstu Mexika nejvíce projevila v jejím úvadu. Dopad finanční krize v letech 2008 a 2009 na Mexiko byl nejvýraznější nejen ze zemí Latinské Ameriky, ale také z celé skupiny emerging ekonomik, a to zejména díky závislosti mexického exportu na americké poptávce po mexických artiklech. Spolu s finanční krizí působilo v roce 2009 i šíření prasečí chřipky právě z Mexika do celého světa. Ovšem již v roce 2010 růst HDP převýšil hodnotu roku 2007, a to téměř o dva procentní body. V následujících letech se růst HDP vrátil k předkrizovým hodnotám a po toto období se pohyboval kolem 3 %.

Graf číslo 9 ukazuje rovněž vývoj poměru běžného účtu platební bilance k HDP. Zatímco HDP v prvních rocích finanční krize pokleslo, tento poměr zaznamenal mírné zlepšení. Konkrétně z -1,4 % v roce 2007 až na -0,5 % v roce 2010. V dalších letech však vlivem vývoje měnového kurzu a vlivem vývoje cen na komoditních trzích se tento poměr začal vzdalovat od rovnovážné nulové hodnoty. V roce 2015 tak poměr běžného účtu platební bilance k HDP dosáhl hodnoty – 2,9 %.

Tvorba hrubého kapitálu, potažmo národní úspory v roce 2007 tvořily 23,4 % hrubého národního produktu. V průběhu finanční krize došlo pouze k velmi mírnému poklesu, který trval do roku 2014, konkrétně o 1,8 procentního bodu. Již v roce 2015 však Spojené státy mexické tento pokles skoro celý dokázaly smazat, když tvorba hrubého kapitálu tvořila 22,9 %.

3.4.1 Zahraniční zadlužení Mexika

Od roku 2007 až do roku 2014 celková výše zahraničního zadlužení rostla, za toto období zahraniční zadlužení zvýšilo téměř o 140 %, viz graf číslo 10. Mezi lety 2014 a 2015 však došlo k mírnému poklesu. Mexiko mělo na konci roku 2015 celkové zahraniční závazky ve výši 426 334 mil. USD.



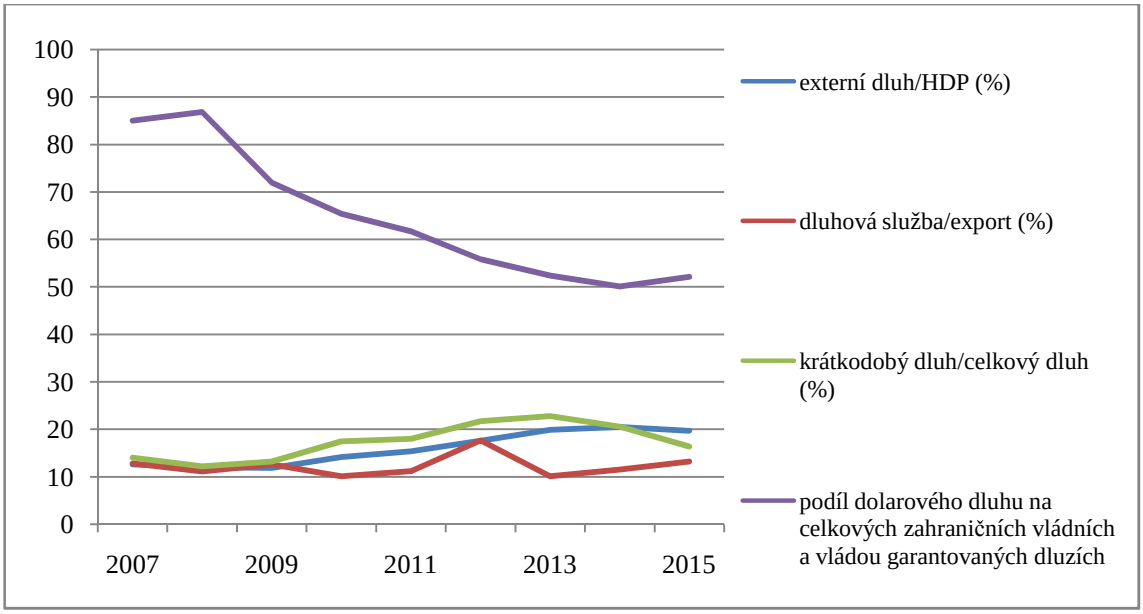
Graf 10: Zahraniční zadlužení Mexika a jeho kompozice v mil. USD

Zdroj: Banco de México, vlastní zpracování

Z údajů mexické centrální banky vyplývá, že největší podíl na zahraničním zadlužení ke konci roku 2015 mají ostatní sektory, zejména nefinanční podniky, které se na zahraničním dluhu podílí 40,4 %. Druhý nejvýznamnější podíl 36,6 % na zadlužení má vládní sektor. Jeho podíl na celkovém zadlužení neklesá, jelikož mexická vláda prováděla expanzivní fiskální politiku a snažila se tak bojovat s nepříznivou ekonomickou situací. Sečteme-li však podíly vládního sektoru a vlád jednotlivých států, celkový dluh veřejného zadlužení je vyšší než ostatní složky zahraničního dluhu. Vývoj Podílu dolarového dluhu na celkovém vládním a vládou garantovaném dluhu je patrný na grafu číslo 11. Od začátku finanční krize jako u jediného ze 4 sledovaných zemí klesal, a to konkrétně z 85 % v roce 2007 až na 50 % v roce 2014. Americký dolar však nebyl nahrazen jinou ze 4 nejvýznamnějších světových měn.

Jak je patrné z grafu číslo 11 na následující straně, tak vybrané indikátory udržitelnosti zahraničního zadlužení odpovídají výraznému nárůstu celkového zahraničního zadlužení vzniklého od roku 2009. Zahraniční zadlužení v poměru k HDP od roku 2009 kontinuálně roste, a to jak vlivem rostoucího zadlužení, tak i vlivem zpomalení mexické ekonomiky v podobě poklesu růstu HDP v roce 2009 o 4,7 %. V roce 2013 pak růst tohoto ukazatele zpomalil.

V období od roku 2008 až do roku 2013 rostl poměr krátkodobého zahraničního dluhu k celkovému zahraničnímu zadlužení, a to celkově o 10,6 %. V následujících letech se však poměr začal přibližovat k předkrizovým hodnotám roku 2008, kdy dosahoval 12,2 %, v roce 2015 činil 16,4 %. Nárůst krátkodobého zadlužení se od roku 2011 projevil i ve výši dluhové služby. Ta vzrostla zejména v letech 2012, 2013 a 2014. Export však poklesl pouze v prvních dvou letech finanční krize, poté konstantně rostl. I díky tomu se poměr dluhové služby k exportu vrátil po vybočení k původnímu trendu.



Graf 11: Vybrané indikátory udržitelnosti zahraničního zadlužení Mexika

Zdroj: International Debt Statistics, vlastní zpracování

Deficit běžného účtu platební bilance se dařilo snižovat až do roku 2010, a to hlavně díky ekonomické recesi strategického obchodního partnera, USA, což zapříčinilo výrazný pokles exportu. Od tohoto roku se deficit stále prohluboval až do roku 2015. Poměr běžného účtu platební bilance k HDP se díky růstu HDP od vypuknutí krize spíše zlepšoval. Zpomalení ekonomického růstu však přišlo s roky 2014 a 2015 a poměr se tak začal vzdalovat od rovnovážné nulové hodnoty. I přes to však tento ukazatel nenasvědčuje tomu, že by měl být deficit běžného účtu pro Mexiko neudržitelným, v roce 2015 činil -1,5 %.

3.4.1.1 Vliv kvantitativního uvolňování

Teoretický vliv kvantitativního uvolňování na kurz mexického pesa vůči americkému dolaru se neprojevil až tak výrazně. Ekonomika Spojených států mexických je silně navázána na ekonomiku USA, proto mexické peso pro investory nebylo příliš vhodnou alternativou k americkému dolaru. Do pádu LehmanBrothersmexické peso vůči americkému dolaru posilovalo, avšak s tímto impulzem ztratilo téměř 30 % své původní hodnoty. Propad se zastavil v únoru roku 2009 a následovalo mírné zhodnocování až do poloviny roku 2011. V té době byla ukončena druhá etapa kvantitativního uvolňování, následovalo období, kdy bylo mexické peso poměrně volatilní a začalo opět mírně posilovat. Apreciace pesa se definitivně zastavila s oznámením o možném zastavení kvantitativního uvolňování, které Ben Bernanke ohlásil v květnu 2013. Od té doby mexické peso depreciovalo. Tento pohyb byl navíc podporován zprávami souvisejícími s možným zvolením Donalda Trumpa do pozice prezidenta Spojených států amerických. V období, kdy Donald Trump nastupoval do funkce, bylo mexické peso nejslabší od počátku nového tisíciletí.

Graf 12: Vývoj měnového páru MXN/USD

Zdroj: Google finance[53]

[53] Dostupné z: https://www.google.com/finance?q=CURRENCY%3AMXN&ei=OJGQWbHRM5GZULj2heAJ

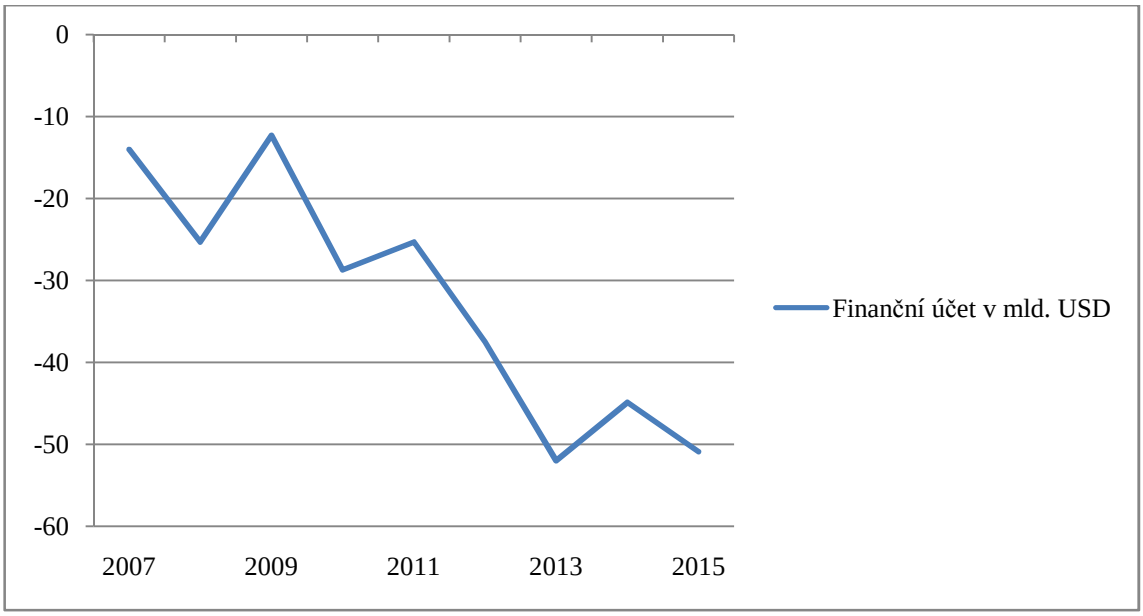
Běžný účet platební bilance byl ovlivněn nejen kvantitativním uvolňováním prostřednictvím kurzu, avšak zejména ekonomickou situací v USA, strategickém obchodním partnerovi. Dále byl ovlivněn vývojem cen komodit, a to zejména ropy.

Průměrná úroková sazba nově uzavíraných dluhových kontraktů u vládních a vládou garantovaných dluhů nejprve v roce 2008 vzrostla o více než jeden procentní bod vlivem nejistoty na finančních trzích. Poté však již následoval její pokles, klesala až do roku 2013, kdy se dostala až na 1,6 %. V roce 2014 tato průměrná sazba začala růst a meziročně vzrostla o 0,6 procentního bodu. Mezi lety 2014 a 2015 sazba dále rostla, a to o 0,9 procentního bodu. Během období, kdy Fed prováděl kvantitativní uvolňování, navíc kromě let 2008 a 2009 rostla doba splatnosti u nově uzavíraných vládních a vládou garantovaných dluhů. Konkrétně z předkrizové hodnoty 25,6 let v roce 2007 až na 37,3 roky v roce 2011. Až do roku 2014 se tato průměrná doba splatnosti pohybovala kolem třiceti let, avšak v roce 2015 se propadla na 21,1 let. I přes to však rostl poměr krátkodobého dluhu k dluhu celkovému.

Co se týče průměrné úrokové sazby ze všech sjednaných dluhových kontraktů[54] na deset let, s pádem LehmanBrothers nezaznamenala výraznější výkyv. Sazba pouze dosáhla svého maxima a začala postupně klesat. Výraznější pokles přišel až s počátkem politiky kvantitativního uvolňování, kdy se sazba propadla zhruba o jeden procentní bod. Následně sazba klesala velmi pozvolně, až do ukončení třetí etapy kvantitativního uvolňování. Od vypuknutí krize až do konce kvantitativního uvolňování došlo k poklesu průměrné úrokové sazby u dluhových kontraktů se splatností 10 let o zhruba 3 procentní body. Po ukončení kvantitativního uvolňování Fedu však nedošlo k výraznějšímu nárůstu této průměrné úrokové míry, stále se pohybovala kolem 3 %.

Pád Lehman Brothers s sebou přinesl odliv kapitálu[55] ze Spojených států mexických. První etapa kvantitativního uvolňování zastavila navyšování odlivu kapitálu a ten tak stagnoval. Po ukončení první etapy se však rychle kumulativní tok kapitálu obrátil a začal do země proudit. Kumulativní tok kapitálu do země rostl až do ukončení poslední etapy kvantitativního uvolňování. S tímto ukončením byl spojen pokles kumulativního toku kapitálu do země, avšak stále zůstal vysoko nad předkrizovými hodnotami.

[54] Dle grafu z Effects of US quantitative easing on Emerging Market Economies, Bhattarai a kol. (2015), s. 9
[55] Dle grafu z Effects of US quantitative easing on Emerging Market Economies, Bhattarai a kol. (2015), s. 10.



Graf 13: Finanční účet platební bilance Spojených států mexických

Zdroj: The World Bank, vlastní zpracování

Jednotlivé etapy kvantitativního uvolňování zastavovaly vlnu znehodnocování mexického pesa vůči americkému dolaru. Díky závislosti mexické ekonomiky na exportu do USA však vzniklé apreciace související s kvantitativním uvolňováním nebyly až tak výrazné. Vliv nekonvenční měnové politiky Fedu však byl pozorovatelný, například s propadem mexického pesa po prohlášení Bena Bernankeho v květnu 2013 o možném zastavení politiky kvantitativního uvolňování. Průměrná úroková sazba nově uzavíraných dluhových kontraktů u vládních a vládou garantovaných dluhů v období, kdy Fed prováděl kvantitativní uvolňování, pozvolna klesala. Poté začala pomalu znovu stoupat. Navíc se prodlužovala průměrná doba splatnosti těchto dluhových kontraktů. Průměrná úroková sazba se všech sjednaných desetiletých dluhových kontraktů se po zahájení politiky kvantitativního uvolňování výrazněji propadla. Následoval její pozvolný pokles až do ukončení kvantitativního uvolňování Fedu. Poté již pouze stagnovala. Nárůst kumulativního toku kapitálu do země se projevil až po ukončení první etapy kvantitativního uvolňování. Poté však rostl poměrně výrazně, a to až do ukončení využívání tohoto nekonvenčního nástroje měnové politiky, kdy opět poklesl.

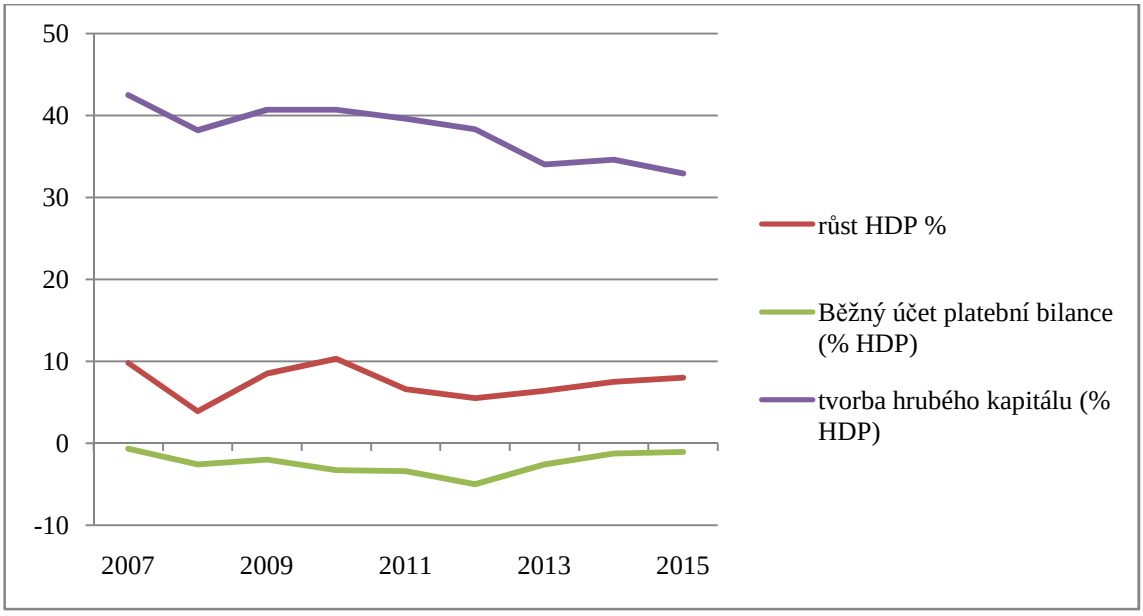
3.5 Indie

Indie je sedmou největší zemí na světě a po Číně druhou nejlidnatější zemí, navíc má nejmladší populaci na světě. Hlavním zdrojem ekonomického růstu země je sektor služeb, který tvoří necelých 58 % indického HDP. Nejvíce obyvatel je však stále zaměstnán v zemědělství, které tvoří téměř 18 % HDP. Vláda v roce 2016 vyhlásila iniciativu „Made in India“, která by měla přilákat zahraniční investice do výroby, zlepšit podnikatelské prostředí v zemi a zvýšit tak podíl průmyslu na HDP.

Indie se po získání nezávislosti v roce 1947 vydala cestou státních zásahů, navíc se musela vypořádat s pozůstatkem kolonialismu, a to velkým podílem zemědělství na HDP země[56]. Až v roce 1991 začalo v zemi docházet k ekonomické liberalizaci. Ekonomika se díky nové politice otvírala zahraničním investorům, došlo ke snížení dovozních cel a snížení administrativní zátěže při importu do země. Došlo rovněž k zavedení plné směnitelnosti indické rupie. Docházelo k eliminaci státních podniků prostřednictvím snižování jejich rozpočtu. Velký nárůst v podílu na HDP zaznamenal sektor služeb, a to nejen díky liberalizaci bankovnictví, ale zejména díky outsourcingu nadnárodních společností právě do Indie.

Na počátku 21. století země dosahovala ročního růstu HDP ve výši 7,5 %, avšak vývoj v jednotlivých státech Indie se výrazně lišil[57]. Rezervní bance Indie se aktivním obchodováním na měnových trzích podařilo snížit nejistotu investorů související s příchodem globální finanční krize. Rovněž díky fiskální expanzi zmírňující pokles soukromých investic a spotřeby propad růstu HDP nebyl tak vysoký jako v jiných emerging ekonomikách. Indický bankovní trh byl výrazně regulován, a proto i přes zvýšenou míru nesplácených aktiv bank nedošlo k výraznějším potížím bankovního sektoru. Mezi problémy současné Indie můžeme řadit nedostatečně rozvinutou infrastrukturu, která zemi brání naplno využít svůj potenciál. V zemi je vysoká míra korupce a organizovaného zločinu zejména v politické sféře, dále přebujelá byrokracie brzdící snahy otevření nových podniků (Viswanathan, 2010).

[56] V roce 1947 činil 50%.
[57] Například ve státě Uttarakhand byl růst 13,7 %, zatímco v Assamu pouze 5,8 %.



Graf 14: Vybrané makroekonomické indikátory Indie

Zdroj: The World Bank, vlastní zpracování

Dle grafu číslo 14 růst HDP byl postižen v roce 2008, kdy meziročně poklesl téměř o 6 procentních bodů. V následujících letech se však podařilo růst HDP postupně navyšovat až na předkrizovou hodnotu. Po roce 2010 však začal růst HDP opět klesat. Tento pokles se zastavil v roce 2014 a následně meziročně mírně vzrostl, konkrétně o půl procentního bodu. Deficit běžného účtu platební bilance v poměru k HDP se po roce 2007 v Indii začal prohlubovat. Konkrétně z hodnoty -0,7 % v roce 2007 se dostal až na hraniční hodnotu udržitelnosti deficitu běžného účtu -5 % v roce 2012. Do roku 2015 se však indické ekonomice podařilo přiblížit se zpět k nulové rovnovážné hodnotě. V roce 2015 poměr běžného pčtu platební bilance k HDP činil -1,1 %.

Výraznější pokles, který se dodnes Indii nepodařilo zastavit, je patrný v případě podílu tvorby hrubého kapitálu na hrubém domácím produktu. V roce 2007 činil 42,5 % a hned v roce 2008 poklesl na 38,2 %. Do roku 2010 se ještě podařilo zhruba polovinu ztráty smazat, avšak od roku 2010 až do roku 2015 klesal, až se dostal na 32,9 %.

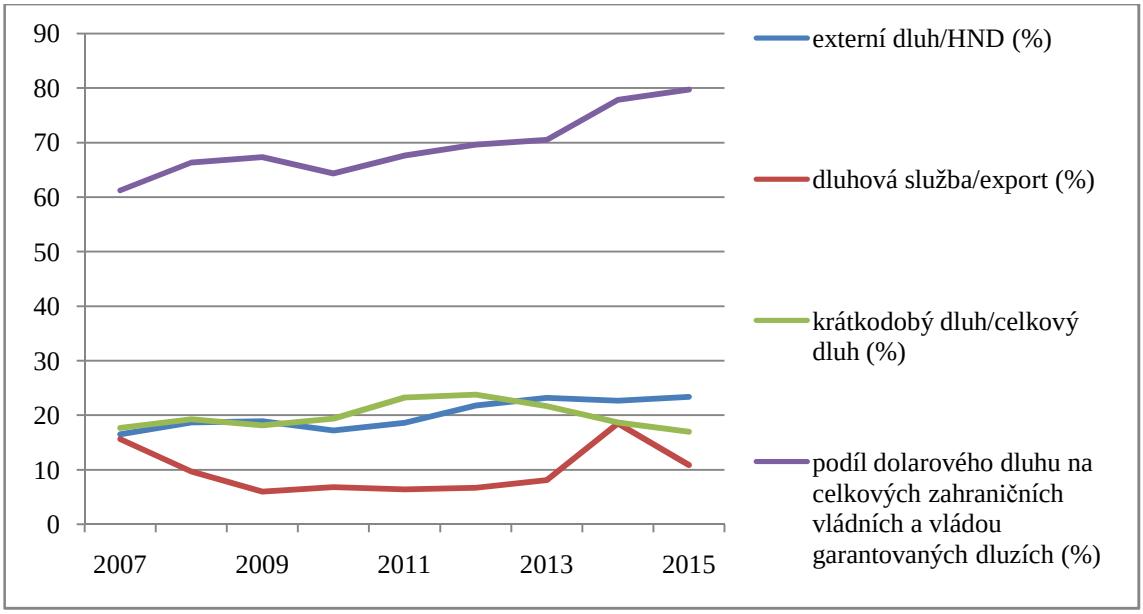
3.5.1 Zahraniční zadlužení Indie

Celkové zahraniční zadlužení se od roku 1990 zvyšuje, a to jak nominálně, tak v poměru k HDP. V září roku 2016 dosáhlo zahraniční zadlužení Indie 484 262 mil. USD. Podíl vládního dluhu na celkovém zahraničním zadlužení se v čase vyvíjí poměrně kontinuálně, pohybuje se kolem 20 % a v poslední době se jeho podíl mírně snižuje.

Co se týče měnového složení zahraničního zadlužení země[58], dominuje mu americký dolar. Podíl zahraničních dluhů denominovaných v dolarech od roku 2010 pomalu roste a v roce 2015 se na zahraničních dluzích podílel 58,3 %. Ani zastoupení dluhů denominovaných v indické rupii není zanedbatelný, je to druhá nejvýznamnější měna. V roce 2015 byl podíl zahraničních dluhů v rupiích 27,8 %. K dalším významným měnám lze řadit japonský yen, čerpání SDR a euro.

Měnové složení vládních a vládou garantovaných dluhů se mírně liší. Můžeme ho pozorovat na grafu číslo 15. Od roku 2007 do roku 2015 se zvýšil podíl dluhů denominovaných v americkém dolaru, a to o 16,8 procentního bodu, na 84,1 %. Druhou nejvýznamnější měnou je japonský yen, jehož podíl však klesá ve prospěch amerického dolaru. Klesá i podíl eurových dluhů a dluhů v SDR. Mezi nejvýznamnější věřitele indické vlády patří i mezinárodní finanční instituce v čele s IDA[59] a IBRD, které zemi poskytnutím půjček pomohly v roce 1991 odvrátit hrozbu státního bankrotu. Ze zemí je pak nejvýznamnějším věřitelem Japonsko, poté Německo, Rusko, Francie a Spojené státy americké.

[58] Data čerpána z indického ministerstva financí.
[59] International DevelopementAssociation, součást Světové banky.



Graf 15: Vybrané indikátory udržitelnosti zahraničního zadlužení Indie

Zdroj: International DebtStatistics, vlastní zpracování

Jak je patrné z grafu číslo 15, s počátkem finanční krize zaznamenal poměr zahraničního zadlužení k hrubému národnímu důchodu v roce 2008 mírný nárůst, již v roce 2009 však tento ukazatel stagnoval a v roce 2010 se dokonce snížil a dostal se téměř na původní hodnotu roku 2007. Poté však došlo k nárůstu tohoto ukazatele až na 23,3 % v roce 2013, kdy v podstatě stagnoval. Vývoj tohoto ukazatele byl ovlivněn spíše s nárůstem celkového zahraničního zadlužení, jelikož hrubý národní důchod poklesl pouze v úvodu finanční krize, poté rostl.

Vývoj indikátoru udržitelnosti zahraničního zadlužení sledující likviditu představený poměrem dluhové služby k exportu zaznamenal výraznější pokles mezi lety 2007 a 2009. Poměr poklesl z 15,6 % až na 6 %. Hlavní vliv měl výrazný pokles dluhové služby, která z 39 mld. USD v roce 2007 spadla na 17 mld. USD v roce 2009. Od tohoto roku pak již až do roku 2014 rostla. V roce 2014 se díky výraznému nárůstu dluhové služby vzrostl i poměr dluhové služby k exportu. Během let 2007 a 2014 navíc nijak nepoklesl export, naopak pokračoval v mírně růstovém trendu, což napomohlo pozitivnímu vývoji tohoto ukazatele.

Vývoj poměru krátkodobého dluhu k dluhu celkovému nebyl ve sledovaném období příliš výrazný. Nejprve se z hodnoty 17,7 % v roce 2007 vyšplhal na 23,8 % a následně poklesl zpět k 17 %. Deficit běžný účtu platební bilance zaznamenal výrazné prohloubení, a to díky vývoji měnového kurzu indické rupie a amerického dolaru. Došlo také k výraznému nárůstu importu zboží, služeb a prvotních důchodů do země. Poměr běžného účtu platební bilance k HDP se tak nejprve vzdaloval od nulové rovnovážné hodnoty, avšak nikterak neatakoval hranici udržitelnosti. Nejvíce se od rovnovážné úrovně vzdálil v roce 2012, kdy poměr běžného účtu k HDP dosáhl necelých -1,5 %. Od tohoto roku začal import zboží, služeb a primárních důchodů opět mírně klesat.

3.5.1.1 Vliv kvantitativního uvolňování

Jak je vidět na grafu číslo 16 na následující straně vývoj kurzu indické rupie vůči americkému dolaru po pádu Lehman Brothers ztratil téměř 20 % své hodnoty. Znehodnocení nezastavilo ani spuštění první etapy kvantitativního uvolňování ve Spojených státech amerických, avšak v březnu roku 2009 začala indická měna vůči měně USA mírně apreciovat. Apreciace pokračovala až do června roku 2011, kdy byla první etapa kvantitativního uvolňování ukončena a kdy měna opět výrazněji slábla, a to až do června 2012. Výrazný pokles byl vystřídán mírným zhodnocováním indické rupie vůči americkému dolaru. Toto zhodnocení však ukončilo prohlášení Bena Bernankeho v květnu roku 2013 o možném zastavení politiky kvantitativního uvolňování. Od tohoto oznámení indická rupie oslabila do února 2016 o více než 20 %. Od té doby již s mírnými výkyvy stagnuje.

Graf 16: Vývoj měnového páru INR/USD

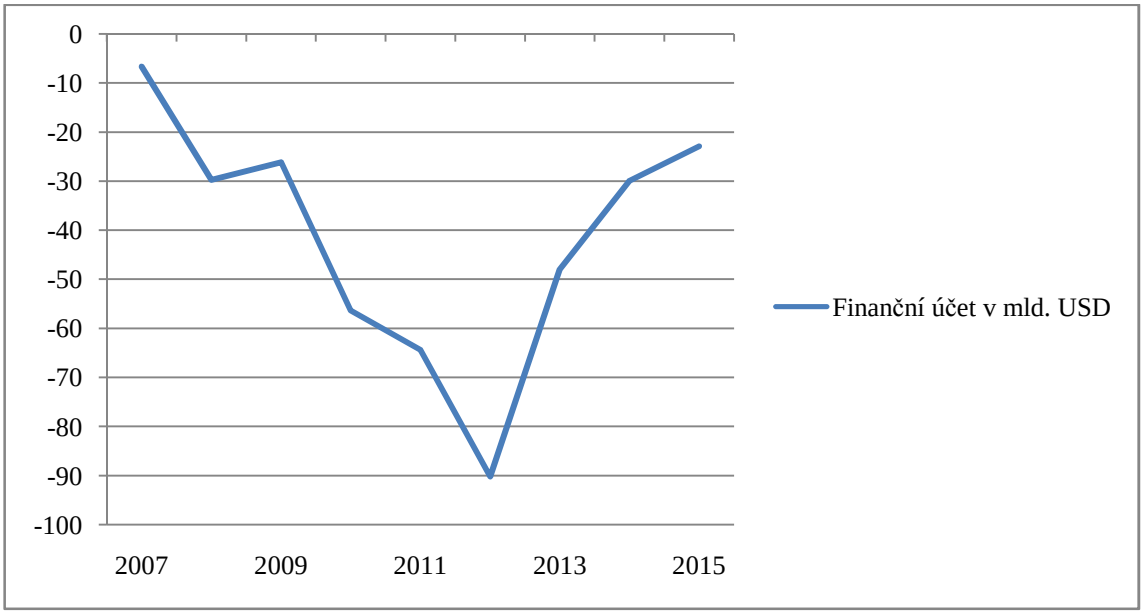
Zdroj: Google finance[60]

Co se týče průměrné úrokové sazby nově sjednávaných dluhových kontraktů u vládních a vládou garantovaných dluhů, ta od roku 2007 poklesla ze 4,5 % až na 1,4 % v roce 2009 a 2010. Mírně se zvýšila pouze v roce 2013, a to na 2,6 %. Ani v letech po ukončení kvantitativního uvolňování Fedu se nikterak nenavýšila. Průměrná doba splatnosti u nově uzavíraných vládních a vládou garantovaných dluhů se zvýšila, avšak nikterak výrazně. Od roku 2013 pak můžeme pozorovat pokles této průměrné doby splatnosti. V roce 2007 činila téměř 20 let, avšak v roce 2015 již pouze necelých 12 let.

Průměrná úroková sazba ze všech sjednaných dluhových kontraktů[61] na deset let po pádu LehmanBrothers překvapivě ihned poklesla. Tento vývoj mezi emerging ekonomikami zaznamenala pouze Indie, Indonésie a Chile. Po zahájení první etapy kvantitativního uvolňování Fedu opět klesla, avšak při ukončení této etapy byla tato sazba na stejné hodnotě jako při jejím zahájení. Další etapy kvantitativního uvolňování však další propad této průměrné úrokové sazby nepřinesl. Sazba v podstatě stagnovala až do oznámení o možném ukončení politiky kvantitativního uvolňování Fedu v květnu 2013, které přineslo její mírný nárůst.

[60] Dostupné z: https://www.google.com/finance?q=CURRENCY%3AINR&ei=mJGQWdmON8yDUILMiegD
[61] Dle grafu z Effects of US quantitative easing on Emerging Market Economies, Bhattarai a kol. (2015), s. 9.

Kumulativní tok kapitálu do země se od roku 2008 mírně snížil. První etapa kvantitativního uvolňování Fedu pak snižování zastavila a kumulativní tok kapitálu do země stagnoval. Po ukončení první etapy však příliv kapitálu do země začal růst. S druhou a třetí etapou se růst kumulativního toku kapitálu do země zastavil a během druhé etapy dokonce mírně poklesl. Pokles byl zaznamenán i po oznámení o možném ukončení kvantitativního uvolňování Fedu. Běžný účet platební bilance Indie byl ovlivněn zejména vývojem měnového kurzu indické rupie vůči americkému dolaru. Výrazně vzrostl import zboží, služeb a primárních důchodů. Export zboží, služeb a primárních důchodů nezaznamenal výraznější pokles, naopak pokračoval v mírně růstovém trendu.



Graf 17: Finanční účet platební bilance Indie v mld. USD

Zdroj: The World Bank, vlastní zpracování

Měna byla kvantitativním uvolňováním amerického Fedu ovlivněna až od března roku 2009, kdy vůči americkému dolaru začala mírně posilovat. S ukončením první etapy kvantitativního uvolňování však indická měna začala znovu oslabovat. Další vlna apreciace přišla až s červnem 2012, kdy probíhala takzvaná operace twist. Prudké oslabení kurzu přišlo s oznámením Bena Bernankeho o možném ukončení kvantitativního uvolňování v květnu 2013. Průměrná úroková sazba u nově sjednávaných vládních a vládou garantovaných dluhů se splatností 10 let začala v roce 2008, kdy bylo zahájeno kvantitativní uvolňování Fedu, klesat. Další vývoj měnové politiky Fedu však dopad na tuto úrokovou sazbu neměl. Možný dopad mohlo mít oznámení o ukončení kvantitativního uvolňování v roce 2013, což byl jediný rok, ve kterém tato sazba rostla.

Průměrná úroková sazba ze všech sjednaných dluhových kontraktů s desetiletou splatností ihned po pádu LehmanBrothers klesala, a to bez výraznějšího výkyvu až do roku 2013. Zde mohlo hrát mírný vliv oznámení o možném ukončení kvantitativního uvolňování Fedu, když se tato úroková sazba začala navyšovat. Při pohledu na vývoj kumulativního toku kapitálu do země se jeví, že kvantitativní uvolňování nepřineslo výraznější příliv do země. Během doby, kdy jednotlivé etapy kvantitativního uvolňování probíhaly, začal tok kapitálu do země stagnovat či dokonce v případě druhé etapy klesat. Mírný propad bylo možné pozorovat i po oznámení Bena Bernankeho o možném ukončení nekonvenční měnové politiky Fedu, které vydal v květnu roku 2013.

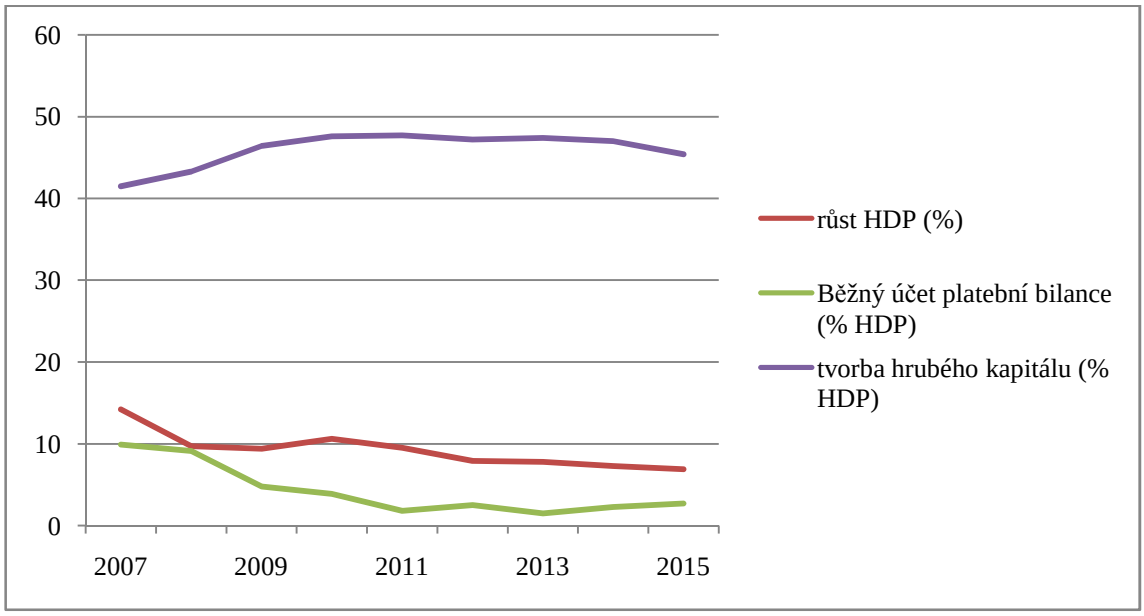
3.6 Čína

Čína se v roce 2014 stala největší ekonomikou světa, když dle Mezinárodního měnového fondu předběhla Spojené státy americké ve výši HDP[62]. Jelikož se však jedná o nejlidnatější zemi světa, v přepočtu HDP na obyvatele za vyspělými státy stále pokulhává. Čínská ekonomika je charakteristická centrálním plánováním v pětiletých cyklech. Čína na konci 70. let 20. století uznala, že je socialismus slučitelný s tržním hospodářstvím. Prostřednictvím programu čtyř modernizací (zemědělství, průmysl, věda a technika, armáda[63]) došlo k přechodu na socialistickou tržní ekonomiku. V roce 2005 už bylo 70 % kapitálu v rukách soukromých subjektů. Významným přínosem pro ekonomiku země bylo i zavedení politiky otevřených dveří, která spočívala v uvolnění přístupu zahraničních firem na domácí trh a zapojení Číny do mezinárodního obchodu. Byly vytvořeny ekonomické zóny, v kterých mohli zahraniční investoři využívat různé výhody (daňové, celní či administrativní).

Pro začátek nového tisíciletí byl v pětiletých plánech komunistické strany zahrnut osmiprocentní roční ekonomický růst, který by zajistil nová pracovní místa pro občany narozené v dobách populační exploze 80. let. I přes celkové zpomalení světové ekonomiky na počátku 21. století[64] byl tento cíl naplněn až do roku 2012. V roce 2001 Čína vstoupila do Světové obchodní organizace (dále jen WTO), s čímž byly spojeny nové reformy pro snížení dovozních cel, odbourání omezení dovozu, zrušení subvencí státním podnikům[65], zpřístupnění všech sektorů ekonomiky k investování zahraničního kapitálu (například pojišťovnictví, telekomunikace a částečně i bankovnictví) a ochranu duševního vlastnictví. Reformy měly za důsledek zvýšení nezaměstnanosti, ale také růst zapojení Číny do zahraničního obchodu.

[62] HDP přepočtené na americké dolary dle parity kupní síly.
[63] Čína má dnes nejrychleji rostoucí armádní rozpočet a největší armádu světa.
[64] Díky splasknutí IT bubliny či počátku války proti terorismu.
[65] Takzvané rozbití železné misky rýže.

Růst čínského hrubého národního produktu překračoval 10 % až do příchodu finanční a hospodářské krize mezi lety 2007 a 2008. Krize zapříčinila pokles exportu do zemí postižených krizí, zejména rozvinutých zemí, a pokles růstu hrubého národního produktu. Rostla nezaměstnanost, poklesly přímé zahraniční investice a díky nadprodukci byla inflace vystřídána deflací. Reakce čínského veřejného sektoru však podpořila ekonomický růst v zemi. Vládní program byl založený na podpoře dostupného bydlení prostřednictvím uvolnění úvěrových omezení a snížení daňového zatížení nemovitostí. V roce 2010 tempo růstu HDP dosáhlo 10 % a mírně vzrostla inflace. Od roku 2010 však tempo růstu HDP klesá.



Graf 18: Vybrané makroekonomické indikátory Číny

Zdroj The World Bank, vlastní zpracování

Pro Čínu byla globální ekonomická krize lekcí, že jednostranné zaměření ekonomiky na export se nemusí vyplatit. V Číně se tak začíná aktivovat silná domácí poptávka. Čínská vláda přijala reformu sociálního a zdravotního pojištění a zavedla zákon o celonárodní minimální mzdě. Vláda se tak snaží přimět domácnosti, aby začaly spotřebovávat jejich úspory, které tvoří zhruba 40 % disponibilních příjmů. Vláda také zvýšila její výdaje do infrastruktury země. Díky růstu mezd došlo ke zvýšení poptávky po luxusním zboží ze strany domácností, avšak růst mzdových nákladů přinutil některé podniky přesunout pracovně nejnáročnější výrobu do levnějších zemí jako Bangladéš či Vietnam.

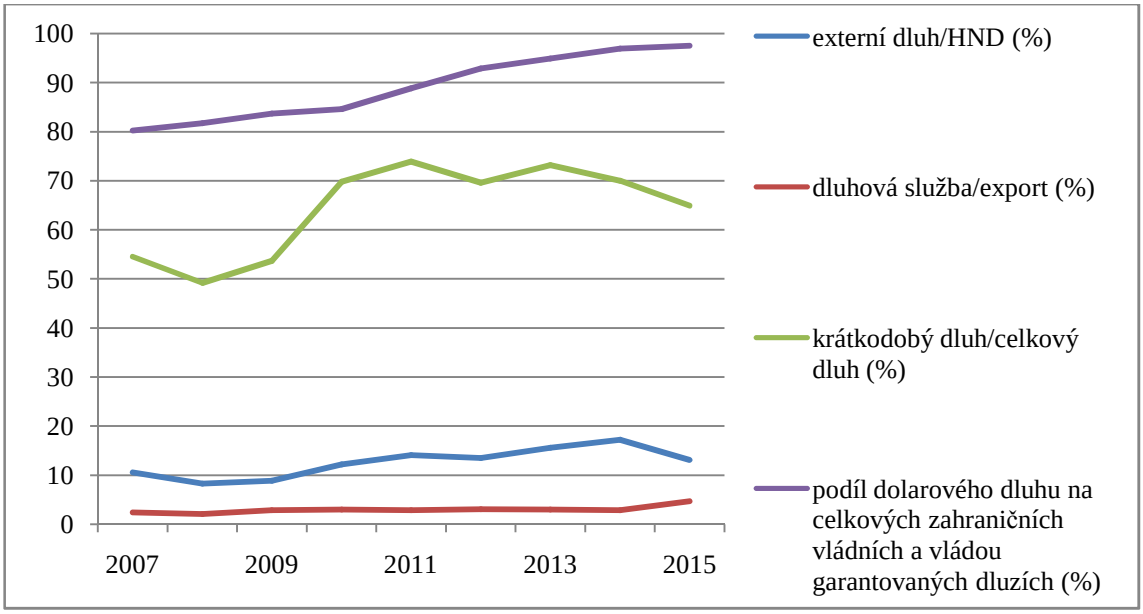
Díky podpoře exportu prostřednictvím cíleného podhodnocování kurzu čínského renminbi má People´s Bank of China největší devizové rezervy na světě, z kterých více než polovinu tvoří americké dolary. V říjnu roku 2016 bylo renminbi zařazeno mezi měny, z kterých jsou vypočítávány nároky na SDR. Celosvětovou rezervní měnou se však ještě nestalo, v rozvahách centrálních bank je k vidění pouze omezeně. Navíc od zařazení čínské měny do měnového koše, z kterého se vypočítávají nároky na SDR, nedošlo ke slíbenému rozšíření volné použitelnosti renminbi. Čínská centrální banka na měnovém trhu zřejmě opět zasahuje, a to zejména proto, aby nedocházelo k odlivu úspor domácností do zahraničí[66].

Snaha omezit export ve prospěch domácí spotřeby se projevila v poměru běžného účtu platební bilance k HDP. Tento ukazatel se začal přibližovat přípustnému pásmu <-5 %; 5 %>. Z 9,9 % v roce 2007 se poměr dostal až na 1,5 % v roce 2013. Od tohoto roku opět mírně vzrostl.

3.6.1 Zahraniční zadlužení Číny

Čínský dluh vůči zahraničí od roku 2007 velmi výrazně vzrostl, a to z 373 mld. USD v roce 2007 až na 1 770 mld. USD v roce 2014. Průměrně se tak jedná přibližně o 60% meziroční nárůst zahraničního zadlužení. Vzhledem k velikosti čínského HDP a HND, které navíc stále výrazně roste, se však tento absolutní nárůst zahraničního zadlužení výrazně neprojevuje v ukazateli udržitelnosti zahraničního zadlužení, který tyto dvě veličiny poměřuje. Při pohledu na poměr externího dluhu k hrubému národnímu důchodu můžeme pozorovat mezi lety 2007 a 2015 mírný nárůst. Měnovému složení státního a státem garantovaného dluhu dominuje americký dolar, který mezi lety 2007 a 2015 ještě navýšil svůj podíl z 80 % na 97,5 %. Zbytek vládních a vládou garantovaných zahraničních dluhů je denominován převážně v eurech, méně pak v japonských jenech. Celkově je čínský zahraniční dluh zhruba z poloviny denominován v renminbi a zbytek je tvořen jinými měnami.

[66] https://www.patria.cz/zpravodajstvi/3545211/cina-prisneji-kontroluje-juan-dukaz-proti-mezinarodnimu-uziti-meny.html



Graf 19: Vybrané indikátory udržitelnosti zahraničního zadlužení Číny

Zdroj: International Debt Statistics, vlastní zpracování

Oproti ostatním emerging ekonomikám je zde patrný výrazně odlišný vývoj poměru krátkodobého dluhu k dluhu celkovému. Zatímco ve zbývajících sledovaných emerging ekonomikách tento ukazatel nepřekročil 25 %, tak v případě Čínské lidové republiky se poměr krátkodobého dluhu na dluhu celkovém pohybuje ve sledovaném období v rozmezí od 50 % do 75 %. Po roce 2008 tento ukazatel narostl z předkrizových 54,5 % na 73,9 % v roce 2011. Při nízké míře zadlužení by vyšší podíl krátkodobého dluhu nemusel představovat až tak výrazný problém, avšak s rostoucím absolutním zadlužením by to potencionálně mohl být rizikový faktor pro udržitelnost zahraničního zadlužení. Od roku 2013 se však daří tento ukazatel snižovat.

Poměr dluhové služby k exportu je díky velmi vysokému exportu zejména zboží, který navíc stále roste, stabilně nízký a pohybuje se kolem 3 %. Celkové prostředky vynaložené na obsluhu dluhu však s narůstajícím zadlužením také výrazně rostou. Od roku 2007 do roku 2015 vzrostly skoro čtyřikrát.

Vývoj poměru běžného účtu platební bilance k HDP je silně ovlivněn vývojem kurzu čínského renminbi a také snahou o změnu struktury HDP. Čínská vláda vyvíjí snahu o přechodu od ekonomiky založené na exportu do vyspělých zemí na ekonomiku, která bude poháněna zejména domácí spotřebou. Vzhledem k těmto okolnostem se Číně daří tento ukazatel přibližovat rovnovážné nulové hodnotě. Od hodnoty 4 % v roce 2007 se tak dostala až na hodnotu 0,9 % v roce 2013. V následujících dvou letech se díky oživení zahraniční poptávky po čínském exportu znovu mírně navýšil přebytek běžného účtu platební bilance a tento ukazatel tak mírně vzrostl, konkrétně na 1,7 % v roce 2015.

3.6.1.1 Vliv kvantitativního uvolňování

Dopad kvantitativního uvolňování Fedu na vývoj kurzu čínského renminbi[67] vůči americkému dolaru je poměrně nejasný a neprůkazný díky manipulaci The People's Bank of China s jeho vývojem. Díky tomu je Čína mnohdy vyřazována z empirických verifikací vlivu kvantitativního uvolňování na emerging ekonomiky. Od července 2008 až do června 2010 Čínská centrální banka reagovala na finanční krizi v USA zavěšením renminbi na americký dolar a Mezinárodní měnový fond klasifikoval režim měnového kurzu jako crawling peg. Centrální banka udržovala kurz renminbi vůči americkému dolaru na 0,146 USD za 1 juan. Vliv první etapy kvantitativního uvolňování Fedu je tak nejasný. V červnu roku 2010 Čínská centrální banka zvýšila flexibilitu renminbi a tak začala čínská měna vůči dolaru výrazně posilovat. Toto posilování však bylo stále pod kontrolou Čínské centrální banky a tak nelze učinit žádný závěr o vlivu kvantitativního uvolňování na kurz tohoto měnového páru. Posilování čínské měny probíhalo až do ledna roku 2014, a to i přes zpomalování ekonomického růstu země. V roce 2014 však čínská měna začala vůči americkému dolaru oslabovat. V srpnu 2015 navíc došlo k řízené devalvaci čínského renminbi a došlo tak k nejprudšímu dennímu poklesu od roku 1994. Centrální banka označila devalvaci pouze za nutný krok, který učinila v souvislosti s budoucím vykazováním oficiálního kurzu, avšak byla nařčena z řízené úpravy kurzu s cílem posílení konkurenceschopnosti čínského exportu v zahraničí a odložení navýšení základní úrokové sazby Fedu. Nárůst této sazby by totiž mohl znamenat odliv kapitálu ze země.

[67] Data čerpána z Google Finance dostupné z: https://www.google.com/finance?q=CURRENCY%3ACNY&ei=YpKQWZmtGMLQU5LBuagG

Graf 20: Vývoj měnového páru CNY/USD

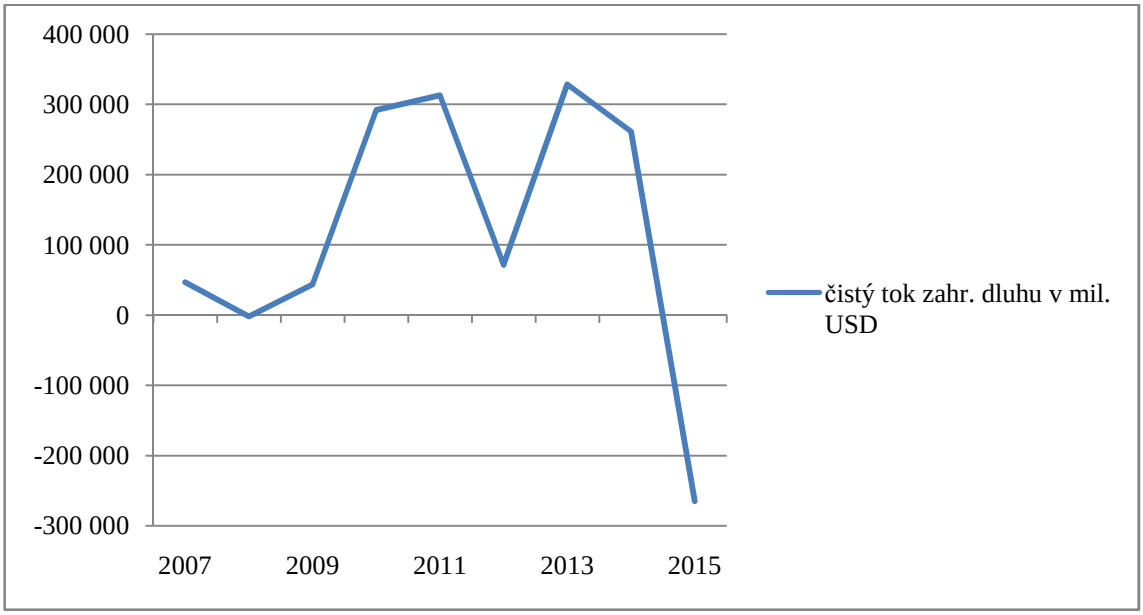
Zdroj: Google finance[68]

Vzhledem k neprůkaznému vlivu kvantitativního uvolňování Fedu na kurz renminbi a amerického dolaru je obtížné sledovat i vliv na běžný účet platební bilance Číny. Vzhledem ke snížené zahraniční poptávce po exportu přebytek běžného účtu platební bilance klesal v letech 2009 až 2011.

Průměrná[69] úroková sazba nově sjednávaných dluhových kontraktů u vládních a vládou garantovaných dluhů od roku 2007 poklesla ze 4,8 % v roce 2007 až na 0,5 % v roce 2012. Ani po ukončení kvantitativního uvolňování Fedu nedošlo k výraznějšímu navýšení této průměrné úrokové sazby. Čína se od ostatních sledovaných emerging ekonomik navíc odlišuje tím, že rozdíl mezi průměrnou úrokovou sazbou nově sjednávaných dluhových kontraktů u vládních a vládou garantovaných dluhů s oficiálním věřitelem v podobě mezinárodních organizací a s věřiteli ze soukromé sféry je téměř zanedbatelný. Průměrná doba splatnosti u nově uzavíraných vládních a vládou garantovaných dluhů se výrazněji navýšila pouze v roce 2008, kdy narostla přibližně o 5 let, avšak v dalších letech se vrátila k původní hodnotě a nezaznamenala jiný výraznější výkyv.

[68] Dostupné z: https://www.google.com/finance?q=CURRENCY%3ACNY&ei=rX2VWfH3O8LQU5LBuagG
[69] Průměr je vážený dle velikosti dluhu.

Mezi lety 2000 až 2014 byla Čína největším příjemcem zahraničních kapitálových toků ze všech emerging ekonomik, kdy příliv zahraničního kapitálu do této země představoval 30 % celkového přílivu zahraničního kapitálu do emerging ekonomik. Od roku 2002 až do roku 2010 nezaznamenal tok kapitálu do Číny[70] výraznější výkyv, avšak od té doby byl příliv a odliv kapitálu do země značně volatilní. Až do roku 2014 však stále převládal příliv kapitálu do země, z čehož podstatnější část tvořily přímé zahraniční investice. Od roku 2014 se však Čína musí vypořádat s výrazným odlivem kapitálu ze země. Odliv kapitálu navíc rok co rok narůstá. V roce 2014 byla ukončena nekonvenční měnová politika Fedu a mnozí investoři tak začali své investice převádět zpět. Výrazný odliv kapitálu by mohl vést k poklesu devizových rezerv Čínské centrální banky, která by tak mohla být nucena změnit svůj přístup k určování měnového kurzu čínského renminbi. Vzhledem k čínským investicím v zahraničí však tento vývoj není patrný z vývoje finančního účtu platební bilance Číny, proto je v grafu číslo 21zobrazen vývoj čistého toku zahraničního zadlužení, kde je patrná zejména výrazná změna mezi lety 2014 a 2015.



Graf 21: Čistý tok zahraničního dluhu Číny v mld. USD

Zdroj: International Debt Statistics, vlastní zpracování

[70] Dle grafu z Capital flows to emerging markets (2016), s. 14.

Vliv kvantitativního uvolňování na dolarové zadlužení Číny je obtížně pozorovatelný vzhledem k manipulacím s kurzem renminbi vůči americkému dolaru. Došlo ke snížení přebytku běžného účtu platební bilance, avšak je diskutabilní, zda tomu tak bylo z důvodu ekonomického vývoje obchodních partnerů Číny či kvůli změně politiky, která měla vést ke snížení podílu exportu na HDP. Došlo však k poklesu úrokových sazeb, což by s kvantitativním uvolňováním Fedu a přílivu zahraničního kapitálu souviset jistě mohlo. Po ukončení kvantitativního uvolňování ve Spojených státech amerických musí Čína čelit výraznému odlivu kapitálu ze země. Zde jistě vidíme spojitost.

Závěr

Emerging ekonomiky s přístupem na světové finanční trhy získaly možnost profinancovat deficit běžného účtu platební bilance, avšak na druhou stranu jsou tyto země mnohdy útočištěm spekulantů, kteří nevyhledávají dlouhodobější investice v zemi a pouze přelévají tzv. horké peníze mezi zeměmi. Možnost financovat se v zahraničí je tak vykoupena spekulativním přesouváním kapitálu mezi zeměmi. Zahraniční investoři navíc mnohdy nechtějí poskytovat půjčky či nakupovat dluhové cenné papíry denominované v domácích měnách emerging ekonomik. Jedním z důvodů je snaha o odstranění kurzového rizika ze strany investora, dále obava z rostoucí inflace v emerging ekonomikách či nízká likvidita na trhu s domácí měnou emerging ekonomiky. Od roku 2010 lze pozorovat výrazný nárůst dolarového zadlužení emerging ekonomik. Tyto země však spolu s dolarovým zadlužením nesou kurzové riziko, navíc tento typ zadlužení často poskytují nerezidenti, kteří již při náznacích problémů své pozice opouštějí.

Měnová politika Federálního rezervního systému hraje na globálních finančních trzích významnou roli, a proto je třeba zkoumat její dopad. Po vypuknutí finanční krize v letech 2007 a 2008 a vyčerpání konvenčních nástrojů měnové politiky přistoupila americká centrální banka ke kvantitativnímu uvolňování. Kladla si za cíl prostřednictvím tohoto nástroje snížit dlouhodobé úrokové sazby, bojovat proti hrozící deflaci, podpořit americký export znehodnocením amerického dolaru vůči zahraničním měnám, rozhýbat prostředky investorů směrem k rizikovějším aktivům a napomoci tak při financování podniků a nepřímo tak podpořit zaměstnanost. Kvantitativní uvolňování probíhalo v několika etapách, a to od listopadu 2008 až do září roku 2014. Prostřednictvím tohoto nekonvenčního nástroje se Fedu podařilo snížit dlouhodobé úrokové sazby, rozhýbat finanční trh a odrazit hrozbu deflace, avšak dopad na spotřebu a investice nebyl příliš markantní.

Kvantitativní uvolňování Federálního rezervního systému mělo jistě dopad na vývoj na globálních finančních trzích, potažmo na dolarové zadlužení emerging ekonomik. Na to působí hned několika kanály. Depreciace amerického dolaru vyvolaná kvantitativním uvolňováním Fedu by mohla prohloubit deficit běžného účtu emerging ekonomik a způsobit tak potíže se splácením dolarového dluhu. Dále emerging ekonomiky často nejsou schopny ovlivnit výši úrokové sazby, za kterou si půjčí na globálních finančních trzích a tuto sazbu pouze pasivně přejímají. S tímto přejímáním by tak při kvantitativním uvolňování Fedu mohly zaznamenat pokles úrokových sazeb, který bude souviset s poklesem úrokových sazeb v USA. Fed navíc prostřednictvím nekonvenční měnové politiky donutil investory k nákupu rizikovějších aktiv, avšak již nemohl ovlivnit, kam své investice přesunou. Mohlo tak dojít k přesunu kapitálu z USA do rizikovějších států jako jsou právě emerging ekonomiky.

Pro emerging ekonomiky by tak politika kvantitativního uvolňování Fedu mohla představovat příležitost pro využití nižších úrokových sazeb k refinancování stávajících dluhů. Výraznější nárůst zahraničního zadlužení by se však mohl stát problémem vzhledem k možnému prohloubení deficitu platební bilance. Dedukcí vazby mezi kvantitativním uvolňováním Fedu a dolarovým zadlužením emerging ekonomik byl splněn cíl diplomové práce.

Verifikace dedukce prostřednictvím reálných dat byla velmi obtížná. Důvodem byla nedostupnost klíčových dat pro jednotlivé země. Emerging ekonomiky jsou často sledovány jako celek, avšak vývoj v jednotlivých zemích už tak často sledován není. Navíc ani servery centrálních bank vybraných zemí (Brazílie, Mexika, Indie a Číny) nenabízely téměř žádná vhodná data. Proto byly pouze sledovány vybrané indikátory udržitelnosti zahraničního zadlužení, vývoj kurzu, dlouhodobých úrokových sazeb v zemi a vývoj toku kapitálu do vybraných zemí. Dostupná byla data v rámci International Debt Statistics o vládních a vládou garantovaných dluzích.

Ve všech sledovaných zemích kromě Mexika došlo k nárůstu podílu dolarového dluhu na celkových zahraničních vládních a vládou garantovaných dluzích. U Brazílie a Indie lze mezi lety 2008 a 2014 pozorovat pokles poměru dluhové služby k exportu, zatímco u Mexika a Číny tento indikátor udržitelnosti zahraničního zadlužení v podstatě stagnoval. Ve všech sledovaných zemích alespoň mírně narostl příliv kapitálu do země, avšak například Čína dnes musí čelit masivnímu odlivu kapitálu ze země. Ve všech zemích také došlo k poklesu průměrné úrokové míry u nově sjednávaných vládních a vládou garantovaných kontraktů s desetiletou splatností. Vývoj měnového kurzu odpovídal dedukci v případě Brazílie, Mexika a Indie. U Číny dopad kvantitativního uvolňování Fedu nelze pozorovat, jelikož čínská centrální banka manipulovala s kurzem.

Literatura

AKYUZ, Y. *Debt Sustainability in Emerging Markets: a Critical Appraisal*, UN DESA Working Paper No. 61, November 2007, [Cit. 10. 8. 2017], dostupné z www.un.org/esa/desa/papers/2007/wp61_2007.pdf

ANDRÉOSSO-O'CALLAGHAN, Bernadette a M. Bruna ZOLIN. *Current issues in economic integration: can Asia inspire the "West"?*. Burlington, VT: Ashgate, 2010.

BAUMEISTER, Christiane and LUCA Benati. *Unconventional Monetary Policy and the Great Recession: Estimating the Macroeconomic Effects of a Spread Compression at the Zero Lower Bound*. International Journal of Central Banking, June 2013

BERNANKE, Ben. *The federal reserve and the financial crisis*. Princeton: Princeton University Press, c2013, 134 s. ISBN 9780691158730.

BERNANKE, Ben S. *The Economic Outlook and Monetary Policy* [online]. Jackson Hole: Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, 2010 [cit. 2015-04-19]. Dostupné z: http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100827a.htm

BHATTARAI, Saroj, Arpita CHATTERJEE a Woong YONG PARK. *Effects of US Quantitative Easing on Emerging Market Economies* [online]. [cit. 2017-08-11]. Dostupné z: http://research.economics.unsw.edu.au/RePEc/papers/2015-26.pdf

BIS. *Unconventional monetary policies in time of crisis* [online]. 2009 [cit. 2017-04-24]. Dostupné z: http://www.bis.org/speeches/sp091118.htm

BOARD OF GOVERNORS OF FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Monetary policy report February 24 2015*. Washington, 2015. Dostupné z: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20140211_mprfullreport.pdf

BRŮNA, Karel. Analýza podmínek obsluhy čisté investiční pozice v rozvinutých a tranzitivních ekonomikách. *Český finanční a účetní časopis*. 2011, 6(3), 22-31.

CASHMAN, James, John OLDERMAN, Yiling PAN, Maxime TERRIEUX, Audrey YU, David ZHANG a Shahnoza ZHUMANOVA. *The Financial, Economic, Social, and Political Impact of Quantitative Easing in the United States*. New York, 2016. Report to the United States Department of the Treasury. Columbia University in the City of New York.

CIHELKOVÁ, Eva. *Světová ekonomika: obecné trendy rozvoje = World economy : general trends in its development*. Praha: C.H. Beck, 2009. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-155-0.

CLEMENS, B. ,BHATTACHARYA, R., NGUYEN, T.Q. *External Debt, Public Investment and Growth in Low-Income Countries*, in Helping Countries Develop – The Role of Fiscal Policy, Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2004, ISBN 158906318X

EDWARDS, Sebastian. *Capital flows and the emerging economies: theory, evidence, and controversies*. Chicago: University of Chicago Press, c2000. National Bureau of Economic Research conference report.

EICHENGREEN, Barry J. a Ricardo HAUSMANN. *Other people's money: debt denomination and financial instability in emerging market economies*. Chicago: University of Chicago Press, 2005.

FAWLEY, B., NEELY, CH. J. *Four Stories of Quantitative Easing*. Federal Reserve Bank of St. Louis REVIEW January/February. 2013. Dostupné z: https://research.stlouisfed.org/publications/review/13/01/Fawley.pdf

FUHRER Jeffrey and OLIVEI Giovani. *The Estimated Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Treasury Purchase Program*. Federal Reserve Bank of New York 2011.

GOLDMAN SACHS. *Building Better Global Economic BRICs*. [online]. [cit. 2017-02-23]. Dostupné z: http://www.goldmansachs.com/our-thinking/archive/archive-pdfs/build-better-brics.pdf

HESS Chung, LAFORTE Jean-Philippe, REIFSCHNEIDER David and WILLIAMS John C.. *Have We Underestimated the Likelihood and severity of Zero Lower Bound Events?*. Federal Reserve Bank of San Francisco, 2012

HOENIG, Thomas M. *The Federal Reserve's Mandate: Long Run* [online]. National Association for Business Economics, 2010 [cit. 2015-04-26]. Dostupné z: https://www.kansascityfed.org/speechbio/hoenigpdf/nabe-hoenig-10-12-10.pdf

HOLMAN, Robert. *Makroekonomie: středně pokročilý kurz*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2010. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7179-861-3.

CHEN Han, CÚRDIA Vasco and FERRERO Andrea. *The Macroeconomic Effects of Large-Scale Asset Purchase Programs*. Federal Reserve Bank of New York, December 2011

INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE. Capital flows to emerging markets. April 2016.

IMF. *Unconventional Central Bank Measures for Emerging Economies*. Washington: International Monetary Fund, 2009. ISBN 9781452716763.

JAMBOROVÁ, Monika. *Zadluženost rozvojových zemí a její udržitelnost* [online]. Brno, 2012 [cit. 2017-08-14]. Dostupné z: https://is.muni.cz/th/62970/esf_d/. Disertační práce. Masarykova univerzita.

JOPPA, Filip. *Běžný účet platební bilance a jeho udržitelnost na příkladu vybraných zemí* [online]. Praha, 2016 [cit. 2017-07-19]. Dostupné z: https://vskp.vse.cz/51977. Vysoká škola ekonomická v Praze. Vedoucí práce Ing. Jiří Pour.

JOYCE, M., MILES, D., SCOTT, A. and VAYANOS, D. *Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy – an Introduction**. The Economic Journal, 122: F271–F288. doi:10.1111/j.1468-0297.2012.02551.x

KAWAI, Masahiro a Eswar. PRASAD. *Financial market regulation and reforms in emerging markets*. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, c2011. ISBN 978-0-8157-0489-8.

KLEIN, Thomas M. *External debt management: an introduction*. Washington: The World Bank, 1994. World Bank Technical Paper, No. 245. ISBN 0-8213-2808-5.

KRISHNAMURTHY, Arvind a Annette VISSING-JORGENSEN. *The Aggregate Demand for Treasury Debt* [online]. Northwestern University, 2010 [cit. 2015-03-01]. Dostupné z: http://faculty-gsb.stanford.edu/krishnamurthy/supporting%20files/demtreas_slides.pdf

KUNEŠOVÁ, Hana. *Světová ekonomika: nové jevy a perspektivy*. 3., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2014. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-502-2.

MANDEL, Martin a Jaroslava DURČÁKOVÁ. *Mezinárodní finance a devizový trh*. Praha: Management Press, 2016. ISBN 978-80-7261-287-1.

MINISTRY OF FINANCE OF INDIA. *India´s external debt as at end-september 2016*. 2016. Dostupné z http://finmin.nic.in/reports/ind_Ext_debt.asp

NIEDERJOHN, M. Scott, Mark C. SCHUG a William C. WOOD. *Undoing Quantitative Easing: Janet Yellen's Tiger Ride*[online]. National Council for the Social Studies, 2014 [cit. 2015-04-26]. Dostupné z: http://0-eric.ed.gov.opac.msmc.edu/?q=source%3A%22Social+Education%22&id=EJ1043174

PRASAD, E., RAJAN, R., SUBRAMANIAN, A. *Foreign Capital and Economic Growth*, IMF Research Paper, IMF: 2006, [Cit. 31.7.2017], dostupné z cep.lse.ac.uk/seminarpapers/28-09-06-PRA.pdf

SAMUELSON, Paul Anthony a NORDHAUS, William D. Ekonomie: 19. Vydání. Praha: NS Svoboda, 2013. ISBN 978-80-205-0629-0.

SCHCLAREK, A. *Debt and Economic Growth in Developing and Industrial Countries*, Lund University Working Paper, 2004, [Cit. 9.7.2017], dostupné z: ief.eco.unc.edu.ar/files/workshops/2006/7marzo06_DebtGrowth.pdf

SINGER, Miroslav. *Nekonvenční nástroje centrálních bank v průběhu krize a měnová politika ČNB*. (přednáška) Plzeň, Západočeská univerzita, 14. 4. 2015. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20150414_zuc.pdf

SONG, Zhaogang a Haoxiang, ZHU. *QE Auctions of Treasury Bonds* [online]. FRB, 2014 [cit. 2015-04-21]. Dostupné z: http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2014/201448/201448pap.pdf

TÁBORSKÝ, František. *Kvantitativní uvolňování Federálního rezervního systému a jeho vliv na ekonomiku USA* [online]. Praha, 2015 [cit. 2017-08-14]. Dostupné z: https://vskp.vse.cz/47087_kvantitativni_uvolnovani_federalniho_rezervniho_systemu_a%C2%A0jeho_vliv_na_ekonomiku_usa. Vysoká škola ekonomická.

TODARO, Michael P. a Stephen C. SMITH. *Economic development*. 10th ed. Boston: Pearson Addison Wesley, c2009. ISBN 9780321485731.

VISWANATHAN, K. G. (2010) *The Global Financial Crisis and its Impact on India*, Journal of International Business and Law: Vol. 9: Iss. 1, Article 2. Dostupné z: http://scholarlycommons.law.hofstra.edu/jibl/vol9/iss1/2

WACHTEL, Paul a Nouriel ROUBINI. *Current Account Sustainability in Transition Economies*[online]. National Bureau of Economic Research, 1998, **1998** [cit. 2016-03-14]. DOI: 10.3386/w6468. Dostupné z: http://www.nber.org/papers/w6468.pdf1111

WISE, Carol, Leslie Elliott ARMIJO a Saori N. KATADA. *Unexpected outcomes: how emerging economies survived the global financial crisis*. Washington, District of Columbia: Brookings Institution Press, 2015. ISBN 978-0-8157-2477-3.

WU, Jing Cynthia and FAN Dora Xia. *Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound*, Federal Reserve Bank of Atlanta, 2014.

ZAMRAZILOVÁ, Eva. *Měnová politika: Krátkodobá stabilizace versus dlouhodobá rizika*. Politická ekonomie 1/2014, 2014 [cit. 2017-07-31].

ZEMANOVÁ, Lenka. *Měnová politika Federálního rezervního systému ve finanční a hospodářské krizi 21. století* [online]. Praha, 2015 [cit. 2017-08-14]. Dostupné z: https://vskp.vse.cz/47100_menova_politika_federalniho_rezervniho_systemu_ve_financni_a%C2%A0hospodarske_krizi_21_stoleti. Vysoká škola ekonomická.

Internetové zdroje

World bank blog: http://blogs.worldbank.org/developmenttalk/tapering-talk-impact-expectations-reduced-federal-reserve-security-purchases-emerging-markets

Inter press service news agency: http://www.ipsnews.net/2013/06/quantitative-easing-impact-on-emerging-and-developing-economies/

African Developement Bank Group: https://www.afdb.org/en/blogs/afdb-championing-inclusive-growth-across-africa/post/global-quantitative-easing-and-its-impact-on-emerging-economies-10058/

Business info: http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/brazilie-zakladni-charakteristika-teritoria-18906.html

FX street: http://www.fxstreet.cz/brl-brazilska-pohadka-nekonci-happyendem.html

Lidové noviny: http://byznys.lidovky.cz/euro-zpevnuje-cinsky-juan-po-devalvaci-oslabil-nejvice-za-20-let-pvk-/firmy-trhy.aspx?c=A150811_195234_firmy-trhy_ELE

Patria: https://www.patria.cz/slovnik/558/ekonomika-ciny.html

Hospodářské noviny: http://byznys.ihned.cz/c1-63221970-usa-cina-nejvetsi-ekonomika-sveta-po-150-letech

Business insider: http://www.businessinsider.com/bernanke-how-quantitative-easing-works-portfolio-balance-channel-2012-9

CNBC: https://www.cnbc.com/2016/05/04/emerging-markets-cant-blame-the-fed-for-capital-outflows-fitch.html

Board of Governors of the Federal Reserve System: https://www.federalreserve.gov/econresdata/notes/ifdp-notes/2016/emerging-market-capital-flows-and-us-monetary-policy-20161018.html

China US focus: http://www.chinausfocus.com/finance-economy/the-end-of-the-u-s-qe-policy-and-its-impact-on-chinas-economy

Business insider UK: http://uk.businessinsider.com/china-debt-to-gdp-statistics-2016-1

Seznam grafů

Graf 1: HDP přepočtené na obyvatele v letech 1990-2014 v USD. Přepočteno paritou kupní síly. 10
Graf 2: Zadlužení domácích subjektů v amerických dolarech (v miliardách dolarů) 18
Graf 3: Vývoj bilance Fedu a jejich jednotlivých složek v čase 30
Graf 4: Vybrané makroekonomické indikátory Brazílie 49
Graf 5:Zahraniční zadlužení Brazílie a jeho kompozice v mil. USD 51
Graf 6: Vybrané indikátory udržitelnosti zahraničního zadlužení Brazílie 52
Graf 7: Vývoj měnového páru BRL/USD 54
Graf 8: Finanční účet platební bilance Brazílie v mld. USD 55
Graf 9: Vybrané makroekonomické indikátory Mexika 57
Graf 10: Zahraniční zadlužení Mexika a jeho kompozice v mil. USD 59
Graf 11: Vybrané indikátory udržitelnosti zahraničního zadlužení Mexika 61
Graf 12: Vývoj měnového páru MXN/USD 62
Graf 13: Finanční účet platební bilance Spojených států mexických 64
Graf 14: Vybrané makroekonomické indikátory Indie 66
Graf 15: Vybrané indikátory udržitelnosti zahraničního zadlužení Indie 68
Graf 16: Vývoj měnového páru INR/USD 70
Graf 17: Finanční účet platební bilance Indie v mld. USD 71
Graf 18: Vybrané makroekonomické indikátory Číny 74
Graf 19: Vybrané indikátory udržitelnosti zahraničního zadlužení Číny 76
Graf 20: Vývoj měnového páru CNY/USD 78
Graf 21: Čistý tok zahraničního dluhu Číny v mld. USD 79