

Vydává Univerzita Karlova v Praze, Fakulta sociálních věd ve spolupráci s Českou národní bankou a Ministerstvem financí ČR prostřednictvím A.L.L. production, s.r.o., Praha

© UK Praha, Fakulta sociálních věd

Published by Charles University, Prague, Faculty of Social Sciences, in cooperation with the Czech National Bank and the Ministry of Finance of the CR, through the A.L.L. production, Ltd., Prague
© Charles University, Prague, Faculty of Social Sciences

Časopis je dokumentován v Social Science Citation Index (<http://www.isinet.com/>) a v elektronické verzi indexu EconLit (<http://www.econlit.org/>).

The journal is monitored by the Social Science Citation Index (<http://www.isinet.com/>) and the electronic EconLit index (<http://www.econlit.org/>).

OBSAH

Zpráva o inflaci – Inflační vývoj ve 2. čtvrtletí 2000 pohledem ČNB 514

Jiří JAROŠ: Měnové kurzy a zahraniční obchod – příklad Japonska a USA 523

Daniela ZEMANOVIČOVÁ: Ekonomická transformácia v SR po 10 rokoch ... 539

Semináře ČSE

Martin ČIHÁK: Makroekonomie otevřené ekonomiky 550

Ondřej SCHNEIDER: České veřejné rozpočty 555

Martin ČIHÁK: Teorie chaosu a finanční trhy 559

Informace

Kateřina ŠMÍDKOVÁ: Výroční konference Evropské ekonomické asociace v Bolzanu 562

David TRYTKO: Teoretické a praktické aspekty veřejných financí 564

Daňové judikáty

Výběr ze soudních rozhodnutí ve věcech daní 12–13/2000 567

CONTENTS

The Czech National Bank's Inflation Report for Q2 2000 514

Jiří JAROŠ: Exchange Rates and Foreign Trade – An Example Involving Japan and the USA 523

Daniela ZEMANOVIČOVÁ: Economic Transition in the Slovak Republic 539

CEA-Seminars

Martin ČIHÁK: Open Economy Macroeconomics: 1999 Nobel Prize 550

Ondřej SCHNEIDER: Public Budgets in the CR – Searching the Root of Imbalance 555

Martin ČIHÁK: Chaos Theory 559

Information

Kateřina ŠMÍDKOVÁ: European Economic Association Congress 2000 562

David TRYTKO: Theoretical and Practical Aspects of Public Finance 564

Tax Judicial Decisions

Abstract from Court Decisions Concerning Taxation No. 12–13/2000 567

Toto číslo předáno do sazby: 25. 8. 2000

Souhlas k tisku: 3. 10. 2000

Autorská práva vykonává vydavatel (viz § 4 zák. 35/1965 Sb. ve znění změn a doplňků). Užití části nebo celku publikovaných textů – vč. publikovaných zpracovaných znění judikátů –, rozmnožování a šíření jakýmkoli způsobem (zejména mechanickým nebo elektronickým) bez výslovného svolení vydavatele je zakázáno.

Redakce prosí autory, aby při předávání příspěvků uváděli celé své jméno, adresu domů i na pracoviště, telefonní, faxové a e-mailové spojení. K příspěvku je nezbytné přiložit anglické a české resumé (o rozsahu maximálně 150 slov). Příspěvek by neměl přesáhnout 25 normovaných rukopisných stran, a to včetně grafů a tabulek. Pro elektronickou podobu prosíme požívejte program Word (až do verze 97).

Redakce předpokládá, že příspěvek nabízený k publikaci v tomto časopise je originální, tedy že dosud nebyl nabídnut a bez souhlasu redakce ani nebude nabídnut k publikaci jiné redakci nebo jinému vydavateli. Pokud tomu tak není, prosíme o písemné sdělení této skutečnosti.

Měnové kurzy a zahraniční obchod – příklad Japonska a USA

Jiří JAROS*

Úvod

Cílem této studie je polemizovat s často uváděným tvrzením, že slabší měna automaticky zlepšuje bilanci běžného účtu. Předmětem článku je prezentace faktu, že pro otevřenou ekonomiku nemůžeme reakci běžného účtu na změnu nominálního měnového kurzu předem určit. Studie má ukázat, že tuto nesprávnou interpretaci tzv. elasticitního přístupu k bilanci běžného účtu často nevhodně používají američtí politici ve své snaze vytlačit kurz jenu (JPY) vzhůru. Článek předkládá dva jednoduché modely doprovázené empirickou evidencí. Výsledky těchto modelů vedou k závěru, že obrovské fluktuace měnového kurzu JPY přinutily japonskou centrální banku (Bank of Japan – BoJ) k přizpůsobení její měnové politiky těmto fluktuacím a dotlačily ji až do současné deflační spirály.

Vývoz Spojených států a Japonska tvoří dohromady více než 20 % celkových světových vývozů. Japonsko vykazuje v poslední době vůči světu vysoký přebytek běžného účtu, zatímco USA zaznamenávají pravidelně již od roku 1982 deficit. Koloritem obchodu mezi těmito zeměmi je trvalý americký politický tlak na to, aby Japonsko „něco dělalo“ se svým obrovským přebytkem bilaterálního obchodu s USA. Projevuje se snahou vytlačit JPY vzhůru s cílem snížit americko-japonský obchodní deficit. Tato snaha však nemusí být nutně úspěšná. Silnější JPY totiž nesnižuje americký obchodní deficit, zatímco slabší JPY japonské ekonomice pomáhá dostat se ze současné recese. Bylo by proto přínosnější, kdyby měnový kurz jenu proti dolaru (JPY/USD) klesl někam na úroveň parity kupní síly.

Důvody pro pružný měnový kurz

V situaci teoreticky plně pružných kurzů a efektivních trhů se zahraničními měnami není měnový kurz proměnnou, která by byla použitelná k provádění hospodářské politiky. Pohybuje se v závislosti na tlacích poptávky a nabídky, kdy centrální banka neintervenuje na trzích zahraničních měn. Měnový kurz se musí přizpůsobit tak, aby se trh vyčistil – což znamená, že platební bilance nevykazuje ani přebytek, ani schodek. Dalším důsledkem pružného měnového kurzu je, že centrální banka může volně stanovit nabídku peněz. Podle obhájců floatingu jsou tedy plně pružné měnové kurzy

* Graduate School of Economics, Doshisha University, Kyoto a Matsushita Electric Industrial, Panasonic, Osaka (e-mail: jjaros@hotmail.com nebo 1106@mail.doshisha.ac.jp)

nejúčinnější cestou k vyrovnaní mezinárodní platební bilance, přičemž měnová a rozpočtová politika mohou být plně využity k dosažení domácích cílů.

Realita je však poněkud odlišná. Plně pružné měnové kurzy jsou nahrazeny režimem částečně regulovaných měnových kurzů, kdy se centrální banka snaží měnový kurz ovlivnit. Podle standardního pojetí mohou být pružné měnové kurzy používány jako nástroj k ovlivňování bilance běžného účtu. Obecně se soudí, že znehodnocení měny napomáhá snížit deficit běžného účtu. Podle této doktríny dokonce platí, že dokud se země potýká s obchodním deficitem, měnové kurzy by měly být ovlivňovány tak, aby země získala cenovou výhodu. V tomto duchu tvrdí američtí politici, že silnější jen je nutný ke zmírnění tlaků, jež na americkou ekonomiku vyvíjí obrovský deficit bilaterálního obchodu s Japonskem.

Za těchto okolností se měnový kurz stává velmi oblíbeným nástrojem obchodní politiky. Podle amerického pohledu na věc by měnový kurz mezi americkým dolarem a japonským jenem měl být nastaven tak, aby vyrovnal toky vývozu a dovozu. Podle tohoto přístupu jsou relativní ceny podřízeny změnám měnového kurzu.

Obrovská nestabilita měnových kurzů

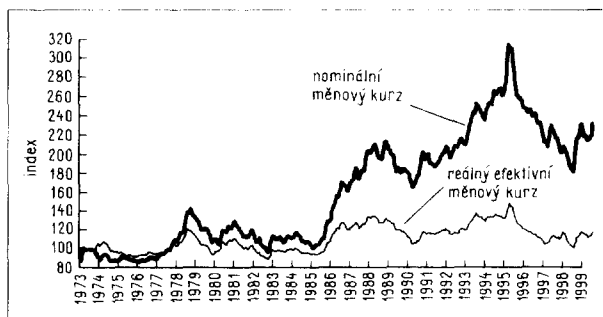
Od přechodu k systému pružných kurzů v roce 1971 jsou fluktuace kurzů (jak nominálních, tak reálných) obrovské. Tyto fluktuace byly vyšší než volatilita fundamentálních veličin. Za předpokladů, které jsou v současné době často citovány, sice ekonomické síly nakonec dotlačí měnové kurzy a cenové hladiny až k jejich PPP (paritě kupní síly), tento proces však trvá dlouhou dobu. Ito (1999) odhaduje, že by trvalo více než 10 let, než by se cenová hladina přizpůsobila a smazala 90 % odchylky způsobené pohybem nominálního měnového kurzu. Obrovské a trvalé fluktuace měnových kurzů však neumožňují, aby tento proces proběhl až do konce. Proto vedou pružné měnové kurzy k častým odchylkám od PPP (Lothian, 1998).

Graf 1 porovnává nominální kurz JPY/USD s reálným efektivním měnovým kurzem JPY (nárůst indexu znamená zhodnocení). Můžeme pozorovat, že nominální kurz JPY/USD se silně zhodnotil. Jeho nominální hodnota v JPY za dolar se v říjnu 1999 pohybovala těsně nad 40 % své hodnoty z roku 1973. Jelikož v roce 1973 byl JPY obchodován v kurzu kolem 300 JPY/USD, pak srovnání, při němž bychom použili data ze začátku roku 1971, kdy se obchodovalo 360 JPY/USD (hodnota kurzu v brettonwoodském systému), by bylo ještě pozoruhodnější.

Při pohledu na spodní křivku grafu 1, znázorňující vývoj reálného efektivního měnového kurzu JPY, si sice rovněž můžeme všimnout velkých fluktuací, ale zdaleka ne tak obrovských jako v případě měnového kurzu nominálního. JPY byl ve smyslu reálného efektivního kurzu většinu času silnější než v roce 1973 a svého nejvyššího bodu dosáhl na začátku roku 1995, kdy měl 1,4krát vyšší hodnotu oproti roku 1973. Podíváme-li se na křivku pozorněji, můžeme identifikovat dvě hlavní vlny zhodnocení reálného efektivního kurzu JPY – jednu po dohodě Plaza Accord v roce 1985, kdy se USA a Japonsko dohodly na drastickém vytlačení JPY vzhůru, a druhou před květnem 1995, kdy JPY dosáhl bezprecedentní nominální úrovně 80 JPY/USD.

Fluktuace reálného efektivního kurzu jsou menší, neboť silný JPY nutil japonskou měnovou politiku k provádění antiinflačních opatření a dotlačil

GRAF 1 Nominální měnový kurz JPY/USD a reálný efektivní měnový kurz JPY (1973/3=100)



poznámka: Reálný efektivní měnový kurz JPY je počítán z měsíčních průměrů, čísla vyjadřují indexy váženého průměru reálných kurzů JPY proti dalším 24 hlavním měnám, přičemž tyto reálné kurzy jsou spočítány z měnových kurzů a cenových indexů odpovídajících zemí.

zdroj: autorovy výpočty z údajů Bank of Japan (na internetu: <http://www.boj.or.jp/en/siryo/sirio-f.htm> [cit.: September 1999])

ji až do dnešní deflační spirály. Proto můžeme předpokládat, že síly stojící za paritou kupní síly (PPP) pomalu posouvaly reálný efektivní kurz JPY do jeho „správné“ úrovně, odpovídající PPP (což by se projevilo tím, že by křivka reálného měnového kurzu byla plochá).

Jinými slovy, reálné měnové kurzy mají tendenci k vyhlazování svých fluktuací v čase, a to díky pohybujícím se cenovým hladinám (cenová hladina v zemi se znehodnocenou měnou nakonec po nějakém čase vzroste). Pokud by ceny byly nekonečně flexibilní, reálné měnové kurzy by se teoreticky nemusely vůbec pohybovat (alespoň pro obchodovatelné zboží). Volatilita nominálních měnových kurzů však žádné snižování v čase nevykazuje.

TABULKA 1 Podíl přebytku běžného účtu na HNP v Japonsku v %

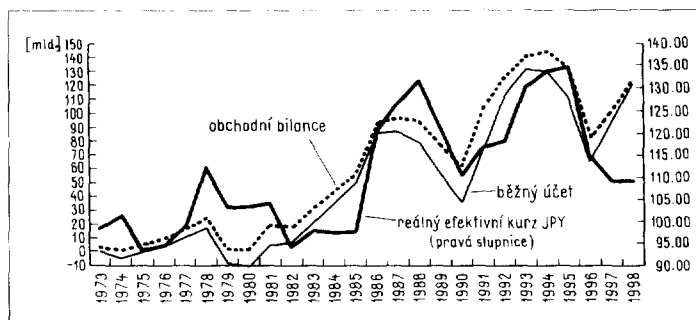
období	běžný účet / HNP
1975–1979	0,6
1980–1984	0,9
1985–1989	3,3
1990–1994	2,5
1995–1997	2,0

zdroje: OECD (Main Economic Indicators); IMF (International Financial Statistics); autorovy výpočty

Měnové kurzy a obchodní nerovnováha

Mezi mnoha dalšími makroekonomickými veličinami jsou reálný a nominální měnový kurz, běžný účet a jejich vzájemná závislost klíčovými proměnnými, jež spojují jakoukoliv ekonomiku se zbytkem světa. To samozřejmě platí také pro Japonsko (ačkoliv – snad i trochu překvapivě – se Japonsko neřadí mezi nadmíru otevřené ekonomiky). Od roku 1975 dosahovalo Japonsko 0,6%, 0,9%, 3,3% a 2,5% podílů přebytku běžného účtu na HNP jako průměrů po sobě jdoucích pětiletých obdobích (tabulka 1), což je ve srovnání s jinými průmyslovými zeměmi výsledek obdivuhodný. To se projevilo tím, že japonské společnosti nashromáždily velké zásoby zahranič-

GRAF 2 Index reálného efektivního měnového kurzu JPY (1973=100), obchodní bilance a běžný účet Japonska



zdroje: Data o měnových kurzech z BoJ (na internetu), data o obchodu z IMF (International Financial Statistics, řádky 78ald a 78acd)

ních aktiv, a staly se tak předmětem zájmu nejen ekonomů, ale rovněž politiků.

Společným předpokladem politiků – a bohužel také mnohých představitelů ekonomické teorie – je, že pohyby měnových kurzů mohou určit bilanci běžného účtu. Neměla by tato pozitivní reakce obchodní bilance nastat především v případě, že se nominální měnový kurz znehodnocuje o více, než o kolik roste domácí míra inflace? Cílem dalšího výkladu je ukázat, že tento druh stabilizačního přizpůsobování na trhu zboží nemusí vůbec nastat. V následující analýze se soustředíme na japonský běžný účet.

Graf 2 dokazuje, že tato hypotéza není tak odvážná, jak se může na první pohled zdát. Index reálného efektivního kurzu JPY a jak japonská bilance běžného účtu, tak japonská bilance obchodní se pohybovaly v protisměru ve většině let 1973 až 1998 (u reálného měnového kurzu znázorňuje nárůst indexu zhodnocení). Především bylo pozorováno neustálé zlepšování bilance běžného účtu a obchodní bilance a zhodnocování reálného měnového kurzu JPY. Tento trend je obzvláště patrný v období 1982 až 1996. Zcela stejný obrázek bychom získali, kdybychom do grafu místo reálného kurzu zanesli data pro nominální kurz JPY. Japonský obchodní přebytek rostl spolu s nominální aprecií JPY a tento vztah se dokonce zdá být ještě silnější než v případě reálného efektivního měnového kurzu.¹

Platí, že pokud je splněna Marshallova-Lernerova podmínka (součet cenové elasticity exportu a cenové elasticity importu je větší než jedna), deprecie – nebo devalvace v systému pevných měnových kurzů – činí domácí výrobky levnějšími než zahraniční. V otevřené ekonomice však existuje celá řada dalších vlivů, které mohou příznivý účinek změny relativních cen částečně nebo úplně vyrovnat. Toto vyrovnání je typicky vysvětlováno efektem *J*-křivky, popisujícím zpožděnou reakci vývozu a dovozu na změny reálného měnového kurzu. Protože však zpožděné reakce mohou být pozoro-

¹ Nemusí vždy platit, že silnější měnový kurz vede k vyššímu přebytku běžného účtu. Mohou se například vyskytnout nějaké exogenní šoky, které zvýší přebytek běžného účtu (např. pozitivní šok v měnových relacích), a ten následně může vést ke zhodnocení kurzu. V případě obchodní bilance mezi USA a Japonskem však existuje rozsáhlá literatura hovořící o měnovém kurzu jako vedoucím ukazateli. „Klasickou“ literaturou na toto téma je (Bergsten – Noland, 1993).

vány pouze v krátkém období, není koncept *J*-křivky příliš přínosný při vysvětlování souběžného zhodnocení a vylepšení obchodní bilance v období dlouhém (Song, 1997). Proto uveďme některé vlivy, které v případě Japonska příznivou změnu relativních cen „negativně“ kompenzují a způsobují, že ani velké zhodnocení JPY nemusí nutně vést k poklesu japonského obchodního přebytku.

Prvním faktem je, že apreciace má tendenci potlačit domácí výdaje, především pak investice, v odvětví produkujících obchodovatelné zboží. Tento fenomén je v Japonsku znám pod názvem *endaka fukyo* (tj. recese ze silného kurzu JPY).

Za druhé, dlouhotrvající nadhodnocení JPY motivuje japonské výrobce k přesunu výroby do zahraničí. Krátkodobým dopadem tohoto exodu je nárůst japonského vývozu kapitálu a zboží za účelem stavby nových továren. V delším období se dřívejší japonské exportní výrobky přesouvají do zahraničních zemí (převážně asijských). To by sice mohlo poněkud snížit japonský obchodní přebytek, ale pravděpodobně to nebude mít téměř žádný vliv na obchodní bilanci USA.

Když se japonská nadnárodní společnost rozhodne postavit továrnu v zahraničí, musí hodně investovat a vykazuje vysoké zapuštěné náklady. V takovém případě se japonské firmy i po zhodnocení JPY snaží udržet své pozice na zahraničních trzích a jsou ochotny obětovat pro to náklady spojené s absorbováním zhodnocení (Jaroš, 1998). Jelikož je zřejmé, že cenová elasticita japonských domácích spotřebitelů je nižší než cenová elasticita spotřebitelů zahraničních, marže a cenové strategie japonských společností na domácích a zahraničních trzích se mohou lišit, a to po velmi dlouhou dobu.²

Za třetí, pokud země dováží hodně surovin, jako Japonsko, zhodnocení měny snižuje náklady. V takovém případě je změna vývozní ceny kombinací nepříznivého vývoje měnového kurzu a příznivých cen vstupů.

Za čtvrté, pokud je měna uměle výrazně nadhodnocena z hlediska zákona jedné ceny (PPP), arbitráž způsobí deflaci, která nakonec eliminuje původní cenovou nevýhodu v zahraničním obchodě. Ve velmi dlouhém období cenová nevýhoda japonských výrobců zcela zmizí (viz výše zmíněná dlouhodobá platnost PPP).

A za páté, pokud země chce nebo potřebuje udržet nadhodnocenou měnu po delší dobu, domácí monetární autorita musí zachovat restriktivní politiku vůči svým obchodním partnerům. Dříve nebo později bude absorpce snížena, ceny klesnou a obchodní přebytek vzroste.

Model

Chceme-li analyzovat vliv měnového kurzu na obchodní bilanci, musíme považovat měnový kurz e za exogenní. Jelikož měnové kurzy jsou ovlivňovány zprávami, náladami a očekáváními, zní tento předpoklad rozumně. V následující analýze e představuje nominální měnový kurz. Model zjedno-

² Tvzení, že cenová elasticita japonských domácích spotřebitelů je nižší než cenová elasticita spotřebitelů zahraničních, je založeno na obecně známém marketingovém poznatku společností, které podnikají v Japonsku, že reakce japonských spotřebitelů na cenové poklesy je pomalejší, než je obvyklé jinde na světě. Tento jev je zřejmě přirozený a dlouhodobý a může být důsledkem oligopolistické tržní struktury v Japonsku, velmi silné citlivosti na image značky a extrémně „stádovitého“ módního chování Japonců.

dušíme předpokladem, že japonská cenová hladina je konstantní – což není žádné velké omezení, neboť cenová hladina v Japonsku ve skutečnosti poměrně stabilní je. Pohyby nominálního měnového kurzu jsou v takovém případě ekvivalentní změnám reálného měnového kurzu. Model se nezabývá monetární stránkou ekonomiky, takže v jeho rámci nemohou být ani měnový kurz, ani úroková sazba.

Modifikací McKinnona (1996) definujeme následující rovnice:

$$I = f(e, i), \text{ přičemž } a \frac{\partial I}{\partial e} > 0 \text{ a } \frac{\partial I}{\partial i} < 0 \quad \text{funkce investic} \quad (1)$$

$$S = sY, \text{ kde } 0 < s < 1 \quad \text{funkce úspor} \quad (2)$$

$$X = X(e), \text{ přičemž } X'(e) > 0 \quad \text{funkce vývozu} \quad (3)$$

$$Me = Ym, \text{ kde } 0 < m < 1 \quad \text{funkce dovozu (v JPY)} \quad (4)$$

Funkce investic (1) představuje v modelu největší inovaci a je to především ona, která stojí za netypickým výsledkem spojeným s nejasnou reakcí obchodní bilance na změnu měnového kurzu. Investice jsou pozitivně korelovány s reálným měnovým kurzem (vliv úrokové míry na úroveň investic nebudeme uvažovat). To znamená, že pro nespekulující a neportfoliové investory bude dlouhotrvající změna reálného měnového kurzu představovat signál k přehodnocení celkových investičních příležitostí. Jinými slovy, zhodnocující trend JPY tlačí Japonsko do pozice země s vysokými výrobními náklady, neboť ceny domácích výrobků či mzdy v takové situaci z hlediska zahraniční měny rostou. Soukromé fyzické investice v Japonsku proto klesnou a výrobní kapacity vnitřně obchodovatelného zboží se přesunou do zemí s nižšími náklady.

Při podrobnějším zkoumání statistických údajů můžeme zjistit, že podíl investic při zhodnocení měnového kurzu obvykle klesl. Po roce 1985, kdy JPY po dohodě „Plaza Accord“ významně posílil, byl vývoj podílu investic víceméně zmrazen na zhruba 28 % HDP. Avšak v roce 1988, kdy kurz JPY zvrátil svou dosavadní tendenci a začal znovu oslabovat, šly investice výrazně vzhůru a rostly dokonce ještě po opětovném zahájení zhodnocování reálného efektivního měnového kurzu. Z téměř 33 % v roce 1992 podíl investic pak už pouze klesal, a to i přesto, že reálný měnový kurz po roce 1995 znovu oslabil.³ Korelace mezi těmito dvěma proměnnými je -0,47, což přinejmenším dokazuje, že když reálný efektivní měnový kurz roste, zpožděný podíl investic na HDP má tendenci pohybovat se opačným směrem.⁴

Rovnice (2) je standardní funkce úspor, kde národní úspory v JPY jsou podílem HDP. Funkce vývozu v JPY (3) ukazuje společnou reakci vývozu na změnu měnového kurzu (zhodnocení se projeví nárůstem e). Použijeme-li náš předpoklad o stálých domácích cenách, konstantní výrobní ceny v JPY budou při zhodnocování JPY v dolarovém vyjádření růst. Funkce do-

³ Pro zdůvodnění poklesu investic v Japonsku po roce 1995 můžeme uvažovat čtyři možné důvody: a) japonský průmysl má obrovské přebytkové výrobní kapacity; b) očekávání japonských společností ohledně budoucího vývoje jsou nadále spíše negativní; c) deflační nálada pevně zakořenila a vede obyvatelstvo k očekávání dalších cenových poklesů, a tím k odkládání spotřebních a investičních výdajů na pozdější období; d) obecné zaostávání japonského průmyslu v inovačních investicích za ostatními vyspělými zeměmi (hlavně za USA). Někteří ekonomové tvrdí, že vztah mezi měnovým kurzem a investicemi není jasný a srozumitelně znázornitelný a že může podléhat strukturálním anebo proměnlivým časovým zpožděním. Autor si je tohoto faktu vědom, ale nedomnívá se, že je v jeho důsledku výše prezentovaná kauzalita kurz/investice bezcenná.

vozu v JPY (4) je odvozena tak, že poptávka po dovozech (M představuje hodnotu dovozu v USD, Me v japonských JPY) je stálým podílem důchodu, přičemž m je mezní sklon k vývozu.

Abychom mohli vyřešit soustavu rovnic a nalézt rovnovážnou úroveň japonského národního důchodu Y^* , musíme přidat další dvě zřejmé identity – keynesiánskou definici agregátní poptávky (bez vládních výdajů) a identitu úspor a investic:

$$AD(Y) = C + I + NX, \text{ kde } NX = X - Me \quad (5)$$

$$C + S = Y \quad (6)$$

Dosazením rovnic (1) – (4) a (6) do rovnice (5) a řešením pro Y^* získáme jednoduchý výraz:

$$Y^* = \frac{I(e) + X(e)}{m + s} \quad (7)$$

Pokud bychom chtěli nalézt reakci Y^* na změnu e , můžeme derivovat rovnici (7) podle e a získat:

$$\frac{dY^*}{de} = \frac{1}{m + s} \left(\frac{\partial I}{\partial e} + \frac{\partial X}{\partial e} \right) \quad (8)$$

Jelikož oba výrazy v závorce na pravé straně rovnice jsou větší než 0, celá derivace je rovněž kladná. Spolu se zhodnocováním (poklesem) e hodnota vývozu v JPY i investice klesají, takže japonský Y rovněž klesá.⁵ Přesně toto se dnes odehrává v japonské ekonomice. Měnový kurz JPY/USD se zhodnocuje, fixní investice poměrně rychle slábnou, roste nezaměstnanost a národní důchod klesá.

Přistupme k analýze vlivu stále silnější japonské měny na japonskou obchodní bilanci. Nechť rovnice

$$T_y = X(e) - Me \quad (9)$$

značí japonskou obchodní bilanci v JPY. Použitím rovnic (4) a (7) a jejich dosazením dostaneme:

$$T_y = \frac{sX(e)}{m + s} - \frac{mI(e)}{m + s} \quad (10)$$

z čehož můžeme derivací podle e získat reakci japonské obchodní bilance na změnu JPY:

⁴ Důraz v této argumentaci je kladen na nestandardní funkci investic, která obsahuje přímou reakci investic na měnový kurz. Může však vyvstat námitka, že tuto nestandardní funkční podobu k vysvětlení pozorované záporné závislosti mezi měnovým kurzem a investicemi nepotřebujeme. Postačil by nám například standardní keynesiánský investiční akcelérátor: silný měnový kurz snižuje agregátní poptávku, která zpomaluje hospodářský růst a následně investice. Za zmíněnou závislostí můžeme najít ještě společný třetí faktor: nárůst úrokové míry vede jak ke zhodnocení měnového kurzu, tak ke snížení investiční aktivity. To vše je samozřejmě pravda, ale hlavním cílem prezentovaného modelu je ukázat nestandardní přímý vztah mezi měnovým kurzem a investicemi. Princip keynesiánského akcelérátoru je spíše nepřímý a argument o „společném třetím faktoru“ je na současnou japonskou situaci neaplikovatelný, neboť úrokové míry jsou už velmi dlouho stabilní a téměř nulové.

⁵ Předkládaný teoretický model je statický. Vezmeme-li v úvahu časová zpoždění, měnové kurzy by mohly mít vliv na běžný účet, i když jen dočasný.

$$\frac{dT_y}{de} = \frac{s}{m+s} \frac{\partial X}{\partial e} - \frac{m}{m+s} \frac{\partial I}{\partial e} \quad (11)$$

Jelikož všechny výrazy na pravé straně rovnice (11) jsou větší než 0, získáme neurčitou odpověď obchodní bilance v JPY na pohyby e . Tato nejasná reakce je způsobena navzájem protichůdnými tlaky vývozu a investic na obchodní bilanci. Jinými slovy, když e klesá, vývoz se sníží, ale investice mohou poklesnout ještě výrazněji a snížit dovoz, takže celkový dopad na obchodní bilanci je neurčitý.

Na tomto místě si intuice žádá zavedení elasticit vývozu a investic na měnový kurz, jejich vážení a rozhodnutí o celkovém dopadu změny měnového kurzu na obchodní bilanci. Standardní definice elasticity je:

$$E(X) = \frac{dX}{de} \frac{e}{X} \quad \text{a} \quad E(I) = \frac{dI}{de} \frac{e}{I} \quad (12)$$

Nyní dosadíme rovnici (12) do rovnice (11) a dostaneme:

$$\frac{dT_y}{de} = \frac{s}{m+s} \frac{X}{e} E(X) - \frac{m}{m+s} \frac{I}{e} E(I) \quad (13)$$

Abychom dospěli k akademicky jednoduššímu a intuitivně jasnějšímu závěru, zjednodušíme model zavedením předpokladu, že obchodní bilance je zhruba vyrovnaná ($X \approx Ym$), což znamená, že japonské investice se přibližně rovnají japonským domácím úsporám ($I \approx sY$). Takto získáme následující pozoruhodně jednoduchou rovnici, jež ukazuje citlivost japonské obchodní bilance v JPY na změnu reálného měnového kurzu:

$$\frac{dT_y}{de} = [E(X) - E(I)] \frac{smY}{(s+m)e} \quad (14)$$

Japonská obchodní bilance tedy bude na zhodnocení měnového kurzu JPY/USD reagovat „normálně“ (přebytek se sníží) pouze v případě, že elasticita vývozu na měnový kurz převýší elasticitu investic na měnový kurz. Hlavní poselství tohoto jednoduchého modelu spočívá tudíž v tom, že zhodnocení JPY vůči dolaru může potlačit japonské investice a celou ekonomiku (a stimulovat americkou ekonomiku), takže obchodní přebytek (celkový i bilaterální) nepoklesne.⁶

Do zkoumání těchto dvou elasticit se již vložilo hodně úsilí. Avšak autor není obeznámen s žádným odhadem, který by poskytl spolehlivé hodnoty pro $E(X)$ a $E(I)$ na izolovaný pohyb měnového kurzu. Pro představu se můžeme podívat na elasticitu vývozu na relativní ceny (Sawyer, 1997). Průměr odhadů je -1,27 pro relativní ceny (vývozní/dovozní ceny) a 3,30 pro izolovaný měnový kurz. S touto druhou hodnotou je však potřeba zacházet velmi opatrně, neboť byla spočítána jako průměr z pouze malého množství hodnot pohybujících se od 0,75 až k 11,7.

⁶ Dalo by se namítnout, že argument zanedbává možné dopady zahraničního hospodářského růstu na japonské vývozy. Zhodnocení jenu může vést k rychlejšímu růstu v USA, který může zvýšit poptávku po japonských vývozech a částečně tak kompenzovat přímý záporný vliv zhodnocení JPY na běžný účet. Je však velmi sporné, zda zhodnocení japonské měny vůbec nějaký dopad na americkou ekonomiku může mít. Nepochybně ještě dříve, než vůbec může ekonomiku USA ovlivnit, zhodnocení JPY totiž zapůsobí negativně na ekonomiku japonskou (především prostřednictvím poklesu investic), což znamená negativní dopad na perspektivu růstu ve Spojených státech.

Co se týče elasticity investic na měnový kurz, studie Miagawy a Tokuiho citovaná McKinnonem (1997) ukazuje, že jednocentní reálné efektivní zhodnocení JPY snižuje japonské investice o 0,7–0,9 % celkového stavu kapitálu. Ale i při porovnávání tohoto odhadu s 3,3% elasticitou vývozu je třeba postupovat se vší opatrností, neboť byl získán z časové řady nominálních měnových kurzů.

Na závěr shrňme: je zřejmé, že investice v Japonsku klesají se zhodnocováním reálného efektivního měnového kurzu JPY. Ačkoliv se nemůžeme opřít o žádný spolehlivý odhad reakce vývozu na reálný efektivní měnový kurz, můžeme alespoň konstatovat, že existující odhady se liší tak výrazně, že celková reakce obchodní bilance na zhodnocení japonského JPY může být skutečně jak kladná, tak záporná; to se našemu modelu podařilo prokázat.⁷

Rozpočtový deficit a obchodní bilance

Abychom viděli, jak vládní úspory, resp. deficit ovlivňují obchodní bilanci, zahrneme je do našeho modelu. To může při pohledu na rychle narůstající rozpočtový deficit v Japonsku být velmi užitečné k jeho posouzení. Předpokládáme-li, že S_p značí soukromé úspory a S_g vládní úspory (daňové příjmy minus vládní výdaje) a že pouze soukromé úspory jsou stanoveny jako podíl na národním důchodu, můžeme model doplnit o vztah:

$$S_p = s_p Y, \text{ přičemž samozřejmě } 0 < s_p < 1 \quad (15)$$

Pro ještě větší zjednodušení předpokládejme, že vládní přebytek S_g je dán exogenně.⁸ Dále za předpokladu otevřených a propojených kapitálových trhů se $S - I$ musí rovnat $X - Me$. Potom dosazením rovnic (1), (3), (4) a (15) dostaneme:

$$s_p Y + S_g - I(e) = X(e) - m Y$$

z čehož odvodíme novou verzi rovnovážné úrovně národního důchodu:

$$Y^* = \frac{I(e) + X(e) - S_g}{m + s_p} \quad (16)$$

Vidíme, že Y^* není ovlivňován pouze přes investiční a exportní funkci prostřednictvím pohybu měnového kurzu, ale že vykazuje rovněž negativní zá-

⁷ V rovnici (4) nejsou dovozy funkcí měnového kurzu, což se zdá být v rozporu s realitou. Můžeme samozřejmě předdefinovat rovnici dovozů tak, aby zahrnovala měnový kurz v podobě $Me = Ym + M(e)$, kde $0 < m < 1$ a $M(e)$ je klesající funkcí e . Potom se rovnice (7) změní na:

$$Y^* = \frac{I(e) + X(e) - M(e)}{m + s}, \text{ rovnice (10) na } T_v = \frac{sX(e)}{m + s} - \frac{mI(e)}{m + s} - \frac{sM(e)}{m + s}, \text{ přičemž derivace (11) } \frac{dT_v}{de}$$

zůstane nadále nejednoznačná.

Rovnice (14) bude modifikovaná na $\frac{dT_v}{de} = [E(X) + E(M) - E(I)] \cdot \text{const.}$, což ukazuje, že součet elasticit vývozu a dovozu na měnový kurz musí být vyšší než elasticita investic na měnový kurz, aby obchodní bilance reagovala „normálně“.

⁸ Z teoretického hlediska si je autor vědom toho, že vládní příjmy závisejí na úrovni národního produktu. Nicméně, vláda může s vládními výdaji a daňovými sazbami manipulovat tak, že budou pro určení S_g dominantní. Když vezmeme navíc v úvahu, že elasticita daňových příjmů na růst HDP je v současné době v Japonsku velmi nízká (Shinohara, 1999), nejví se tento předpoklad jako příliš restriktivní.

vislost na vládních finančních úsporách. Multiplikační efekt S_g je roven $1/(m + s_p)$. Z empirického hlediska je tento výraz v současnosti poměrně nízký, neboť multiplikátor vládních výdajů v Japonsku se odhaduje pouze na 1,2–1,3.

Modifikací rovnice obchodní bilance v JPY získáme:

$$T_y = X(e) - Me = X(e) - mY = X(E) - m \frac{I(e) + X(e) - S_g}{m + s_p}, \text{ odkud:}$$

$$T_y = \frac{-mI(e) + s_p X(e) + mS_g}{m + s_p} \quad (17)$$

Porovnáme-li tento výsledek s rovnicí (10), obchodní bilance je nyní ovlivněna vládními úsporami (kladnými nebo zápornými). Závislost je zprostředkována multiplikátorem $m/(m + s_p)$, který je < 1 . Podle tohoto modelu by měl nynější nárůst japonského vládního deficitu zvýšit HDP, nicméně přebytek japonské obchodní bilance neklesne o tolik, o kolik se zhorší vládní finance. V každém případě jsou tyto dvě veličiny pozitivně korelovány.

Z rovnice (17) by se mohlo zdát, že nejlepší americkou strategií vůči bilaterální obchodní nerovnováze s Japonskem je tlačit japonskou vládu k ještě většímu a hlubšímu deficitu státního rozpočtu. Předpokládáme-li však již výše zmíněný velmi nízký multiplikátor japonských vládních výdajů, HDP v takovém případě příliš nevzroste a přebytek obchodní bilance se s poklesem japonských S_g příliš nesníží.

Pokud s_p klesá (jako v USA), multiplikátor se začne pohybovat směrem k jedné a vládní výdaje budou obchodní bilanci ovlivňovat stále více. Jak je všeobecně známo, zatímco americká míra úspor je velmi nízká, poptávka po investicích je poměrně silná. USA tudíž dovážejí více, než vyvážejí, a investují tento rozdíl doma. Zdá se, že transfery úspor takto v USA pomáhají stimulovat současný hospodářský vzestup. Proto jsou pro USA obchodní deficity velmi žádoucí; to si americká strana dosud plně neuvědomila.

Narůstající deficity japonské vlády jsou důvodem toho, proč celkový japonský přebytek běžného účtu nedosahuje více než v současnosti pozorovaná 2–2,5 %. Podíl investic na HDP poklesl mezi lety 1992 a 1997 o 4 %. A protože sklon k úsporám byl v Japonsku víceméně stabilní, tento pokles investic musel vést k vyššímu přebytku obchodní bilance. Avšak, jak vysvětluje rovnice (17), „díky“ nemalým záporným úsporám japonské vlády přebytek běžného účtu nevykázal žádný dramatický nárůst.

Japonský deficit státního rozpočtu by měl v roce 1999 dosáhnout 10 %. To pravděpodobně potěší americkou vládu, která věří, že japonský obchodní přebytek potřebuje „korekci“. Avšak, jak už bylo řečeno, otázkou je, zda nejnovější vládní fiskální balíčky budou mít vůbec nějaký efekt. Jestliže ne, můžeme s největší pravděpodobností v následujících letech očekávat nárůst japonského obchodního přebytku.

Na druhou stranu, jak ukazuje náš model, americké tlaky na zvýšení kurzu JPY by byly neúčinné. Další reálné zhodnocení JPY by pouze potlačilo investice v Japonsku a způsobilo hlubší recesi. Silná měna dozajista přispěla výrazným podílem k neuspokojivé ekonomické situaci Japonska.⁹

⁹ Co se týká implikací, které z modelu vyplývají pro Českou republiku, v případě ČR i Japonska se tvrdí, že reálné kurzy jejich národních měn jsou nadhodnocené. To může přes investice negativně ovlivnit ekonomický růst (jak ukazuje prezentovaný model). Při aplikaci modelu na středoevropské země bychom měli být velmi opatrní, neboť Japonsko a USA jsou velké, rozvinuté a poněkud uzavřené

Uzavřená ekonomika, měnové kurzy a obchodní bilance

Ukažme si (byť jen k „akademickému procvičení“) ještě jeden model založený na podobných předpokladech. Tento model potvrdí, že měnová deprecie v uzavřené ekonomice povede přesně k tomu, čeho chtějí politici dosáhnout, tedy ke zlepšení čisté obchodní bilance.

Vyjděme z matematického aparátu McKinnona (1997) a představme si zemi s nerozvinutým soukromým mezinárodním kapitálovým trhem, s pouze marginálním zahraničním obchodem a s regulací zahraničních finančních transakcí. Tento popis se hodí poměrně přesně na mnoho méně rozvinutých zemí.

Definujme si následující rovnice:

$$Y = A + B \quad (18)$$

$$A = C(Y) + I(i - p') \quad (19)$$

$$B = F(A, e - p) \quad (20)$$

$$p' = \alpha (Y - Y^*), \alpha > 0 \quad (21)$$

První rovnice popisuje reálný HDP Y jako součet domácí absorpce A a čisté obchodní bilance B . Druhá rovnice ukazuje, že absorpce je tvořena spotřebou (pozitivní vztah k Y) a investicemi (negativní vztah k rozdílu mezi nominální úrokovou mírou a očekávanou mírou inflace). Pro jednoduchost zanedbejme vládní sektor. Základní rozdíl oproti prvnímu modelu je ten, že zde chybí přímý vliv měnového kurzu na investice a že úroková míra je určena nezávisle na zbytku světa, neboť naše ekonomika je uzavřená. Opět předpokládáme, že nominální měnový kurz e je exogenní. Čistá obchodní bilance je funkcí domácí absorpce (záporná závislost) a reálného měnového kurzu $e-p$ (kladná závislost). Reálný měnový kurz je pro jednoduchost definován za předpokladu, že zahraniční cenová hladina se rovná nule. Poslední rovnice (21) popisuje míru nárůstu cen p' jako odchylku současného důchodu z rovnovážné úrovně plné zaměstnanosti Y^* . Měnový kurz tedy nemá na domácí cenovou hladinu žádný přímý vliv.

Hlavním předmětem našeho zájmu je, zda $\frac{\partial B}{\partial e}$ je kladné, či záporné. Pokud A je konstantní, pak $\frac{\partial B}{\partial (e - p)} > 0$, my ale potřebujeme zjistit, zda dopad nárůstu A nepřeváží pozitivní dopad oslabení měnového kurzu. Zaměříme se na fixní kurzový režim, kde měnová autorita rozhodne o e a potom se ho snaží udržet na fixní úrovni. Můžeme vynechat režim plovoucího měnového kurzu, neboť e se v případě zamezení pohybu kapitálu stavá endogenní, protože dovozci a vývozci jsou jediní účastníci na mezinárodním měnovém trhu, takže export se vždy rovná importu. Abychom matematicky odvodili, že nárůst vývozu způsobený vyšším domácím produktem nezvrátí

ekonomiky, zatímco země ve střední Evropě jsou téměř učebnicovým příkladem malých otevřených ekonomik.

Domácí poptávka je v Japonsku i v ČR slabá. V Japonsku by bylo její oživení velmi vítané, protože vyšší poptávka by zvýšila import a byla by důležitým uvolněním pro stále vysoký přebytek běžného účtu. Oproti tomu silnější domácí poptávka v ČR je jedním z faktorů, které by mohly v střednědobém období způsobit opětovný deficit běžného účtu (v roce 1999 a 2000 by měl český deficit běžného účtu zůstat přibližně vyvážený a neměl by být vážným problémem). To je jasný rozpor s naší „životní“ potřebou dosáhnout vyššího růstu, abychom přiblížili naši životní úroveň úrovni v zemích EU.

počáteční příznivý vliv devalvované měny, potřebujeme pravidlo pro derivaci implicitní funkce:

$$\frac{dy}{dx} = - \frac{\frac{\partial F}{\partial x}}{\frac{\partial F}{\partial y}} \quad (22)$$

Přepíšme si rovnici (20) jako:

$$B - F[A(\dots), e - p] = 0$$

Potom s využitím pravidla (22) dostaneme:

$$\frac{\partial B}{\partial e} = \frac{\frac{\partial F}{\partial e} + \frac{\partial F}{\partial A} \frac{\partial A}{\partial e}}{1 - \frac{\partial F}{\partial A} \frac{\partial A}{\partial B}} \quad (23)$$

Víme, že: $\frac{\partial F}{\partial e} > 0$ a $\frac{\partial F}{\partial A} < 0$. Musíme tedy rozhodnout o $\frac{\partial A}{\partial B}$ a $\frac{\partial A}{\partial e}$. Opticky upravíme (19), abychom dostali:

$$A - C[A + B(e)] + \dots = 0 \quad (24)$$

Pak:

$$\frac{\partial A}{\partial B} = \frac{\frac{\partial C}{\partial Y} \frac{\partial Y}{\partial B}}{1 - \frac{\partial C}{\partial Y} \frac{\partial Y}{\partial A}} \quad (25)$$

Protože výrazy $\frac{\partial Y}{\partial B}$ a $\frac{\partial Y}{\partial A}$ se rovnají l a $\frac{\partial C}{\partial Y}$ je mezní sklon k úsporám, což je < 1 , celá rovnice (25) je kladná.

$$\frac{\partial A}{\partial e} = \frac{\frac{\partial C}{\partial Y} \frac{\partial B}{\partial e}}{1 - \frac{\partial C}{\partial Y} \frac{\partial Y}{\partial A}} \quad (26)$$

což je opět kladné. Nyní se můžeme vrátit k (23) a vidíme, že jmenovatel je kladný, ale stále ještě nevíme nic o čitateli. Vložme tedy (26) do (23) a upravme:

$$\frac{\partial B}{\partial e} \left[1 - \frac{\frac{\partial C}{\partial Y} \frac{\partial F}{\partial A}}{\left(1 - \frac{\partial C}{\partial Y}\right) \left(1 - \frac{\partial F}{\partial A} \frac{\partial A}{\partial B}\right)} \right] = \frac{\frac{\partial F}{\partial e}}{\left(1 - \frac{\partial F}{\partial A} \frac{\partial A}{\partial B}\right)} \quad (27)$$

Teď už je konečně levá i pravá strana kladná, z čehož je jasné, že $\frac{\partial B}{\partial e}$ je také kladné.

Shrňme tedy, že devalvace měny zvýší export a národní důchod, což povede k vyšší cenové hladině (rovnice 21). To zvýší dovoz, ale ne do té míry, aby se vyrušil počáteční příznivý efekt. Je tomu tak proto, že domácí in-

vestice jsou vytlačeny vyšší úrokovou mírou i , která je důsledkem zvýšené cenové hladiny a zmenšené reálné peněžní zásoby. V předchozím modelu nebyly investice vytlačeny, protože ekonomika byla otevřená a úroková míra se musela rovnat úrokové míře světové.

V uzavřené ekonomice poté, co se makroekonomické fundamentální veličiny přizpůsobí novým podmínkám, tedy devalvace (revalvace) měny zlepšuje (zhoršuje) obchodní bilanci. Když proto americká vláda tlačí na Japonsko, aby posílilo JPY a snížilo tak americký obchodní deficit, musí mít logicky na mysli něco na způsob uzavřené ekonomiky. Japonsko však samozřejmě nepochybně ani zdaleka mezi uzavřené ekonomiky nepatří (i když nepatří ani k velmi otevřeným ekonomikám). V důsledku toho dokonce ani silná intervence centrálních bank (jakou byla ta, ke které došlo po dohodě v roce 1985 Plaza Accord, kdy USD prudce klesl) nedokáže americký obchodní deficit snížit.

Tlaky merkantilistů a očekávání silnějšího JPY

Po druhé světové válce začala americká průmyslová odvětví ztrácet svou konkurenční výhodu, přičemž největší obavy vzbuzoval tlak z Japonska. Proto se americká nomenklatura zabývala početnými výhružkami, obchodními spory, válkami a sankcemi vůči japonské vládě. Obě vlády se občas uchýlily k tak ekonomicky neefektivním opatřením, jako jsou dobrovolná omezení vývozu nebo dobrovolná expanze dovozu. Tyto kroky téměř vždy doprovázela jednání o posílení JPY oproti USD.

Nicméně americký deficit s Japonskem neklesal a obchodníci se zahraničními měnami si zvykli na to, že americká vláda se dříve nebo později opět uchýlí ke *gaiatsu* (politickým nátlakům) na japonskou vládu, aby „už konečně udělala něco“ s obrovským obchodním přebytkem. S cílem potěšit Američany sledovala Bank of Japan politiku, která vedla k poklesu cenové hladiny a k velmi nízkým nominálním (ale ne reálným) úrokovým mírám.

To, že očekávání silnějšího JPY je zakořeněnou skutečností, si můžeme ověřit při pohledu na měnové kurzy futurit (futures) Tokijské mezinárodní futuritní burzy. Měsíční futuritní sazba JPY/USD byla v říjnu 1999 96,2 JPY/USD, zatímco spotová sazba se pohybovala kolem 105 JPY/USD. To znamená, že účastníci trhu zahraničních měn očekávali, že JPY během jednoho měsíce vzroste oproti USD téměř o 9 JPY. To je v souladu se zjištěním Hary a Kamady (1999) ohledně očekávání vývoje kurzu JPY/USD, že účastníci trhu mají tendenci očekávat apreciaci v jednoměsíčním horizontu a žádnou změnu v horizontu šesti měsíců.

Dalším nebezpečným aspektem očekávání stále silnějšího JPY je japonská extrémně nízká úroková míra. Japonské 10leté vládní obligace mají zhruba o 4 % nižší dlouhodobý výnos než americké. Jak je tedy možné, že se mezinárodní investoři v rámci arbitráže nezbavují těchto málo výnosných cenných papírů ve prospěch mnohem výnosnějších amerických vládních obligací, navíc když japonské obligace mají nižší rating než americké? Je tomu tak proto, že v následujících 10 letech očekávají posilování JPY nejméně o cca 4 procentní body ročně.

Tato očekávání stálého posilování JPY jsou pro japonskou ekonomiku velmi nebezpečná. Soukromé investice jsou potlačeny v důsledku obavy z ještě většího budoucího posílení měnového kurzu a snižování cen v důsledku syndromu silnějšího JPY negativně ovlivňuje spotřebu. K tomu

všemu japonské měnové autority utrácení při agresivních nákupech USD obrovské peněžní částky s cílem zastavit zhodnocování JPY. Navíc má Japonsko obrovské zahraniční rezervy, což ho vystavuje měnovým ztrátám z držby těchto aktiv. Proto i když Japonsko vzhledem ke svému obchodnímu přebytku takové rozsáhlé rezervy pravděpodobně nepotřebuje, musí pokračovat v nákupech JPY, aby eliminovalo jeho apreciaci.

K tomu, aby se zastavila očekávání stálého zhodnocování JPY, musí americká vláda souhlasit s úplným zrušením dvoustranných obchodních sankcí, většinou antidumpingového charakteru. Na druhé straně by se Japonsko mělo zavázat k otevření trhu a k liberalizaci. Mělo by však být jasné, že toto otevření nemá nic společného se snížením vzájemné obchodní nerovnováhy.

Potom by se obě vlády musely dohodnout na tom, že je chybou manipulovat s měnovým kurzem za účelem ovlivnění japonsko-americké obchodní bilance. Následně, až by byl kurz JPY/USD oslaben a stabilizován a strach z budoucího zhodnocení eliminován, by bylo možné začít usilovat o snížení JPY na úroveň odpovídající paritě kupní síly (zhruba 135 JPY/USD). Slabý JPY by potom pomohl zvýšit hodnotu zahraničních peněžních aktiv japonských podniků, stimulovat trh cenných papírů a ukončit deflační tlaky.

Kritika elasticitního přístupu

Diskuze o politice měnového kurzu a obchodní bilanci by nebyla úplná, kdybychom nezmnili v současné době velmi často užívaný elasticitní přístup k obchodní bilanci. Podle elasticitního přístupu jsou vývozu a dovozu určovány relativními cenami a produkcí. Funkce obchodní bilance z pohledu Japonska by mohla vypadat takto:

$$T_y = F(Y_f, Y_j, ep^* / p_j)$$

kde T_y značí obchodní bilanci v JPY, Y_f úroveň zahraniční produkce, Y_j domácí japonský HDP, e nominální měnový kurz, p^* zahraniční a p_j domácí cenovou hladinu. Z literatury se můžeme dočíst, že dnešní devalvace způsobí zlepšení obchodní bilance za dva roky a podle většiny odhadů by rozmezí cca 100–115 JPY/USD odpovídalo japonskému cíli, podílu běžného účtu na HDP kolem 2 % (Bergsten–Noland, 1993).

Tento přístup má však jeden zásadní analytický nedostatek. Odhaduje vliv nezávislých proměnných na obchodní bilanci, jako by tyto proměnné mohly být určeny nezávisle na sobě. Jak ale ukázala naše předchozí analýza, předpoklad *ceteris paribus* není v tomto případě vůbec oprávněný. Pokus ovlivňovat měnové kurzy se nevyhnutelně dotkne dalších makroveličin, především domácích soukromých investic. Elasticitní přístup je i přesto často zneužíván jako teoretické odůvodnění přizpůsobování obchodní bilance prostřednictvím inženýrství mezinárodních měnových kurzů, obzvláště jako podklad pro tvrzení (v našem případě v USA), že depreciace měny by mohla zlepšit obchodní bilanci. Viděli jsme však, že toto tvrzení je silně kontroverzní a patrně nesprávné.

Ve finančně otevřených ekonomikách odráží běžný účet základní nevyrovnanost úspor a investic (veřejných a soukromých) mezi dvěma zmíněnými obchodními partnery. Jde obzvláště o to, že strukturální bilance (způsobená rozdíly mezi úsporami a investicemi) se může pohybovat docela nezávisle na měnovém kurzu. Uchida a Ui (1995) ukazují, že současný pře-

bytek běžného účtu v Japonsku může mít velmi blízko svému trendu a že je strukturální. Máme před sebou tedy další argument pro konstatování, že tlačení trhů zahraničních měn k očekávání neustále silnějšího JPY nemusí být řešením současného obchodního deficitu USA s Japonskem, které by bylo žádoucí.

Závěr

Tato studie ukázala, že celkový vliv měnové devalvace na obchodní bilanci je nejistý. To je v přímém rozporu s běžným uvažováním Washingtonu, který vyvíjí politické a obchodní tlaky za účelem posílit měnový kurz JPY/USD v naději, že americký obchodní deficit (vůči Japonsku i celkový) tak bude snížen. Jinými slovy, každá země s nízkými úsporami může použít zahraniční úspory prostřednictvím obchodního deficitu. Devalvace či revalvace sama o sobě však zásadně změnit národní mezní sklony k úsporám či ke spotřebě pravděpodobně nemůže.

Tlak amerických merkantilistů na Japonsko je rovněž na pováženou, neboť japonský obchodní přebytek se nezdá být výjimečně velký, měříme-li ho jako podíl přebytku běžného účtu na HDP (tabulka 1). S trochou nadsázky lze tvrdit, že japonská hospodářská politika byla rukojmím amerického obchodního tlaku a následných očekávání neustále rostoucího JPY.

Obě země by měly začít vážně uvažovat o posílení spolupráce v oblasti měnového kurzu. Hlavním cílem by mělo být dostat kurz JPY/USD blíže parity kupní síly, která se v současné době pohybuje kolem 130–135 JPY/USD. Zájem jak japonských, tak amerických představitelů by měl být rovněž soustředěn na zásadnější otázku – zda by více kontrolovaný pohyb kurzu nebyl přínosnější než současný abnormálně fluktuující kurz vyvolávající následné narušující makroekonomické dopady.

preložili: Tomáš SEDLÁČEK, Petra ŠTĚPÁNKOVÁ a Ondřej VYCHODIL

LITERATURA

- BERGSTEN, F. C. – NOLAND, M. (1993): *Reconcilable Difference? United States – Japan Economic Conflict*. Washington D. C., Institute for International Economics, 1993.
- DORNBUSH, R. – FISCHER, S. (1994): *Makroekonomie*. 6. vydání. Praha, SPN, 1994.
- DORNBUSH, R. (1999): *Policy Options for the BoJ*. <http://www.mit.edu/~rudi/PDF/boj.PDF> [cit.: April 1999].
- HARA, N. – KAMADA, K. (1999): Yen/Dollar Exchange Rate Expectations in 1980–90's. Bank of Japan, *Working Paper*, 1999, no.1.
- ITO, T. (1997): The Long-run Purchasing Power Parity for the Yen: Historical Overview. *Journal for the Japanese and International Economics*, vol. 11, December 1997, no. 4.
- JAROŠ, J. (1997): *Monetary Policy in Japan, Bank of Japan and Role of the Yen*. (Diplomová práce.) Praha, Fakulta sociálních věd UK, 1997.
- JAROŠ, J. (1998): *Obchodní konflikt USA – Japonsko*. (Diplomová práce.) Praha, Vysoká škola ekonomická, 1998.
- KAWAI, M. (1996): Yen Rate Volatility and the International Monetary System. *Journal of the Japanese and International Economics* (University of Tokyo), 1996, no. 6.
- KRASNER, S. D. (1987): *Asymmetries in Japanese – American Trade*. University of California in Berkeley, Institute of International Studies, 1987.
- KRUGMAN, P. (1997): Seven Habits of Highly Defective Investors. *Fortune*, December 1997.

- KRUGMAN, P. (1999): *Japan: Still Trapped*. <http://web.mit.edu/krugman/www/japtrap2.html> [cit.: January 16, 1999].
- LOTHIAN, J. R. (1998): Some New Stylized Facts of Floating Exchange Rates. *Journal of International Money and Finance*, (UK), 1998, no. 17.
- McKINNON, R. I. (1996): *The Rules of the Game: International Money and Exchange Rates*. MIT Press, 1996.
- McKINNON, R. I. (1998): Exchange Rate Co-ordination for Surmounting the East Asian Currency Crisis. *Asia Pacific Journal of Economics & Business*, vol. 2, June 1998, no. 1.
- McKINNON, R. I. – OHNO, K. (1997): *Dollar and Yen: Resolving Economic Conflict Between the United States and Japan*. MIT Press, 1997.
- POSEN, A. S. (1998): *Restoring Japan's Economic Growth*. Washington, D.C., Institute for International Economics, 1998.
- SAWYER, CH. W. – SPRINKLE, R. L. (1997): The Demand for Imports and Exports in Japan: A Survey. *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 11, June 1997, no. 2.
- SHINOHARA, S. (1999): *Japan's Macroeconomic Problems*. Center for Strategic International Studies, <http://www.csis.org> (in the part: „Japan Chair“) [cit.: March 1999].
- SONG, CH. Y. (1997): The Real Exchange Rate and the Current Account Balance in Japan. *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 11, June 1997, no. 2.
- SUZUKI, Y. (1989): *Japan's Economic Performance and International Role*. University of Tokyo Press, 1989.
- TORU, I. (1994): The Internationalization of Yen and Key Currency Questions. *IMF Working Papers*, April 1994.
- Trends in World Economy, The Japan-US Relationship: Bilateral and Global Contexts*. Hungarian Scientific Council for World Economy, Budapest, 1991 – mimeo.
- UCHIDA, M. – UI, T. (1995): Recent Balance of Payments Developments in Japan: Is the Current Account Surplus Structural or Temporary? In: *The Structure of the Japanese Economy* (ed: Okabe, M.). London, Macmillan Press, 1995.

SUMMARY

JEL Classification: F13, F31 F32

Keywords: Japan – current account – exchange rate

Exchange Rates and Foreign Trade An Example Involving Japan and the USA

Jiří JAROŠ – Graduate School of Economics, Doshisha University, Kyoto; Matsushita Electric Industrial, Panasonic, Osaka

The aim of this paper is to challenge the widely made claim that a weaker currency will automatically improve the current-account balance. Its objective is to present the puzzling fact that, for an open economy, a current-account reaction to nominal exchange rate changes cannot be identified. American politicians often use this incorrect interpretation as part of a protectionist-trade strategy to force the Japanese yen higher, the author claims. Two simple models accompanied by empirical evidence are presented to illustrate the effect of such a faulty notion. The results indicate that enormous fluctuations of the yen exchange rate led the Bank of Japan to adjust its monetary policy and pushed it into its present (at the writing of this paper) deflationary spiral.