

Vydává Ministerstvo financí České republiky ve spolupráci s Českou národní bankou ve vydavatelství Economia, a. s., Praha

© Ministerstvo financí ČR

Adresa redakce: Vinohradská 49

120 74 Praha 2

Tel.: (02) 24 25 00 36 nebo: (02) 215 93 171

Fax: (02) 215 93 203

Šéfredaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

Publishers: Ministry of Finance of the Czech Republic in Cooperation with Czech National Bank in Publishing House Economia, Prague

© Ministry of Finance of the Czech Republic

Editor's Office: Vinohradská 49

120 74 Prague 2

Czech Republic

Editor in Chief: Ivan Kočárník

OBSAH

Ivan KOČÁRNÍK: Exposé místopředsedy vlády a ministra financí k návrhu státního rozpočtu ČR na rok 1997 1

Vladimír KREIDL: Česká platební bilance: rostoucí nejistota 10

Mojmír SIMERSKÝ: Efektivní srážková daň českých dluhopisů 24

Josef JÍLEK: Měření tržního rizika obcí 37

Jiří MÁLEK: Informace a efektivnost finančních trhů 52

Informace

Miroslav HÁJEK: Mezinárodní konference o integraci politik a strategií k ochraně životního prostředí v rámci ekonomické reformy 60

Daňové judikáty

Výběr ze soudních rozhodnutí ve věcech daní č. 1/97 63

CONTENTS

Ivan KOČÁRNÍK: Exposé of the Deputy Prime Minister and Minister of Finance of the CR to the Proposal of the State Budget for 1997 1

Vladimír KREIDL: Czech Balance of Payments More Uncertainty Ahead 10

Mojmír SIMERSKÝ: Effective Withholding Tax on Czech Corporate Bonds 24

Josef JÍLEK: Measuring the Market Risk for Options 37

Jiří MÁLEK: Information and Financial Markets' Efficiency 52

Information

Miroslav HÁJEK: The International Conference on the Integration of Environmental Policies and Strategies for Economic Reform 60

Tax Judicial Decisions

Abstract from Court Decisions Concerning Taxation No 1/97 63

Autorská práva vykonává vydavatel (viz § 4 zák. č. 35/1996 Sb. ve znění změn a doplňků). Užití částí nebo celku publikovaných textů – vč. publikovaných zpracovaných znění judikátů –, rozmnožování a šíření jakýmkoli způsobem (zejména mechanickým nebo elektronickým) bez výslovného svolení vydavatele je zakázáno.

Redakční rada: Dr. Ivan Angelis, CSc., Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., Ing. Petr Dvořák, Ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., Doc. Ing. Kamil Janáček, CSc., Ing. Miroslav Kerouš, Ing. Ivan Kočárník, CSc., Ing. Václav Kupka, CSc., Ing. Tomáš Ježek, CSc., Ing. Jiří Pospíšil, CSc., Vladimír Rudlovčák, CSc., Ing. Pavel Štěpánek, CSc., Prof. Jan Švejnar, PhD., Prof. Dr. František Vencovský, Ing. Jan Vít, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

Česká platební bilance: rostoucí nejistota*

Vladimír KREIDL**

Deficit obchodní bilance: nepříznivý výhled

V druhé polovině roku 1995 rostl export zdravým tempem 15 %. Vysoké a stabilní tempo růstu bylo interpretováno jako důkaz neklesající konkurenceschopnosti českých vývozců. Také dovoz rostl rychlým tempem, což bylo vysvětlováno silnou domácí expanzí.

V létě roku 1996 se ovšem situace změnila. Deficit obchodní bilance se prohloubil. Zatímco měsíční schodky přes 10 mld. Kč byly v předchozím roce neobvyklé, v roce 1996 byl opačný výsledek spíše vzácností. Novým jevem byl podstatný pokles růstu jak vývozu, tak dovozu. Export v létě téměř stagnoval. Růst dovozu se sice také zpomalil, ale zůstal podstatně vyšší než růst vývozu. Nepřekvapuje, že se tempa růstu exportu a importu chovají podobným způsobem, neboť čeští vývozcí v hojné míře používají dovážené vstupy. Při poklesu zahraniční poptávky po českých produktech souběžně klesá i poptávka českých výrobců-exportérů po zahraničních vstupech. Pokles zahraniční poptávky po našich produktech vede k automatickému poklesu dovozu do ČR – *graf 1*.

Nižší exportní aktivitu lze částečně připsat pomalému růstu v západní Evropě, zejména v Německu. Vzhledem k tomu, že většina českého zahraničního obchodu probíhá se zeměmi Evropské unie (61 % obrátu), bylo pravděpodobné, že by obnovení stagnace na těchto trzích ještě dále zkomplikovalo problémy české obchodní bilance – *tabulka 1*.

Domnívám se ovšem, že by nebylo adekvátní vykládat nerovnováhu obchodu pouze pomalým oživením v zemích EU. Zdá se totiž, že český vývoz do Německa ve druhém čtvrtletí výrazně poklesl, zatímco celkový německý

TABULKA 1 Meziroční růst průmyslové produkce v Německu

v %

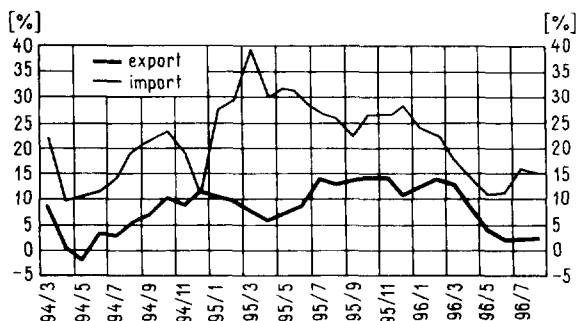
1994	Q2/95	Q3/95	Q4/95	Q1/96	Q2/96
+4,3	+1,7	+1,3	-2,8	-4,0	-1,9

* Tento článek vznikl na základě výzkumné zprávy společnosti Patria Finance, a. s., „Czech Balance of Payments: More Uncertainty Ahead“. Autor děkuje za cenné připomínky a rady Zdeňku Tůmovi, Martinu Kupkovi a Petru Zahradníkovi (všichni Patria Finance). Odpovědnost je však autorova vlastní.

** Vladimír Kreidl – Patria Finance, a. s., Praha

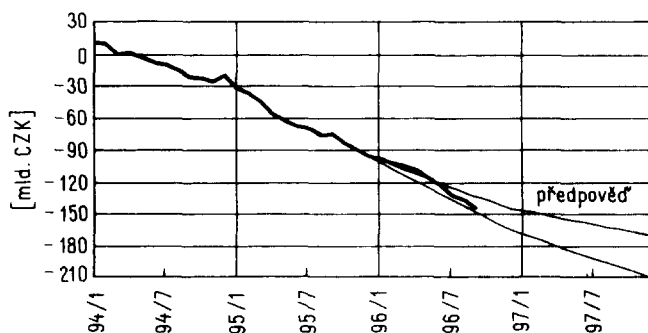
Redakce příspěvek obdržela v listopadu 1996, autorská korektura provedena 8. 12. 1996.

GRAF 1 Růst českého dovozu a vývozu (tříměsíční klouzavý průměr)



pramen: ČSÚ; Patria Finance, a. s.

GRAF 2 Dvanáctiměsíční obchodní bilance



pramen: ČSÚ; Patria Finance, a. s.

dovoz nikoli. Toto by mohlo naznačovat, že problém má svůj zdroj spíše na české než na německé straně.

Čeští producenti museli čelit rostoucím cenám vstupů v době, kdy exportní ceny stagnovaly, protože nominální měnový kurz je stabilní od roku 1991. Pokud by se ukázalo, že primární příčinou nepříznivého vývoje českého zahraničního obchodu je klesající konkurenceschopnost českého průmyslu, vyhlídky celé platební bilance by byly chmurné – graf 2.

I když se domnívám, že značnou část nepříznivého vývoje způsobuje postupná ztráta konkurenceschopnosti, oživení v západní Evropě rozhodně ke zlepšení situace přispěje. Rovněž tak export nových automobilů v roce 1997 zvýší růst vývozu o několik málo procent. Na druhé straně zhodnocení koruny od června 1996 bylo zřejmě příliš silné a trvalo příliš dlouho, než aby nezanechalo následky. Na základě všech těchto úvah předpokládáme růst vývozu v roce 1997 o 12 %, po růstu cca 7–8 % v roce 1996.

Dovoz do ČR roste dynamicky již několik let. Hlavními důvody jsou reálné zhodnocování koruny a vysoký růst HDP. Rovněž příjmová diferenciace přesměrovává spotřebitelskou poptávku více do zahraničí, protože poptávané luxusní komodity nejsou domácími výrobci nabízeny. Restruk-

turalizace v průmyslu vede k rychlým změnám investiční poptávky. Vzhledem k tomu, že nabídka domácích společností je v krátkém období velmi nepružná, nelze se divit zaplavení domácího trhu zahraničním zbožím. K růstu dovozu přispívá konečně také pokles dovozních cel. Před čtyřmi roky byla průměrná výše cla 5 %. V letošním roce je pouze 3,2 %. Většina dováženého průmyslového zboží z EU je již zcela bez cla.

Většina výše zmíněných faktorů se v nejbližší budoucnosti nezmění. Zpřísnění politiky ČNB z června minulého roku povede k poklesu investic, ekonomického růstu a následně k nižšímu dovozu. Naproti tomu zhodnocení měny, které restriktci doprovází, bude působit proti poklesu dovozu a proti růstu exportu. Na základě těchto předpokladů očekáváme růst dovozu ve výši 15 % v roce 1997, po odhadovaném růstu 15,5 % v roce minulém.

Struktura zahraničního obchodu nabízí optimističtější pohled

I když celkový vývoj zahraničního obchodu příliš důvodů pro optimizmus nenabízí, struktura zahraničního obchodu by snad takovým důvodem být mohla. Pro popis strukturálních trendů použijí rozdělení na čtyři skupiny na základě klasifikace SITC. Podíl strojírenských výrobků rostl jak u dovozu, tak zejména u vývozu, kde podíl vyskočil v prvním pololetí roku 1996

TABULKA 2 Struktura vývozu^a

v %

země	období	potraviny	suroviny	strojírenské výrobky	hotové výrobky
ČR	1993	7,9	52,4	27,4	12,4
ČR	1994	6,7	53,1	25,9	14,3
ČR	1995	6,9	54,1	26,3	12,7
ČR	96 – 1. pol.	5,4	48,1	32,7	13,8
Maďarsko	1995	21,0	37,2	25,6	16,2
Polsko	1995	10,1	47,9	21,1	20,8
Slovensko	1995	5,7	62,9	18,8	12,2
Slovinsko	1995	3,9	42,2	31,5	22,3

^a „Potraviny“ obsahují potraviny a nápoje (tj. SITC-skupiny 0, 1, 4), „suroviny“ – suroviny, paliva a chemikálie (2, 3, 5, 6), „strojírenské produkty“ – strojírenské produkty a dopravní zařízení (7), „hotové výrobky“ – různé hotové výrobky a ostatní zboží (8, 9).

pramen: ČSÚ; CESTAT

TABULKA 3 Struktura dovozu^a

v %

země	období	potraviny	suroviny	strojírenské výrobky	hotové výrobky
ČR	1993	7,7	44,4	35,8	12,1
ČR	1994	8,6	44,5	35,0	11,9
ČR	1995	7,8	45,5	35,6	11,1
ČR	96 – 1. pol.	7,2	43,8	38,0	11,0
Maďarsko	1995	5,6	53,0	30,8	10,6
Polsko	1995	9,5	51,1	29,9	9,3
Slovensko	1995	7,5	54,8	29,0	8,0
Slovinsko	1995	7,8	45,0	33,8	10,6

^a – viz poznámka u tabulky 2

pramen: ČSÚ; CESTAT

o 6 procentních bodů. Podíl surovín s nízkou přidanou hodnotou poklesl jak při pohybu do ekonomiky, tak při pohybu z ekonomiky – *tabulka 2 a 3*

Dostupná data naznačují, že vysoký dovoz může mít investiční charakter, což by naznačovalo, že současná dovozní vlna v oblasti strojního zařízení by mohla v budoucnu přispět k exportní expanzi. Bohužel však je použitá klasifikace příliš agregovaná, takže uvedené tvrzení je nutné brát s rezervou.

Pomocí spodních polovin tabulek lze provést srovnání s ostatními zeměmi střední Evropy. Česká republika má nejvyšší podíl vývozu strojírenských produktů. Vzhledem k tomu, že výrobky s vyšší přidanou hodnotou jsou obsaženy také v poslední skupině, zdá se, že Slovinsko má „nejpokročilejší“ exportní strukturu, zatímco Česká republika je hned na druhém místě. Tyto země také „vedou“ ve struktuře dovozů s vysokou přidanou hodnotou.

Výsledky porovnání snad mohou být zdrojem jistého omezeného optimizmu, pokud jde o budoucnost českého zahraničního obchodu. Nejistota ohledně toho, kdy se exportní expanze objeví a zda nebude utlumena nekonkurenceschopným kurzem, však přetrvává.

Předpovědi běžného účtu

Za předpokladu mírného oživení v západní Evropě a nezměněné hospodářské politiky předpokládáme, že deficit běžného účtu dosáhne 8 % HDP v roce 1997, po 7 % v roce 1996. Tato předpověď závisí na následujících faktorech:

- oživení v zahraničí – předpokládáme, že povede ke zrychlení jak vývozu, tak dovozu. Pokud by se ovšem ukázalo, že čeští výrobci nejsou tohoto oživení – kvůli ztracené nákladové konkurenceschopnosti – schopni využít, skutečný schodek by mohl být ještě vyšší;
- domácí hospodářská politika – důrazná fiskální restrikce s výrazným přebytkem veřejného sektoru s nízkým růstem veřejných výdajů by mohla vývoj radikálně obrátit;
- měnový kurz – předpovědi jsou založené na předpokladu nezměněného měnového kurzu a nedevalvačních expektací.

Na počátku roku 1997 by měla být předpověď vývoje přesnější, neboť již bude znám dopad zahraničního oživení na českou ekonomiku a státní rozpočet pro rok 1997 – *tabulka 4*.

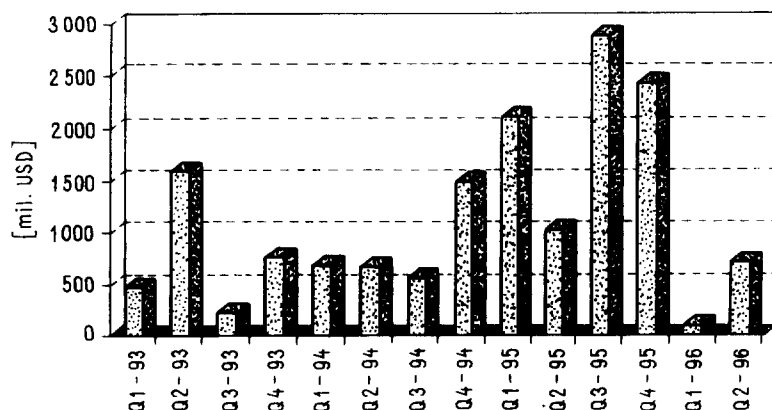
Při tvorbě střednědobých předpovědí je nutné vzít v úvahu také skutečnost, že dlouhé období schodků běžného účtu povede k akumulaci zahraničního dluhu s implikací zvýšené dluhové služby. V roce 1995 byl rozdíl mezi vývozem a dovozem částečně pokryt přebytkem jednostranných pře-

TABULKA 4 Předpovědi na rok 1997 za předpokladu nezměněné hospodářské politiky

	obchodní bilance	bilance služeb	běžný účet	běžný účet v % HDP	růst exportu	růst importu
[mld. USD]	-6,2 až -7,6	2,0	-4,5	8	10–14 %	13–17 %
[mld. CZK]	-170 až -210	55	-130			

pramen: Patria Finance, a. s.

GRAF 3 Přebytek kapitálového účtu



pramen: ČNB

vodů (600 mil. USD). Balance výnosů pak skončila jako zhruba vyrovnaná (-100 mil. USD). S postupujícím časem schodek bilance výnosů převáží přebytek jednostranných transferů, což ještě dále zhorší situaci běžného účtu.

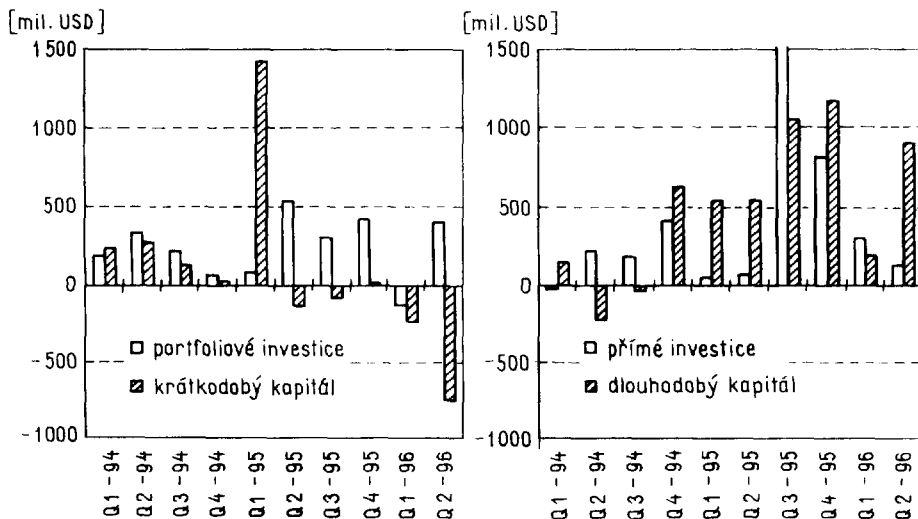
Vývoj kapitálového účtu¹

Česká ekonomika byla vyhledávaným místem pro zahraniční investory od ledna roku 1993. Mezi hlavní důvody patřila politická a makroekonomická stabilita, rychlá ekonomická reforma, režim fixního měnového kurzu, apreciační očekávání, konvertibilita koruny, zlepšující se úvěrový rating od mezinárodních ratingových institucí a vstup ČR do OECD. Po tom, co se příliv v letech 1993–1994 pohyboval kolem 9 % HDP, vyskočil v roce 1995 až na 18 % HDP – *graf 3*.

Neobyčejně silný příliv a jeho potenciálně inflační dopad vedly v únoru minulého roku k rozšíření flukтуаčního pásma na $\pm 7,5$ %. Příliv kapitálu také nepřímo způsobil následný obchodní deficit². Oba faktory – širší pásmo a hlubší deficit obchodní bilance – vedly ke značnému zpomalení přílivu kapitálu. Neobyčejně nízký příliv v prvním čtvrtletí 1996 je výsledkem jedno-
rázového odlivu 660 mil. USD po rozšíření pásma. Výsledek ve druhém čtvrtletí ovšem zřejmě lépe reprezentuje období, kdy dojde k oslabení přílivu na mezinárodně obvyklejší hladinu. Domnívám se, že období extrémně vysokého přílivu již definitivně skončilo. Mohlo by dokonce dojít k dalšímu zpomalení, pokud by se rozšířily obavy z deficitu běžného účtu platební bilance. Ke zpomalení mohou také přispět nižší politická stabilita, pomalejší tempo reformy a další faktory. Pro rok 1996 předpovídáme příliv 3 mld. USD

¹ Tato podkapitola čerpá z [ČNB 1996].

² Příliv urychlil domácí růst a zabránil poklesu inflace. Vysoká inflace vedla ke ztrátě konkurenceschopnosti českých výrobců. Viz také [Calvo–Leiderman–Reinhart 1994], [Schadler–Carovic–Bennet–Kahn 1993] a [Williamson 1995].



pramen: ČNB

(5,5 % HDP). Vývoj v roce 1997 je velmi nejistý. Za předpokladu nezměněné fiskální a monetární politiky a za předpokladu, že nedojde ke ztrátě důvěry investorů, předpokládáme příliv 3 mld. USD.

Přímé investice, považované za jeden z nejstabilnějších zahraničních finančních zdrojů, byly v nedávné minulosti velmi silné. Novým jevem v minulých letech bylo provádění přímých investic pomocí pražského kapitálového trhu. Vzhledem ke zpomalení odprodeje státního majetku a vzhledem k tomu, že většina velkých investic již byla dokončena (SPT, Škoda Auto), očekáváme, že přímé investice budou v nejbližší době relativně nízké. Nová vlna velké privatizace pomocí přímých investic je v nejbližší době nejistá.

Portfoliové investice získaly na celkovém přílivu zahraničního kapitálu do ČR větší podíl. Tento vývoj odrážel atraktivní ceny na Pražské burze cenných papírů a vysoké výnosy pevně úročených instrumentů. Tento vývoj přerušilo pouze první čtvrtletí roku 1996, kdy investoři snížili své pozice v krátkodobých pevně úročených instrumentech (pokladniční poukázky).

Počet „levných“ akcií v poslední době poklesl a akcie jsou již oceněné zhruba správně. Navíc další prohloubení obchodního deficitu by mohlo ovlivnit zejména chování investorů s kratším investičním horizontem. To by spolu s všeobecně pociťovaným nedostatkem transparentnosti, regulace a mechanismů k vynucení této regulace mohlo přispět ke zpomalení, či dokonce odlivu portfoliových investic – graf 4 a 5.

Příliv *krátkodobého kapitálu* byl velmi dynamický. Patřil však také k nejčastěji diskutovaným otázkám. Prudký skok v jeho přílivu v prvním čtvrtletí 1995 způsobil značné obavy ČNB. Následné kroky k omezení krátkodobého vypůjčování byly zřejmě úspěšné. Od té doby krátkodobý kapitál ze země odtéká. K tomuto vývoji přispělo rozšíření flukтуаčního pásma v únoru 1996, časová struktura půjček (mnoho krátkodobých půjček bylo splatných v průběhu roku 1996) a rostoucí makroekonomická nerovnováha.

	1996	1997	1998	1999	2000	2001–2011
jistina	3,6	1,4	1,2	1,3	1,5	2,3
úrok	0,7	0,5	0,4	0,4	0,3	0,7
celkem	4,3	1,9	1,6	1,7	1,8	3,0

pramen: ČNB

Odliv byl jen částečně zpomalován rostoucím úrokovým diferencíálem. Bez ohledu na to, kolik krátkodobého kapitálu ze země již oteklo, zůstává zbývající kapitál tohoto druhu v zemi potenciálně nebezpečným problémem. Další vývoj bude záviset na úrokové politice ČNB.

Dlouhodobý kapitál se v budoucnosti pravděpodobně stane nejdůležitějším zdrojem zahraničního financování. Jeho příliv je silný od konce roku 1994. Po tom, co v polovině minulého roku vyvrcholily snahy ČNB o omezení přílivu krátkodobého kapitálu, příliv dlouhodobého kapitálu ještě dále zesílil. Kapitál je především bankovního původu, zesilují zejména syndikalizované půjčky (425 mil. USD v r. 1995, mnohem více v r. 1996). Většinou se jedná o tři- až pětileté půjčky s úrokovou sazbou LIBOR +12,5 – 60 bázových bodů. Podle ČNB jsou tyto půjčky používány na financování zahraničního obchodu. Přímé vypůjčování podniků v čistém vyjádření stagnovalo, zejména kvůli značným splátkám předchozích výpůjček. Půjčky jsou v rostoucí míře používány na financování investic do fixního kapitálu (59 %).

Zahraníční zadlužení

Období velmi silného přílivu kapitálu přirozeně vedlo k nárůstu zahraničních závazků ekonomiky. Zvýšily se všechny druhy závazků. Podíl krátkodobých pasiv dosáhl svého vrcholu v létě roku 1995 (1/3). Takové spolehání se na krátkodobé zdroje by v kombinaci s hlubokým schodkem zahraničního obchodu mohlo být potenciálně velmi destabilizující. Naštěstí od té doby tento podíl klesal. V poslední době až na pětinu, což se jeví (i v mezinárodním srovnání) jako přijatelnější.

Navíc byla většina minulého přílivu kapitálu akumulována v oficiálních devizových rezervách. Díky tomu mají česká zahraniční aktiva velmi zdravou časovou strukturu. Více než dvě třetiny jsou totiž krátkodobé. Devizové rezervy kryjí 280 % krátkodobých závazků.

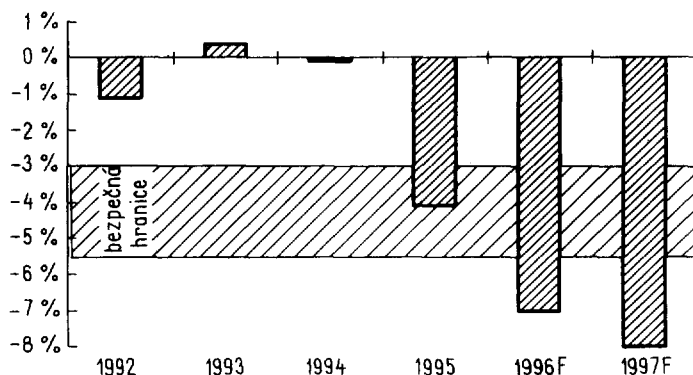
Česká republika je v současnosti čistým zahraničním dlužníkem (čistý dovozce kapitálu) v konvertibilních měnách. Čistá investiční pozice³ je ovšem zanedbatelná (2,2 % HDP)⁴.

Naakumulované zahraniční závazky jsou zdrojem značných plateb do zahraničí (viz *tabulka 5*). V minulém roce mělo být zapláceno 4,3 mld. USD (zejména splátky krátkodobého kapitálu). To byl jeden z důvodů, proč jsme pro daný rok očekávali příliv pouze 3 mld. USD. Dluhová služba poroste, protože lze očekávat dlouhé období importu kapitálu.

³ Zahrnuje krátkodobá a dlouhodobá aktiva a závazky, přímé a portfoliové investice.

⁴ O odhadech tolerovatelných hranic viz [Cline 1971], [Petersen 1977] a [Williamson 1994 a 1995].

GRAF 6 Deficit běžného účtu – v % HDP



pramen: Patria Finance, a. s.

Implikace pro hospodářskou politiku

Jak plyne z *grafu 6*, přesáhne deficit běžného účtu úroveň, o které se domnívám, že je bezpečná⁵, jak v roce 1996, tak v roce 1997. Vývoj je ovšem obestřen mnoha neznámými. Na počátku roku 1997 bude možné předpovědi aktualizovat. Bude totiž jasné, zda oživení v západní Evropě (zejména v Německu) povede k nové exportní expanzi. Navíc bude více známo o tom, jaký byl schválen státní rozpočet. Domnívám se, že zahraniční oživení českému obchodu pomůže; jsem ale skeptický v tom, že bude schválen dostatečně restriktivní rozpočet.

Pro zemi, jakou je Česká republika, je přirozené (a dokonce optimální) být čistým importérem kapitálu, tj. mít deficit běžného účtu, pokud deficit nepřesáhne rozumné hranice a pokud zahraniční dluh zůstane na udržitelné úrovni. Zatímco dluh je stále ještě zanedbatelný, mezera mezi vývozem a dovozem se zdá být příliš velká. Tato kombinace bezproblémových *stavových* (dluh) a problémovějších *tokových* (deficit běžného účtu) veličin má důležité implikace. V případě příznivých podmínek lze tuto situaci udržovat po delší dobu. Pokud se však podmínky (vnitřní či vnější) zhorší, mohlo by to mít závažné destabilizující dopady na celkovou makroekonomickou stabilitu. Série neočekávaných špatných ekonomických zpráv (vysoký měsíční deficit zahraničního obchodu, schválení nezdravého rozpočtu, signál ČNB, že politika vysokých úrokových sazeb končí, apod.) by mohla vyprovokovat řetězovou reakci.

Vzhledem k dlouhým zpožděním mezi provedením určité hospodářské politiky a jejím dopadem na ekonomiku se domnívám, že je nejvyšší čas podniknout důrazné kroky k zabránění tomu, aby se zmíněná makroekonomická nerovnováha stala nevladatelnou.

Měnová politika bohužel není nejefektivnějším nástrojem pro omezení deficitu běžného účtu. Zvyšování úrokových sazeb, tj. restriktivní měnová politika, má na obchodní bilanci jak pozitivní, tak negativní dopady. Na jedné

⁵ Pro způsob výpočtu viz [Williamson 1994 a 1995].

straně vede pomalejší růst HDP ke snížení dovozní poptávky. Na straně druhé, zhodnocení měny, jež je způsobeno monetární restrikcí, vede k růstu dovozu a ze zpomalení vývozu. V krátkém a středním období je měnová politika ve vztahu k běžnému účtu poměrně neutrální.

V dlouhém období vede prohlubující se rozdíl mezi exportem a importem, jenž je spojen s rozdílem mezi domácími úsporami a investicemi, nutně k nárůstu *reálných* úrokových sazeb. Snaha zabránit tomuto jevu sterilizací čistého deficitu platební bilance by byla dlouhodobě neudržitelná a vyústila by pouze v horší problémy v budoucnosti (viz zde *Dodatek* s dalšími podrobnostmi).

Politika vysokých úrokových sazeb ovšem musí čelit potenciálním problémům s nedostatečnou kredibilitou. Až do současnosti mohl být růst úrokových sazeb vysvětlován rostoucí inflací a rychlým domácím oživením. Proto nebyly cíle vnitřní (inflace) a vnější (měnový kurz) stability nekonzistentní. Pokud by ovšem došlo ke zpomalení růstu HDP, mohl by devizový trh začít podezírat ČNB, že obětuje kurzovou stabilitu snaze podpořit hospodářský růst a sníží úrokové sazby.

Mnohem efektivnějším a ekonomicky méně kontroverzním nástrojem je *fiskální politika*. Značný přebytek státního rozpočtu (nebo rozpočtu celého veřejného sektoru) by byl – podle mého názoru – nejlepším způsobem, jak danou situaci zvládnout. Fiskální restrikce omezuje dovoz stejně jako restrikce monetární (díky nižší agregátní poptávce), ale přitom nemá nevítaný vedlejší efekt apreciačního tlaku⁶.

Jakkoli je fiskální restrikce ekonomicky nekontroverzní, politicky je takový krok jen obtížně dosažitelný. Přesto však vláda udělala na podzim roku 1996 v této oblasti tři podstatné kroky. *Za prvé*, navrhla zmrazit téměř celý přebytek z předchozího roku (a parlament to schválil). Použití peněz z přebytku z roku 1994 pro dodatečné výdaje v roce 1995 bylo vážnou chybou. *Za druhé*, vláda navrhuje zvýšit mzdy ve veřejném sektoru o „pouhých“ 12,5 %. Pokud by soukromý sektor reagoval na tento signál (mzdy v soukromém sektoru rostou o 17 %), mělo by to pozitivní dopady na českou konkurenceschopnost. *Za třetí*, vláda schválila snížení výdajů o 5 % ve snaze udržet státní finance v roce 1996 v rovnováze.

Všechna zmíněná opatření jsou nutná, ale k udržení deficitu běžného účtu na rozumné úrovni patrně nebudou stačit. Nominální růst vládních výdajů o 12 % s očekávaným růstem nominálního HDP o 13,5 % lze jen stěží nazvat restriktivním. Navrhovaný růst mezd o 12,5 % je v reálném vyjádření stále poměrně značný (4 %). Odvážnější přístup by bylo možné jen přivítat. Mzdy by měly růst o méně než 10 %. Navíc by neutrální fiskální postoj v rychle rostoucí ekonomice implikoval rostoucí přebytek nebo klesající deficit. Ekonomická situace nutně vyžaduje přebytek v rozsahu 1–3 % HDP.

Rozpočtový přebytek je nejlepším krátkodobým řešením rostoucí nerovnováhy mezi domácími úsporami a investicemi. Dosažení rozpočtového přebytku po několik po sobě následujících let by bylo velmi obtížné, udržení přebytků po celé desetiletí nebo ještě déle se však jeví jako politicky naprosto nerealistické. Proto jako dlouhodobé řešení vidím politiku *podpory domácích úspor*. Sociální reforma, která by podpořila sklon obyvatelstva k úsporám, by byla velmi prospěšná. Trvá ovšem určitou dobu, než se po-

⁶ Rozpočtový přebytek doporučuje také [OECD 1996] a MMF.

daří takovou reformu uvést do života. Proto by na začátku měl pomoci rozpočtový přebytek.

Zkušenosti ze zahraničí ovšem svědčí o tom, že jakmile je reforma např. penzijního systému uvedena v život, dopad na domácí úspory je silný a akumulace kapitálu velice rychlá, zejména v počátečních letech takové reformy⁷.

Pro překlenutí kritického období by pomohlo také celkové *zprůhlednění investičního prostředí* v České republice. Za prvé je možné usilovat o změnu přetrvávajícího mínění investorů o nedostatečné regulaci pražského kapitálového trhu. Problémem je jednak nedostatek pravidel, jednak chybné mechanismy k jejich vynucení. Za druhé samotná rozpočtová, a zejména měnová politika mohou být zprůhledněny. Prospěla by veřejná deklarace střednědobých cílů takovým způsobem, aby bylo jasné, kam hospodářská politika směřuje, a přitom aby bylo plnění těchto cílů kontrolovatelné⁸. Nelze se zbavit dojmu, že fiskální politika je v tomto ohledu o krok napřed.

Ve veřejných diskuzích o obchodním deficitu jsou také často zvažovány *exportní dotace a dovozní přírážka*. Tato opatření by sice pomohla snížit deficit, mají však značné nevýhody. Zmíněné přístupy mění relativní ceny a vedou tak k poklesu ekonomické efektivnosti. Exportní dotace by měly být omezené pouze na případ selhání trhu.

DODATEK⁹

Pro popis situace v tomto dodatku používám základní identitu národních účtů, která ukazuje deficit běžného účtu (*CAD*) jako rozdíl mezi investicemi (*I*) a domácími úsporami (*S*): $CAD = I - S$. O investicích se zde předpokládá, že negativně závisejí na reálné úrokové míře (*r*), zatímco u úspor se předpokládá jejich nezávislost na *r*¹⁰. Tyto vztahy jsou viditelné na *grafu 7*. Z identity plyne, že deficit běžného účtu – rozdíl mezi domácími investicemi a domácími úsporami – lze znázornit v grafu s reálnou úrokovou mírou na svislé ose (*graf 8*). Křivky označené *NCF* (net capital flow) jsou nabídkovými křivkami zahraničního kapitálu v dlouhém období.

Současný vývoj v České republice lze pomocí těchto křivek popsat poměrně dobře. Křivka *CAD* se posouvá z *CAD-95* do *CAD-97*. Posun by odpovídal posunu křivky *S* nebo křivky *I* na *grafu 7* v závislosti na tom, zda roste spíše spotřeba, nebo investice. *Tabulka 6* ukazuje, že se investice do fixního kapitálu v posledních letech vyšplhaly na velmi vysokou úroveň. Vývoj úspor byl komplikovanější. Na počátku transformace nejprve prudce poklesly a v posledních letech začaly mírně růst. Hodnotit jejich počáteční pokles je obtížné, protože ekonomika prošla transformací, což zcela změnilo její behaviorální charakteristiky.

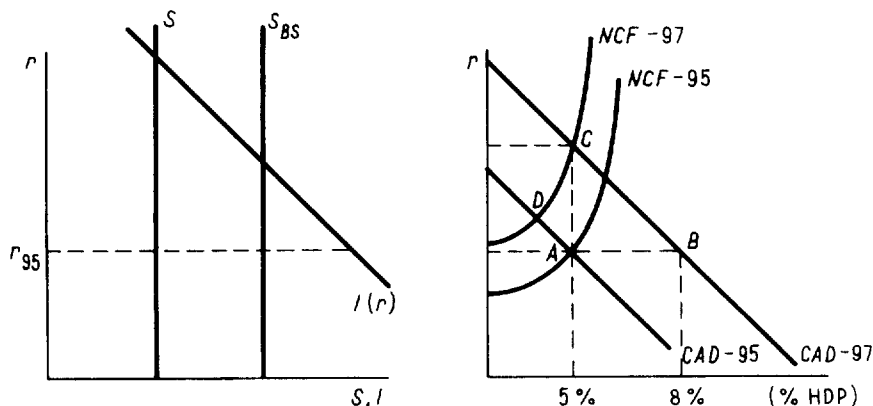
Nižší prémie za politickou stabilitu a rostoucí nespokojenost s institucionálními charakteristikami pražského kapitálového trhu posouvají křivku *NCF-95* nahoru do *NCF-97*. Beze změny ekonomické politiky se ekono-

⁷ Viz [World Bank 1994], [Bosworth–Marfin 1994].

⁸ K tomu viz [Dornbusch–Giovannini 1990], [Fischer 1990], [Frankel 1995]. Pro aplikaci v českých podmínkách pak: [Patria 1996b], [Kreidl 1996], [Kreidl–Tůma 1996] a [OECD 1996].

⁹ Tento dodatek je založen na stati [Sachs–Tornell–Velasco 1996].

¹⁰ Substituční a důchodový efekt působí proti sobě, takže celkový efekt je teoreticky nejistý.



mika posouvá z bodu A do bodu B. Nelze ovšem očekávat, že by zahraniční investoři byli ochotni financovat velký schodek běžného účtu platební bilance¹¹ donekonečna. Za předpokladu, že udržitelná hranice se pohybuje kolem 5 % HDP, něco se musí stát.

Jednou možností je, že měnové autority neintervenují ani na měnovém, ani na devizovém trhu a redukovaný příliv kapitálu (na úroveň 5 % HDP) způsobí růst reálných úrokových sazeb (bod C). Tento pohyb redukuje investice a deficit běžného účtu.

Měnové autority ovšem nemusí být ochotné vyšší reálné úrokové sazby tolerovat. V tom případě ovšem nebude schodek běžného účtu pokryt přílivem zahraničního kapitálu, protože investoři vyšší úrokové sazby požadují. Národní banka musí intervenovat odprodejem svých devizových rezerv a částečně z nich tak financovat schodek: $CAD = NCF - \Delta R$, kde NCF je příliv kapitálu a ΔR je změna rezerv (z rezerv je pokryt úsek mezi body A a B).

Prodej devizových rezerv národní bankou vede k poklesu měnové zásoby. Soukromý sektor nakupuje zahraniční měny pomocí domácí měny, jejíž zásoba v oběhu tak klesá. Za normálních podmínek by tento vývoj vedl k růstu úrokových sazeb a ekonomika by konvergovala do bodu C. Pokud ovšem nebude ČNB ochotna toto tolerovat, musela by intervenovat zvyšováním (čistého) domácího úvěru centrální banky, což v našem případě znamená například snižování zásoby poukázek ČNB v portfoliích soukromých subjektů (bank).

Pro zjednodušení předpokládám, že zdroji růstu peněžní báze jsou pouze čistá domácí aktiva (domácí úvěr) a zahraniční aktiva (devizové rezervy): $\Delta MB = \Delta NDA + \Delta R$. Protože změny poptávky po penězích souvisejí s domácím hospodářským růstem, je rozumné předpokládat, že *bez ohledu na vnější podmínky* $\Delta MB = 0$ ¹². Snaha držet úrokové míry na nižší úrovni (r_{95}) vyžaduje expanzi domácího úvěru, která by kompenzovala klesající devi-

¹¹ Viz [Feldstein 1983], [Williamson 1994 a 1995].

¹² Pro jednoduchost abstrahuji od trendového růstu poptávky po penězích a od změn peněžního multiplikátoru.

	<i>S</i> (úspory)	<i>I</i> (investice)	<i>I_{fix}</i> (fixní kapitál)	<i>I_{zás}</i> (zásoby)	<i>NX</i> (čistý export)
průměr za roky 1987–89	31,2	27,8	25,9	1,9	3,3
1990	29,9	28,6	26,3	2,3	1,3
1991	36,7	29,9	23,1	6,8	6,8
1992	27,4	27,0	28,5	-1,5	0,4
1993	20,2	18,0	26,6	-8,6	2,2
1994	20,1	20,5	30,0	-9,5	-0,4
1995	23,3	27,8	31,0	-3,2	-4,5
Q3/95–Q2/96	23,6	29,4	31,8	-2,4	-5,8

pramen: ČSÚ; Patria Finance, a. s.

zové rezervy: $\Delta NDA = -\Delta R$. Pokud není centrální banka ochotná tolerovat růst úrokových sazeb, musí do ekonomiky dodávat (čistý) úvěr.

Taková politika je ovšem dlouhodobě neudržitelná. Tento přístup se hodí pro překonání jednorázových šoků, není však řešením dlouhodobým. *Pokud nemá být problém řešen měnovým kurzem, zbývá jediná možnost – nechat růst reálné sazby stále výše.* V určitém smyslu tak samotný pokles ochoty cizinců investovat v České republice *sám o sobě* k poklesu rezerv vést nemůže. Bez expanze domácího úvěru (*NDA*) by rezervy poklesnout nemohly. Soukromý sektor by prostě našel novou rovnovážnou pozici na úrovni vyšší úrokové sazby (*C*). Na nové úrovni úrokových sazeb by se zastavil odliv kapitálu ze země. Neudržitelnost výše zmíněné politiky je způsobena expanzí domácího úvěru (vynucenou neochotou nechat stoupnout úrokové sazby).

V únoru loňského roku, po rozšíření fluktuačního pásma, byl jednorázový odliv kapitálu pokryt z devizových rezerv se souběžnou sterilizací provedenou ČNB. I když v tomto případě se jednalo o správnou reakci, nebylo by možné trvat na takové politice donekonečna. Nakonec by muselo dojít k vyčerpání rezerv. Pokud by mělo dojít k permanentnímu odlivu kapitálu, který by při současných úrokových sazbách vedl k čistému deficitu platební bilance, ČNB by se neměla snažit intervenovat proti růstu úrokových sazeb. V případě neochoty přistoupit na změnu kurzu bychom museli s rostoucími úrokovými sazbami žít.

Politika vysokých úrokových sazeb ovšem může být vystavena značným problémům. „*Přístup klasické disciplíny*“, implikující vysoké úrokové sazby, může periodicky čelit problémům krize kredibility. Nejsem si jist, zda ČNB již dostatek takové kredibility má. Pokud inflace roste a pokud je domácí růst HDP vysoký, lze obhajovat politiku těžko dostupných peněz na základě potřeby snižovat inflaci, tj. na základě potřeb vnitřní stability ekonomiky. Pokud by došlo k poklesu inflace, růstu HDP nebo růstu peněžní zásoby, mohla by ČNB mít tendenci svou politiku uvolnit. Navíc se může omezování investic v této fázi rozvoje ekonomiky zdát neatraktivním. Signály o tom, že snížení úrokových sazeb získává v ČNB popularitu, by mohly iniciovat značné problémy.

Existuje tedy méně kontroverzní způsob řešení tohoto problému? Fiskální restrikce by umožnila vyhnout se mnohým z výše zmíněných problémů. Rozpočtový přebytek (ve výši přibližně 1–3 % HDP) by zvýšením veřejných úspor vedl ke zvýšení celkových úspor¹³. To by se projevilo posunem křivky *S* na

grafu 7 doprava do S_{BS} a posunem křivky CAD na grafu 8 doleva, možná až do $CAD-95$. Ekonomika by neskončila v bodě C , ale v bodě D . Bylo by tak možné se vyhnout období vysokých úrokových měr a potlačených investic. V tomto smyslu existuje dlouhodobé vytlačování investic fiskálními výdaji způsobené nedokonalou mezinárodní mobilitou kapitálu. Výrazná fiskální restrikce by vyššími investicemi podpořila růst v dlouhém období a v krátkém období by podpořila ekonomickou stabilitu (vnější i vnitřní).

Politika podpory úspor domácností a podniků by měla stejný efekt. Taková politika se jeví pro udržitelné zvýšení domácích úspor jako slibnější než politika rozpočtových přebytků, která by zřejmě nemohla trvat věčně.

¹³ Empirické výzkumy ukazují, že soukromý sektor reaguje na zvýšení veřejných úspor pouze částečným zvýšením své spotřeby (tj. poklesem úspor), takže celková míra úspor roste (viz např. [Masson-Bayoumi-Samiei 1995]). Důvodem neplatnosti Barroovy-Ricardovy ekvivalence jsou existence omezení likvidity u některých spotřebitelů, krátkozrakost, slabá vazba na blahobyt budoucích generací apod.

LITERATURA

BOSWORTH, B. – MARFIN, M.: Saving Investment and Economic Growth. In: Bosworth, B. – Dornbusch, R. – Labán, R. (eds): *The Chilean Economy, Policy Lessons and Challenges*. The Brookings Institute, Washington, D. C., 1994.

CALVO, G. – LEIDERMAN, L. – REINHART, C. M.: Capital Inflows Problem: Concepts and Issues. *Contemporary Economic Policy*, vol. 12, červenec 1994.

CLINE, W. R. – FRANK, CH. R.: Measurement of Debt Servicing Capacity: An Application of Discriminant Analysis. *Journal of International Economics*, 1971.

ČNB: Zpráva o vývoji platební bilance v roce 1995, 1996.

DIAMOND, P. – VALDÉS-PRIETO, S.: Social Security Reforms. In: Bosworth, B. – Dornbusch, R. – Labán, R. (eds): *The Chilean Economy Policy Lessons and Challenges*. The Brookings Institute, Washington, D. C., 1994.

DORNBUSCH, R. – GIOVANNINI, A.: Monetary Policy in the Open Economy. In: Friedman, B. – Hahn, F.: *Handbook of Monetary Economics*, vol. II, Elsevier Science Publishers 1990.

FELDSTEIN, M.: Domestic Saving and International Capital Movements in the Long Run and the Short Run. *European Economic Review*, 21, 1983.

FISCHER, S.: Rules versus Discretion in Monetary Policy. In: Friedman, B. M. – Hahn, F. H. (eds): *Handbook of Monetary Economics*, North-Holland 1990.

FRANKEL, J.: Monetary Regime Choices for a Semi-Open Country. Forthcoming in: Edwards, S. (ed): *Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy*. Cambridge University Press 1995.

KREIDL, V.: Úzká místa měnové a kurzové politiky ČR. *Finance a úvěr*, 46, 1996, č. 6.

KREIDL, V. – TŮMA, Z.: Stará kotva opuštěna: Kde hledat novou? *Ekonom*, 1996, č. 17.

MASSON, P. – BAYOMI, T. – SAMIEI, M.: Saving Behavior in Industrial and Developing Countries. *Staff Studies for the World Economic Outlook*, IMF, 1995.

OECD: The Czech Republic. *OECD Economic Surveys* 1996.

Patria Finance: Czech Balance of Payments: More Uncertainty Ahead. 1996a.

Patria Finance: Czech Economy: Investment-Driven Boom. 1996b.

PETERSEN, H. J.: Debt Crises of Developing Countries: A Pragmatic Approach to an Early Warning System. *Konjunkturpolitik* 1977.

SACHS, J. – TORNELL, A. – VELASCO, A.: The collapse of the Mexican peso: what have we learned? *Economic Policy*, 22, duben 1996.

SCHADLER, S. – CARNOVIC, M. – BENNET, A. – KAHN, M.: Recent Experiences with Surge in Capital Inflows. IMF Occasional Paper, č. 108, 1993.

World Bank: Averting the Old Age Crisis, Policies to Protect the Old *and* Promote Growth. A WB Policy Research Report, 1994.

WILLIAMSON, J.: Estimating Equilibrium Exchange Rates. Institute for International Economics, Washington, D. C., 1994.

WILLIAMSON, J.: The Management of Capital Inflows. Institute for International Economics, Washington, D. C., 1995.

SUMMARY

Czech Balance of Payments: More Uncertainty Ahead

Vladimír KREIDL – Patria Finance, a. s., Prague

The Czech current account deficit has worsened. After an estimated 7% of GDP in 1996, it could reach as much as 8% in 1997. Neither the surplus of the balance of services, nor the capital inflow will be sufficient to cover the gap between exports and imports of goods. The deficit is caused by slow growth in Western Europe, rapid domestic recovery, real appreciation of the koruna and other transformation-specific factors. The author argues that the state should run a budget surplus to limit the unfavorable development. As a long-term solution, a change in the country's social security system should be considered. The change could potentially, by increasing aggregate domestic savings, solve many of Czech economic problems, including high inflation and the deep current account deficit. Monetary policy is a less powerful tool for handling the deficit, but the CNB should not try to sterilize net capital outflow, should one occur, if a stable exchange rate is to be maintained.