

8. Mezinárodní toky kapitálu v kontextu finanční stability

1MT404 Finanční stabilita



EVROPSKÁ UNIE
Evropské strukturální a investiční fondy
Operační program Výzkum, vývoj a vzdělávání

Platební bilance

- = **Systematický účetní výkaz zachycující veškeré ekonomické transakce mezi rezidenty domácí země (tuzemci) a rezidenty ostatních zemí (cizozemci), které se uskutečnily za určité období**
- Sestavuje se na roční (a frekventovanější) bázi
 - Je to TOKOVÁ statistika, tj. ukazuje tok za určité období
 - (× STAVOVÁ statistika – *Celková investiční pozice země, (Hrubý) Zahraniční dluh*)
 - Stěžejním dokumentem pro sestavení BoP je publikace od MMF „*BALANCE OF PAYMENTS AND INTERNATIONAL INVESTMENT POSITION MANUAL*“, (6. vydání) – dále BPM6
 - Proč?
 - Stejný důraz na tokové veličiny (platební bilance) a na stavové veličiny (investiční pozice)
 - Bližší „propojení“ s národním účetnictvím (viz dále)

Celková struktura BoP (dle BPM6)

- Běžný účet (current account)
- Kapitálový účet (capital account)
- Finanční účet (financial account)
- Čisté chyby a opomenutí (net errors and omissions)

Pro platební bilanci (toková veličina) platí:

Běžný účet + kapitálový účet (+ Chyby a opomenutí) = Finanční účet

Celková struktura BoP (dle BPM6)

	Kredit	Debet	Net
Zboží (obchodní bilance)			
Služby			
Prvotní důchody			
Druhotné důchody			
Běžný účet			

	Kredit	Debet	Net
Kapitálový účet			

	Čistá změna zahraničních finančních aktiv	Čistá změna zahraničních finančních pasiv	Net
Přímé investice			
Portfoliové investice			
Finanční deriváty			
Ostatní investice			
Rezervní aktiva			
Finanční účet			

	Kredit	Debet	Net
Čisté chyby a opomenutí			

Struktura BoP (dle BPM6)

	Kredit	Debet	Net (saldo)
Zboží (obchodní bilance)	Export (EX)	Import (IM)	= EX - IM
Služby	Export	Import	= EX - IM
Prvotní důchody	Import (příjmy)	Export (výdaje)	= IM - EX
Druhotné důchody	Import (příjmy)	Export (výdaje)	= IM - EX
Běžný účet			=suma výše uvedených sald

	Kredit	Debet	Net (saldo)
Kapitálový účet	Import	Export	= IM - EX

	Čistá změna zahraničních finančních aktiv	Čistá změna zahraničních finančních pasiv	Net (saldo)
Přímé investice	Zvýšení zahr. aktiv (+); Snížení zahr. aktiv (-)	Zvýšení zahr. pasiv (+); Snížení zahr. pasiv (-)	= (čistá změna zahr. fin. aktiv) - (čistá změna zahr. fin. pasiv)
Portfoliové investice	Zvýšení zahr. aktiv (+); Snížení zahr. aktiv (-)	Zvýšení zahr. pasiv (+); Snížení zahr. pasiv (-)	= (čistá změna zahr. fin. aktiv) - (čistá změna zahr. fin. pasiv)
Finanční deriváty	Zvýšení zahr. aktiv (+); Snížení zahr. aktiv (-)	Zvýšení zahr. pasiv (+); Snížení zahr. pasiv (-)	= (čistá změna zahr. fin. aktiv) - (čistá změna zahr. fin. pasiv)
Ostatní investice	Zvýšení zahr. aktiv (+); Snížení zahr. aktiv (-)	Zvýšení zahr. pasiv (+); Snížení zahr. pasiv (-)	= (čistá změna zahr. fin. aktiv) - (čistá změna zahr. fin. pasiv)
Rezervní aktiva	Zvýšení zahr. aktiv (+); Snížení zahr. aktiv (-)	X	Zvýšení zahr. aktiv (+); Snížení zahr. aktiv (-)
Finanční účet			= suma výše uvedených sald

	Kredit	Debet	Net (saldo)
Čisté chyby a opomenutí			

Běžný účet platební bilance (dle BPM6)

Položka	Název salda	
	dílčí	kumulativní
Vývoz zboží		
Dovoz zboží		
	Obchodní bilance	
Příjmy za služby		
Výdaje za služby		
	Bilance služeb	
		Výkonová bilance
Prvotní důchody (příjmy)		
Prvotní důchody (výdaje)		
	Bilance prvotních důchodů	
Druhotné důchody (příjmy)		
Druhotné důchody (výdaje)		
	Bilance druhotných důchodů	
		Běžný účet

Obchodní bilance = vývoz zboží – dovoz zboží

Bilance služeb = příjmy za služby – výdaje za služby

Výkonová bilance = vývoz zboží a služeb – dovoz zboží a služeb

Bilance prvotních důchodů = prvotní důchody (příjmy) – prvotní důchody (výdaje)

Bilance druhotných důchodů = druhotné důchody (příjmy) – druhotné důchody (výdaje)

Běžný účet platební bilance = obchodní bilance + bilance služeb + bilance prvotních důchodů + bilance druhotných důchodů

Čistá investiční pozice země

(IIP = international investment position)

- Zachycuje celkovou finanční pozici země vůči zahraničí.
- STAVOVÁ BILANCE (×platební bilance je toková)

Obecně:

- Na straně aktiv: pohledávky za zahraničními subjekty a držba zahraničního majetku domácími subjekty
- Na straně pasiv: závazky domácích subjektů vůči zahraničním subjektům a držba majetku na domácím území zahraničními subjekty.

Čistá investiční pozice země („ekonomický“ pohled - zjednodušeně)

Celková investiční pozice země	
Aktiva	
	pohledávky za zahraničními subjekty
	držba zahraničního majetku domácími subjekty
Pasiva	
	závazky domácích subjektů vůči zahraničním subjektům
	držba majetku na domácím území zahraničními subjekty

zdroj: autor

V návaznosti na položky platební bilance lze členit: (viz další slide)

Poznámka:

závazky domácích subjektů vůči zahraničním subjektům = hrubý zahraniční dluh

Čistá investiční pozice země (dle BPM6)

	Aktiva	Pasiva	Net
Přímé zahraniční investice			$= A - P$
Portfoliové investice			$= A - P$
Finanční deriváty			$= A - P$
Ostatní investice			$= A - P$
Rezervní aktiva			$= A$
Investiční pozice vůči zahraničí			$= A - P$

zdroj: autor

Pozor, zde v investiční pozici je STAV aktiv, resp. pasiv k určitému datu. V platební bilanci je změna aktiv, resp. pasiv (TOK) za určité období.

„Propojení“ platební bilance a investiční pozice

- Pro platební bilanci (toková veličina) platí:

Běžný účet + kapitálový účet (+ Chyby a opomenutí) = Finanční účet

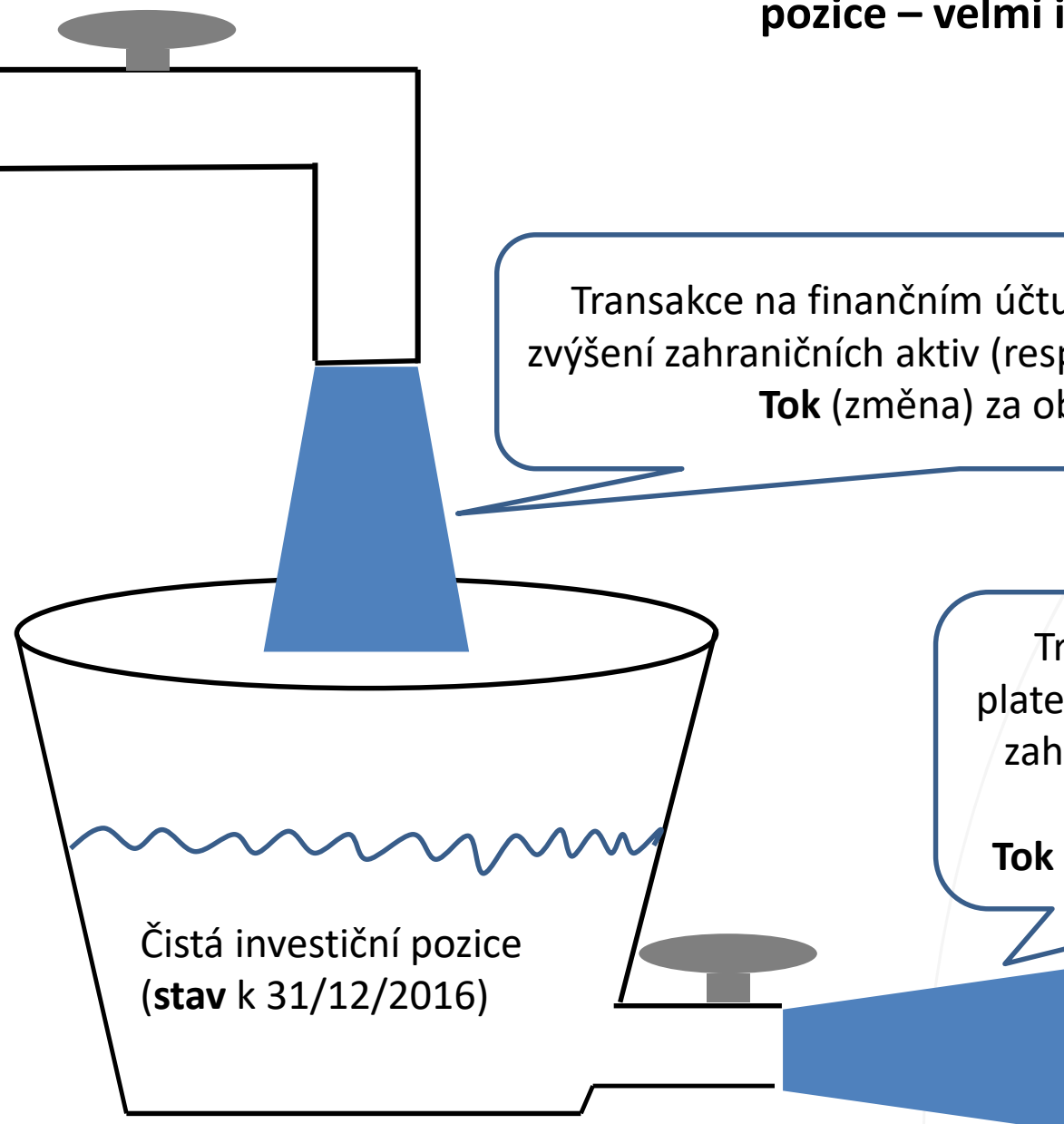
- Pro investiční pozici (stavová veličina) platí:

Investiční pozice (v čase t) – Investiční pozice (v čase $t - 1$) \approx saldo běžného účtu (za období $t - 1$ až t) + saldo kapitálové účtu (za období $t - 1$ až t) + [saldo chyb a opomenutí (za období $t - 1$ až t)]

A tedy také platí:

Investiční pozice (v čase t) – Investiční pozice (v čase $t - 1$) \approx Finanční účet (za období $t - 1$ až t)

„Propojení“ platební bilance (finanční účet) a investiční pozice – velmi idealizováno



Transakce na finančním účtu platební bilance vedoucí k zvýšení zahraničních aktiv (resp. snížení zahraničních pasiv).
Tok (změna) za období roku 2017

Transakce na finančním účtu platební bilance vedoucí ke zvýšení zahraničních pasiv (resp. snížení zahraničních aktiv).
Tok (změna) za období roku 2017

Čistá investiční pozice
(stav k 31/12/2016)

Poznámka: čistá investiční pozice může být i záporná

Nejčastěji se při analýzách užívá výdajová metoda, která HDP (resp. *GDP*) chápe jako

$$GDP = C + I + G + NX, \quad (1-1)$$

kde *C* je konečná spotřeba domácností a sektoru soukromých neziskových organizací. *I* značí hrubou tvorbu kapitálu (soukromou i veřejnou). *G* jsou vládní výdaje na konečnou spotřebu a *NX* je saldo výkonové bilance (tj. položka z platební bilance „goods and services“), tj. rozdíl mezi exportem (*EX*) a importem (*IM*) zboží a služeb.

Jestliže označíme *A* (domestic absorption) jako součet domácí poptávky, tj. $A = C + I + G$, pak můžeme psát:

$$GDP - A = EX - IM. \quad (1-2)$$

Od *GDP* přejdeme k hrubému národnímu důchodu (*GNI*, gross national income):

$$GNI = GDP + BPI, \quad (1-3)$$

kde *BPI* položka z platební bilance zvaná „(balance on) primary income“ (bilance prvotních důchodů).

Dále lze uvést, že:

$$GNDI = GNI + BSI, \quad (1-4)$$

kde *GNDI* je hrubý národní disponibilní důchod (gross national disposable income) a *BSI* je položka z platební bilance zvaná „(balance on) secondary income“ (bilance druhotných důchodů).

zdroj: autor

Vzájemné vztahy: HDP, platební bilance apod. vyplývající z národního účetnictví

GNDI (hrubý národní disponibilní důchod) lze také chápat jako součet hrubých národních úspor (*S*) a konečné spotřeby (*C* a *G*):

$$GNDI = S + C + G. \quad (1-5)$$

Bilance běžného účtu platební bilance *CAB* je součtem *NX*, *BPI* a *BSI* (tj. *výkonové bilance*, *bilance prvotních důchodů* a *druhotných důchodů*). Platí tedy:

$$CAB = NX + BPI + BSI. \quad (1-6)$$

Významná položka národního účetnictví je tzv. čisté půjčky/čisté výpůjčky (net lending/net borrowing, *NLB*):

$$NLB = NX + BPI + BSI + KAB, \quad (1-7)$$

kde *KAB* je kapitálový účet platební bilance.

Z rovnice (1-6) a (1-7) tedy vyplívá:

$$NLB = CAB + KAB = \textit{finanční účet platební bilance} \quad (1-8)$$

Z výše uvedených rovnic nyní odvodíme vztah mezi I , S a CA . Dosadíme-li rovnici (1-1) do rovnice (1-3), pak získáme:

$$GNI = (C + I + G + NX) + BPI. \quad (1-9)$$

Rovnici (1-9) nyní dosadíme do rovnice (1-4):

$$GNDI = (C + I + G + NX) + BPI + BSI. \quad (1-10)$$

Rovnici (1-10) dosadíme do rovnice (1-5):

$$S + C + G = (C + I + G + NX) + BPI + BSI. \quad (1-11)$$

Po vykrácení a převedením I na levou stranu rovnice získáme:

$$S - I = NX + BPI + BSI, \quad (1-12)$$

$$CA = S - I. \quad (1-13)$$

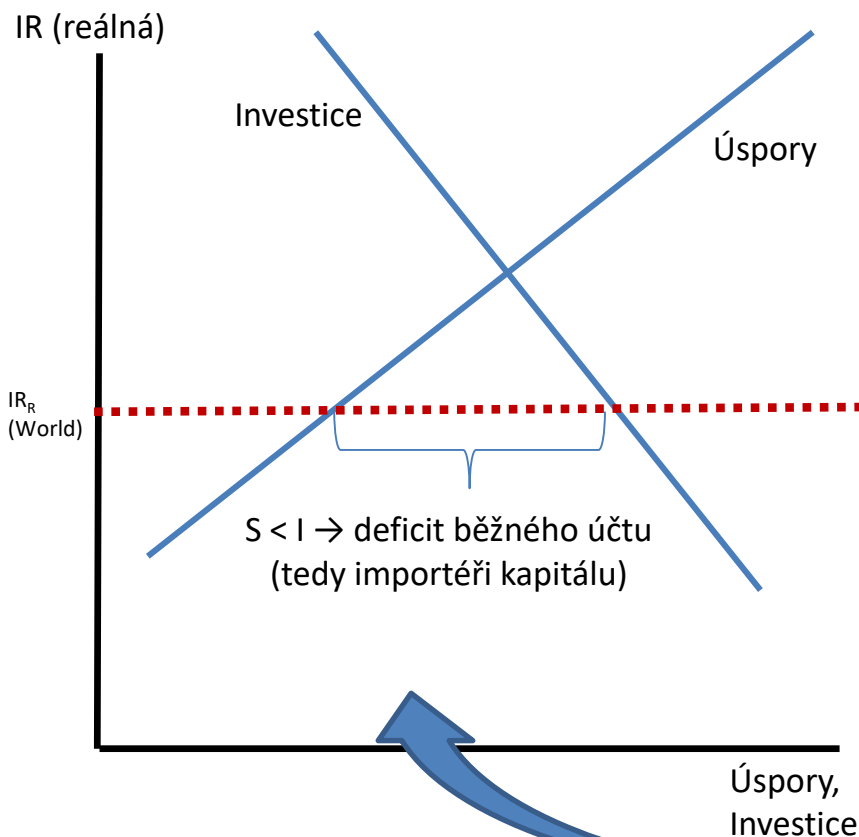
U rozvíjejících se ekonomik by mělo platit, že úspory (S) jsou menší než investice (I), tj. deficit běžného účtu. Tento deficit by měl být ideálně financován PZI

zdroj: autor

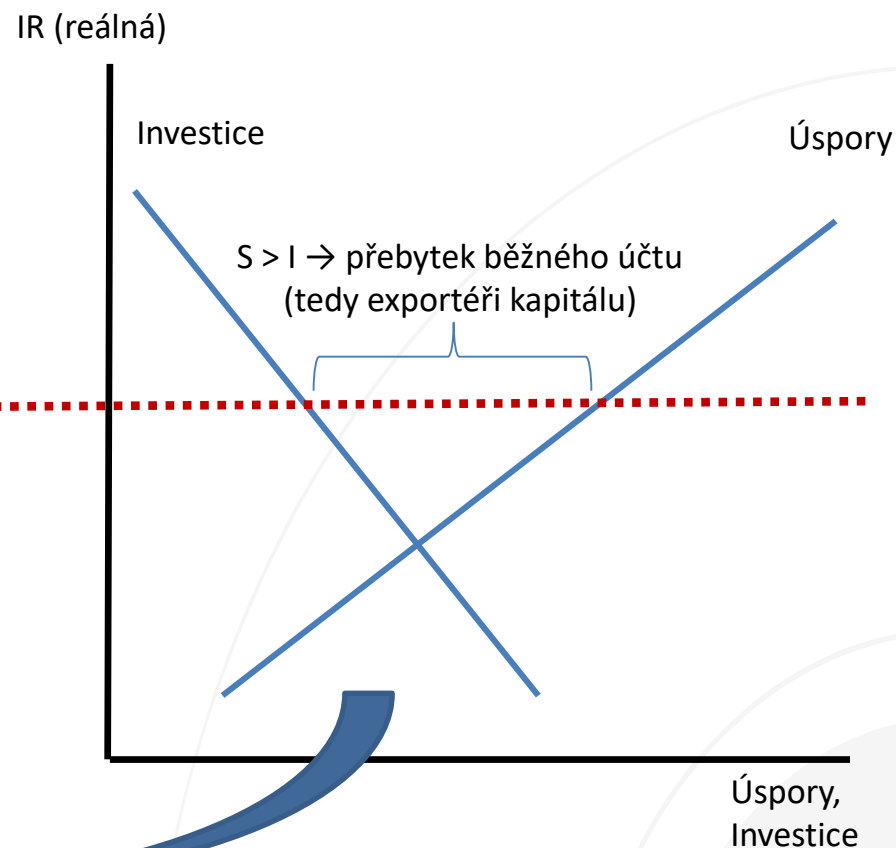
Saldo běžného účtu platební bilance = míra úspor – míra investic

Obvykle v rozvíjejících se ekonomikách je dostatek investičních příležitostí*, avšak málo úspor...

... ve vyspělých ekonomikách je **obvykle** vyšší míra úspor a nižší míra investic.



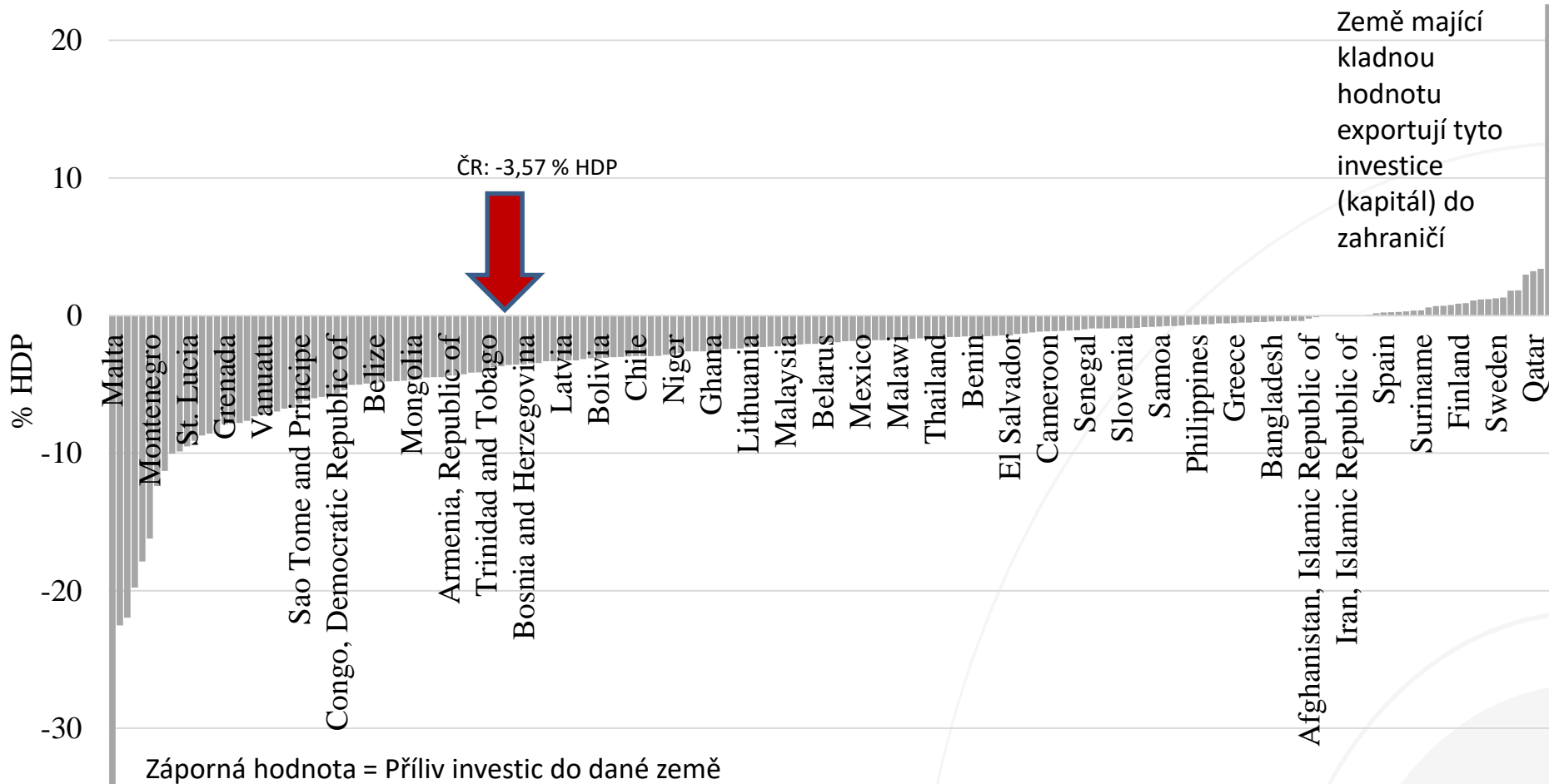
zdroj: autor



Kapitál v podobě přímých zahraničních investic (případně v dalších podobách – to ale v menší míře, resp. více nestálé)

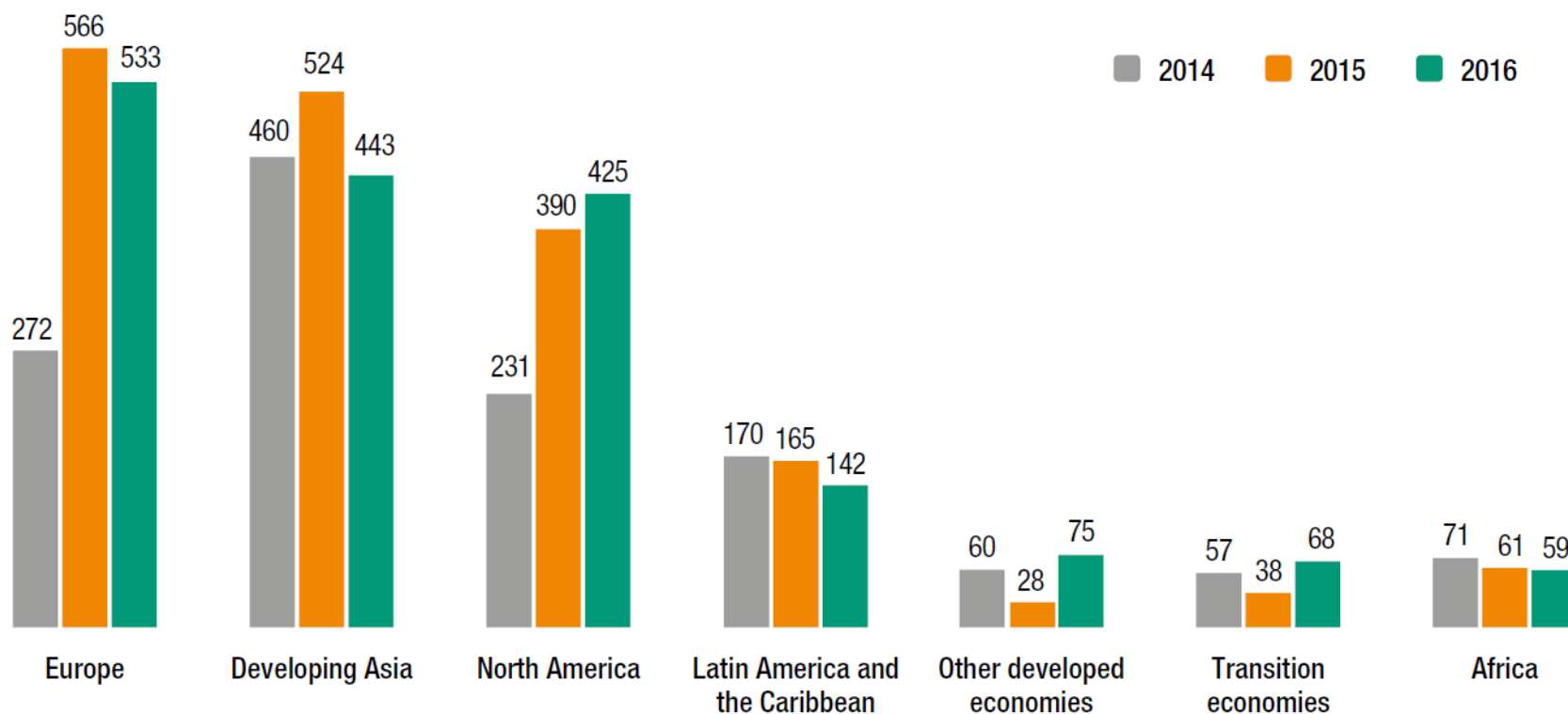
*(Mezní) míra výnosu z investic by měla být vyšší v rozvíjejících se oblastech (proto pohyb kapitálu z bohatých do chudších zemí) – alespoň ve středním období

Přímé zahraniční investice (1980-2016, průměr, % HDP)



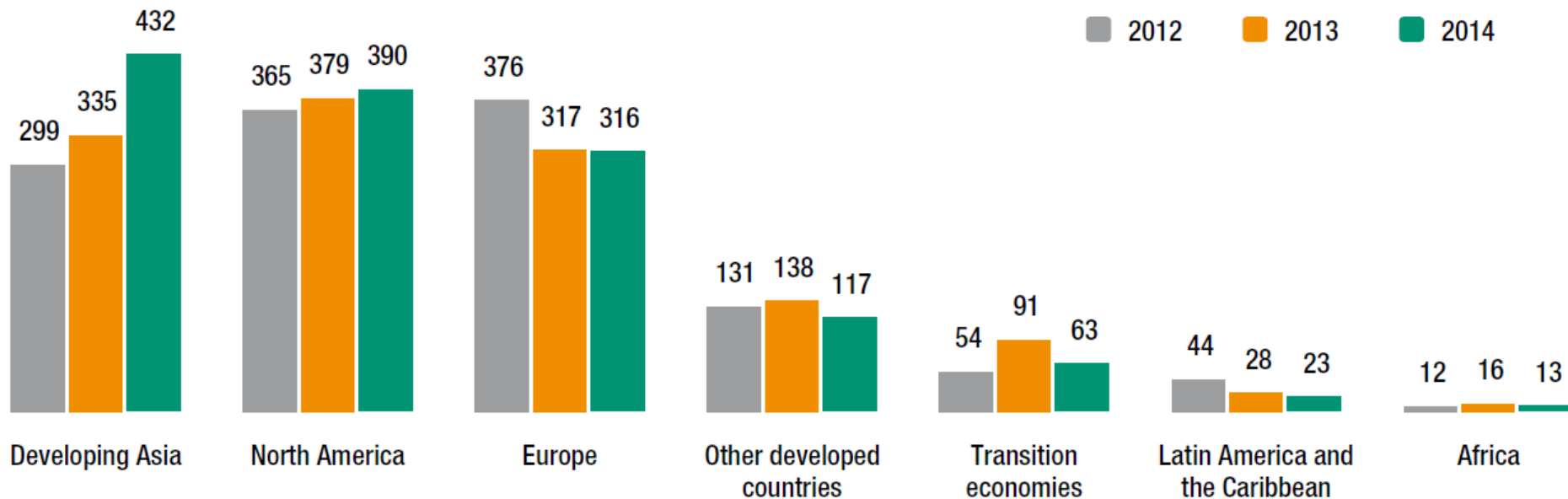
Příliv (import kapitálu) PZI dle světových regionů

Figure I.9. | FDI inflows by region, 2014–2016 (Billions of dollars)



Zdroj: UNCTAD (2017)

Export kapitálu (ve formě PZI) dle světových regionů (2012 – 2014)



Zdroj: UNCTAD (2015)

Faktory ovlivňující PZI

- Využití levnějších výrobních podmínek
- Odbourání nákladů spojených se zahraničním obchodem
- Využití výhodnější daňových podmínek
- Snížení devizového rizika
- Diverzifikace vstupů, výstupů, zisku
- Následování obchodních partnerů
- Výskyt nerostného bohatství
- Další

Průměrná roční mzda v zemích OECD (rok 2013)

Země	Roční mzda (USD)	Země	Roční mzda (USD)	Země	Roční mzda (USD)
U.S.A.	54 450	Kanada	42 253	Dánsko	45 560
Irsko	41 170	Norsko	43 990	Japonsko	35 143
Lucembursko	52 847	Jižní Korea	35 406	Francie	38 128
Švýcarsko	50 242	Nizozemí	47 056	Španělsko	34 387
Austrálie	44 983	Rakousko	43 555	Česká rep.	19 630
U.K.	44 743	Švédsko	37 734	Slovensko	19 068

Zdroj: OECD; UNCTAD, 2015

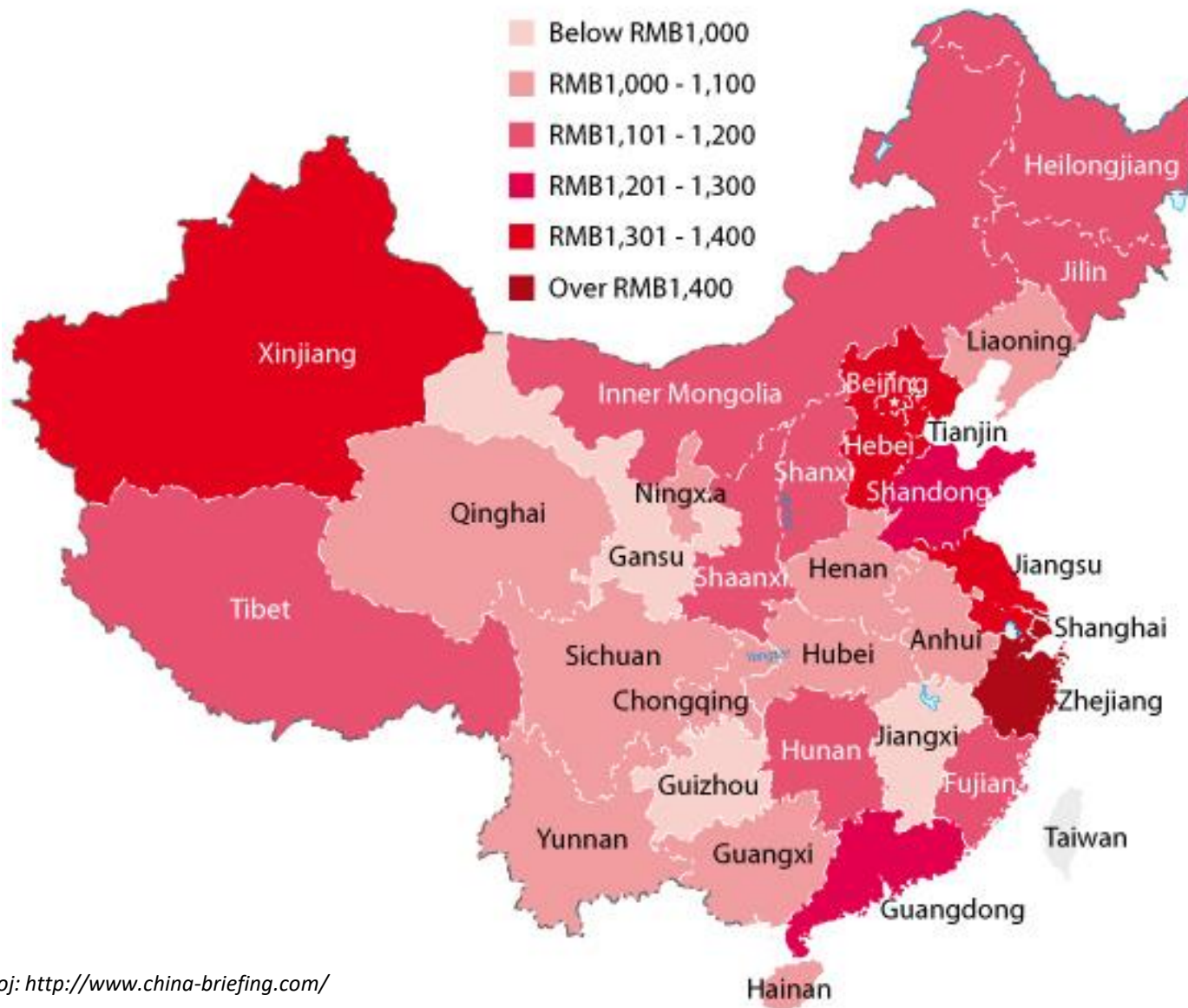
(Budoucí) problém pro Čínu???

Inflows to China amounted to an estimated US\$128 billion, rising by about 3% from 2013. This was mainly driven by an increase in FDI in the service sector, while FDI to the manufacturing sector fell, particularly from Japan, and especially in industries that are sensitive to rising labour costs. By contrast, FDI inflows to India surged, increasing by about 26% to an estimated US\$35 billion, despite macroeconomic uncertainties and financial risks.

minimální mzda v Číně (2013)

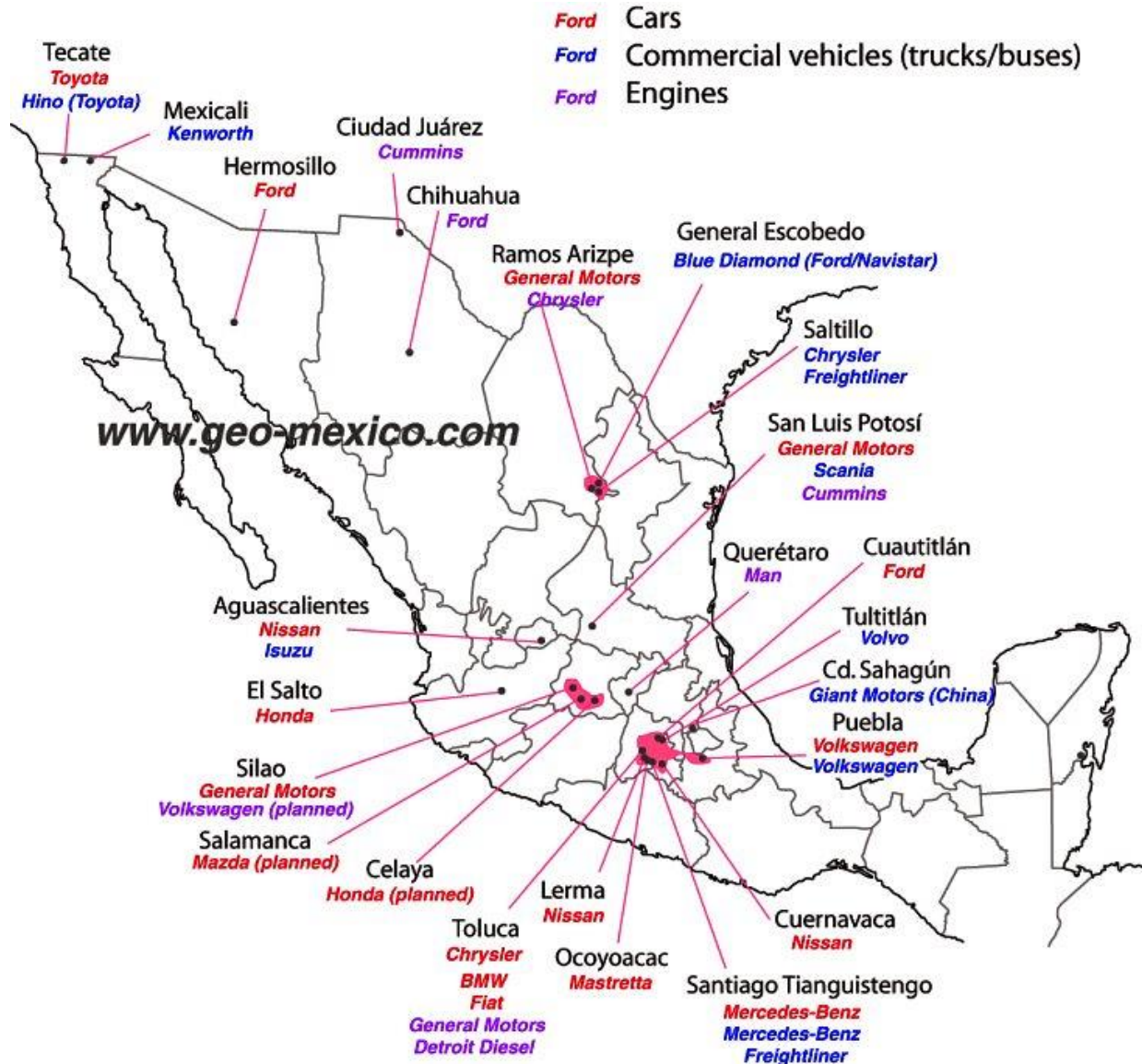
Minimum Wages Across China

(Based on monthly minimum wage levels in Class A districts of each region as of January 1, 2013)



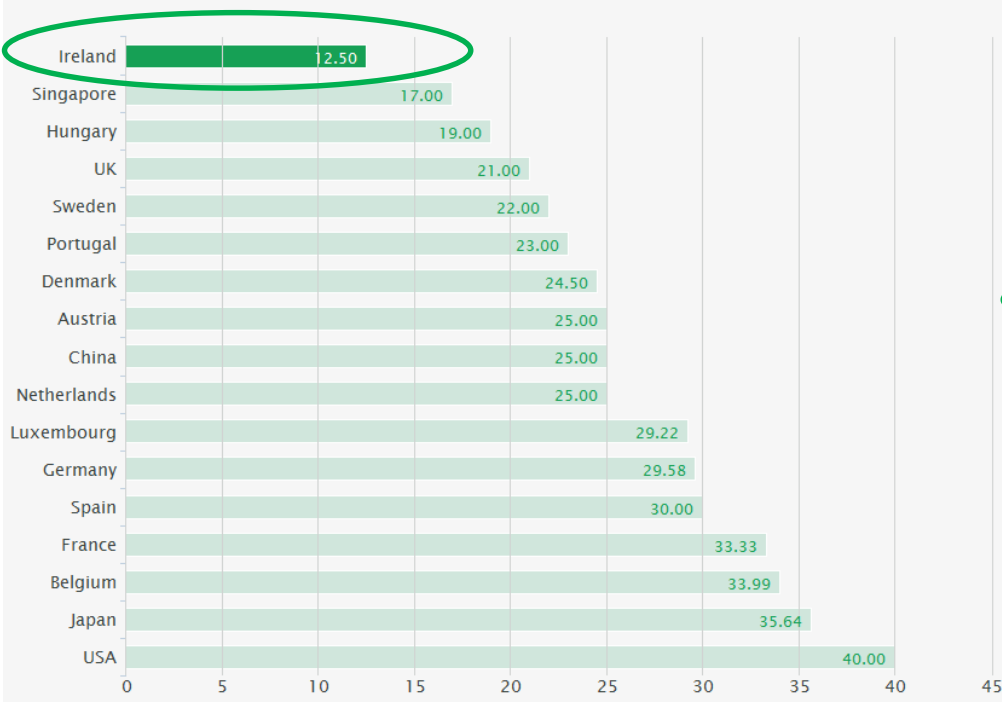
Zdroj: <http://www.china-briefing.com/>

Odbourání nákladů spojených se zahraničním obchodem



Využití výhodnějších daňových podmínek

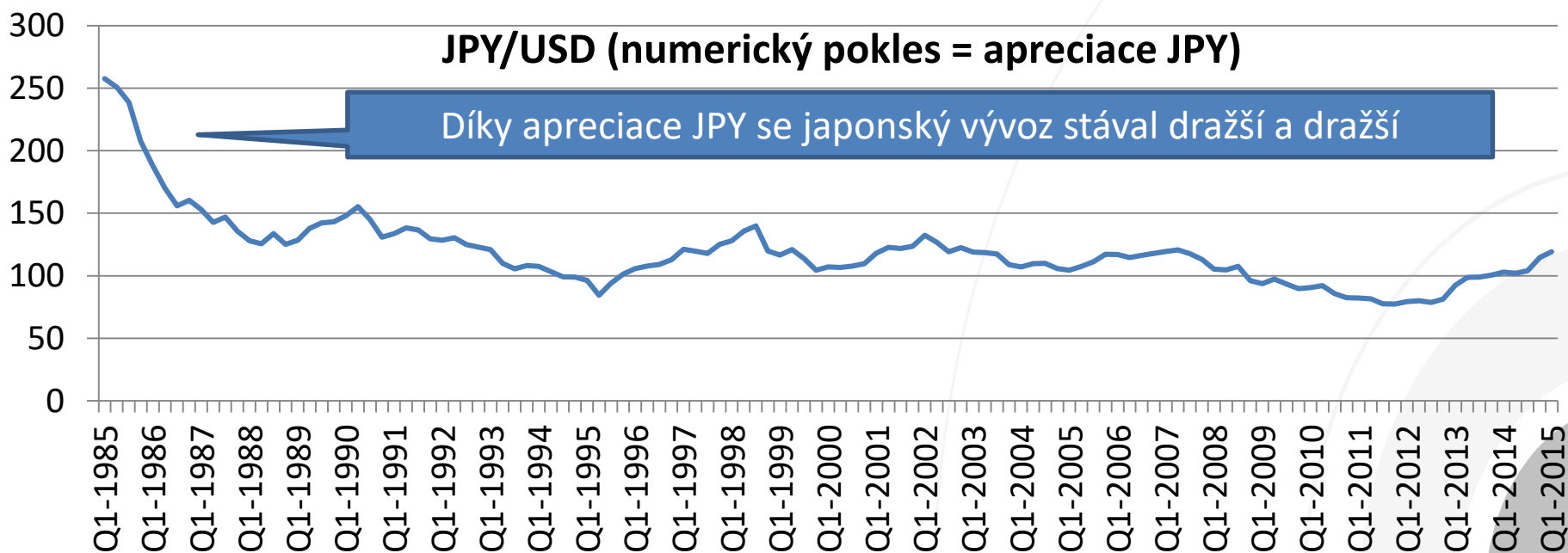
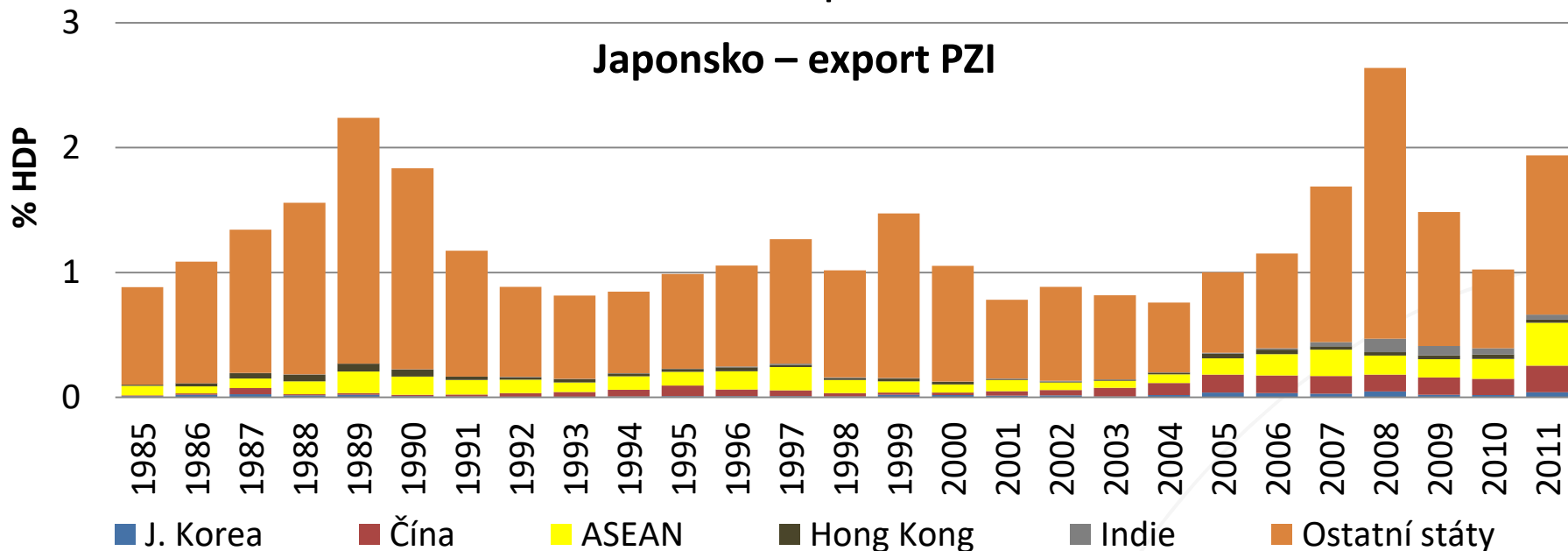
CORPORATE TAX RATES



V případě Irska hrají roli i další aspekty !!!

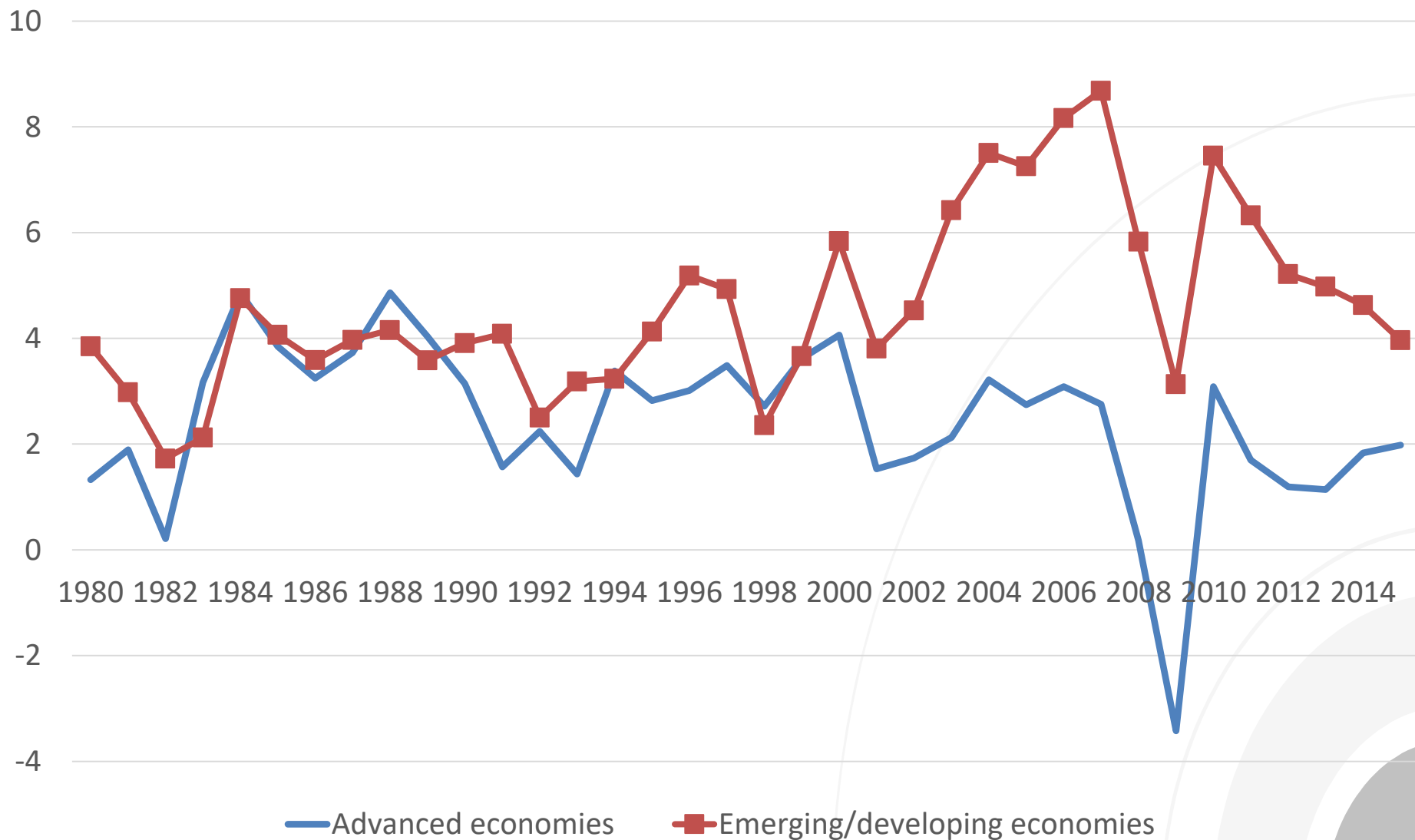
Table 2. FDI inflows in the euro area as % of GDP

COUNTRY	1980-1998	1999-2009
Austria	0.644	5.644
Finland	0.976	3.125
Germany	0.255	2.459
Ireland	2.062	7.82
Netherlands	2.407	7.176
North (average)	1.268	5.244
France	0.969	2.994
Greece	1.074	0.844
Italy	0.307	1.228
Portugal	1.609	2.766
Spain	1.615	3.634
South (average)	1.115	2.293



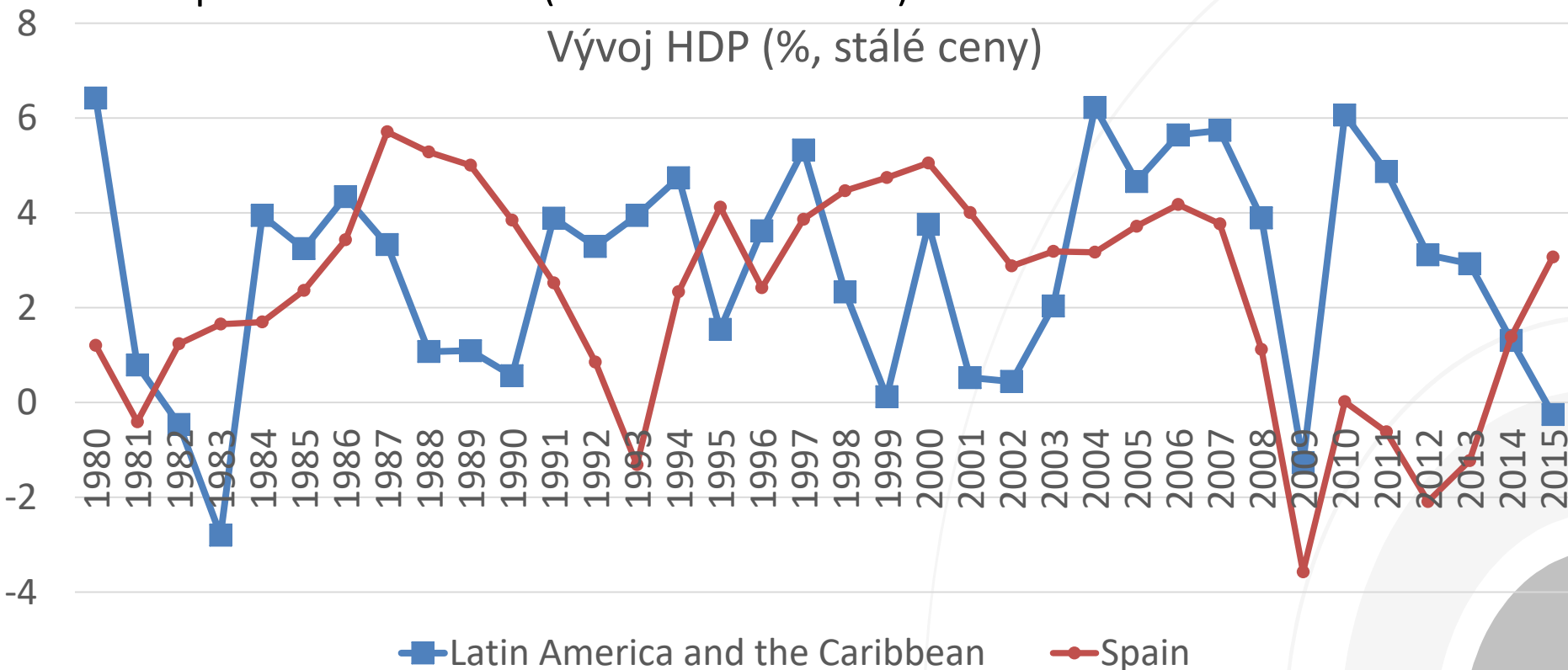
Diverzifikace – např. hospodářský vývoj (základní logika)

vývoj HDP (% , stálé ceny)



Diverzifikace – hospodářský vývoj

- Španělský obchodní řetěz El Corte Inglés
 - Působil prakticky jen ve Španělsku
 - Postižen krizí ve Španělsku (vlivem „ne-mezinárodního“ působení, tj. téměř žádná diverzifikace)
 - Kapitál (ve formě FDI) z Kataru (oznámeno 07/2015)
 - Expanze do zahraničí (Latinská Amerika...)



Výskyt nerostného bohatství (+ existence přirozeného monopolu)

Situace v roce 2010....



MINING IN LATIN AMERICA: ATTRACTING QUANTITY AND QUALITY IN FDI

Figure 1: Mining Investment by Region (2010)

	Investment (US\$ billion)	Share of Global Mining Investment (Percent)	Change from 2009 to 2010
Africa	80	14	No change
Asia	73	13	Decrease
Latin America	180	32	Increase

Viz též zásoby lithia na území ČR a „vábení“ výrobců baterií a automobilky Tesla.

... situace v roce 2014.

FDI flows to Latin America are estimated to have decreased by 19% to US\$153 billion in 2014, after four years of consecutive increases. This was mainly the consequence of a 26% decline in cross-border M&As and of reduced investment in the extractive industries **due to lower commodity prices**

...situace v roce 2016/2017

Low commodity prices have significantly affected FDI inflows to the primary sector over the last few years, which is weighing on the share of the primary sector in FDI stock, especially in Africa, Latin America and West Asia. Extractive industries play a prominent role in these developing regions' economies, and they account for 20 to 30 per cent of their FDI stock

Ostatní faktory

- Geografická lokace
 - Např. blízkost silné ekonomiky (ČR, Mexiko)
 - Z obecného hlediska vhodná lokace (Nicaragua – plánovaný kanál)
- Slabší regulace ústí v nižší náklady (např. práce – viz Bangladéš...)
- Politická stabilita (stabilní Costa Rica vs. nestabilní Nicaragua)
- Infrastruktura (Evropa vs. Afrika)
- Demografický vývoj („mladé“ Irsko, asijské státy...)
- Stupeň rozvoje ekonomiky, kam PZI přicházejí (např. RE/MAX)
- Koloniální minulost (VB vs. Indie...)
- Diaspora (Indie vs. Keňa a Spojené Arabské emiráty)
- Nízká jazyková bariéra (USA vs. Irsko)

Teoretické vysvětlení PZI (I)

Vernonova hypotéza „produkčního cyklu“ (1966)

1. fáze - výroba pro domácí trh
2. fáze - výrobek je exportován do vyspělých zemí (ochrana know-how)
3. fáze – po nárůstu konkurence výrobek vyráběn v zemích s nízkými náklady

Teoretické vysvětlení PZI (II)

Teoretické vysvětlení PZI může být založeno na komparaci s jinými formami zahraniční expanze (portfoliové investice, zahraniční obchod a prodej licencí)

John H. Dunning – OLI teorém

O = ownership, L = location, I = internalization

Multinacionální společnost (MNC) vzniká, jestliže může současně využít výhod vlastnictví, lokalizace a internalizace.

OLI teorém

Formy vstupu na trh	Výhoda...		
	...vlastnictví	...lokalizace	...internalizace
Licencování atd.	Ano	Ne	Ne
Export	Ano	Ne	Ano
PZI	Ano	Ano	Ano

Zdroj: autor

OLI teorém

Vlastnictví (O) – výhody vlastnictví dosahuje MNC, pokud disponuje *specifickými aktivy* (technologie, značka, image, obchodní kontakty apod.), tj. nejenom finančním kapitálem, které nelze využít cestou finanční portfoliové investice.

Lokalizace (L) – výhody lokalizace realizuje MNC, když díky překážkám obchodu nebo nákladovým podmínkám (vč. snížení rizika) se vyplatí vyrábět *na více místech* než obsluhovat poptávku z jednoho centra pomocí exportu.

Internalizace (I) – výhody internalizace MNC dosahuje, pokud kontrola *uvnitř* MNC umožňuje účinnější ochranu vlastnických práv oproti alternativě licencování.

Motivace pro vstup do hostitelské země (I)

Trh vyhledávající PZI (market seeking)

- cílem je růst podílu na trhu (Telefónica O2, rok 2006; automobilky v Číně...)
- nevytváří zdroje pro export (problém Řecka...)

Efektivnost vyhledávající PZI (efficiency seeking)

- optimalizace výroby z hlediska nákladů a rizika
(např. TPCA Kolín, rok 2007; call centra US společností v Indii...)

Přírodní zdroje vyhledávající PZI (resource seeking)

- vertikální investiční strategie (Shell, Exxon...) – viz další slide
- nebezpečí tzv. „holandské nemoci“ (problém Ruska) – viz dále

Motivace pro vstup do hostitelské země (II)

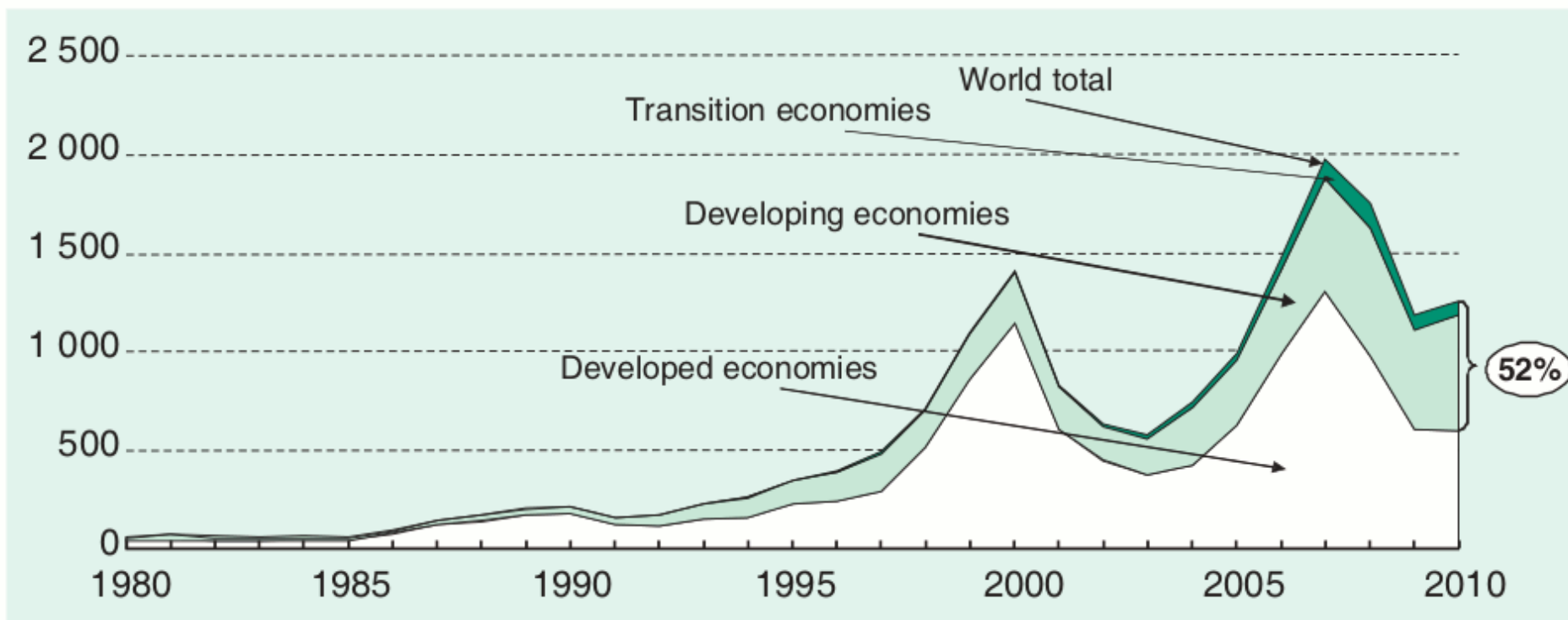
Aktiva vyhledávající PZI (asset seeking)

- snaha o získání specifických aktiv např. obchodní značky
- nebezpečí zavření konkurenční firmy

Obchodní partnery následující PZI

- využívají obavy MNC z poskytování citlivých informací širšímu okruhu osob (účetní, auditorské a právní služby)

Příliv FDI



Source: UNCTAD, based on annex table I.1 and the FDI/TNC database (www.unctad.org/fdistatistics).

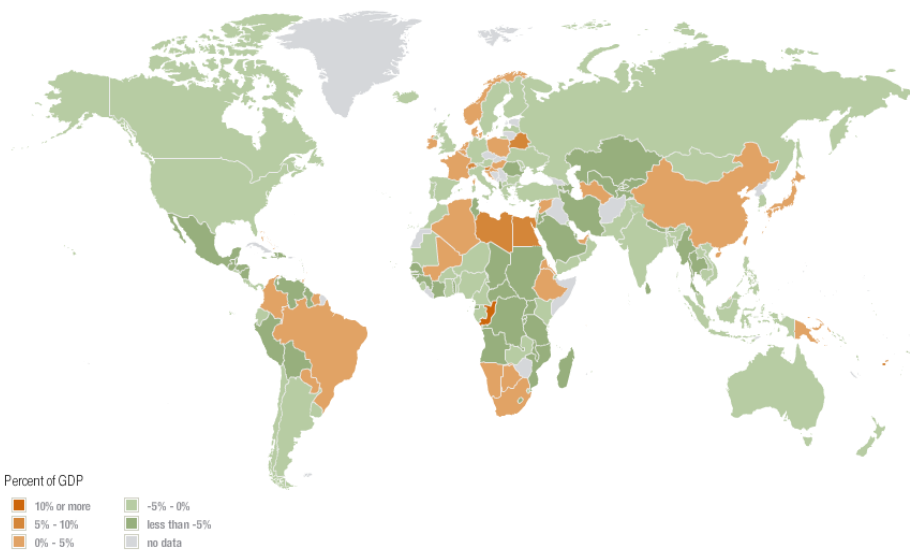
Základní identity

- gross domestic product $GDP = C + (I_p + I_g) + G + NX$
- gross national product $GNP = C + (I_p + I_g) + G + NX + NI$
- gross national disposable product $GNDI = GNP + CT$
 $GNDI = C + G + (S_p + S_g)$
- balance of current account $CA = NX + NI + CT$
- open economy equilibrium $C + G + (S_p + S_g) = C + I + G + NX + NI + CT$
 $(S_p + S_g) - (I_p + I_g) = NX + NI + CT$
- balance of payments $CA + CAPT = FA + ERRORS$

Běžný účet/HDP v roce 1992 (vlevo) a 2015 (vpravo)

IMF Data Mapper ®

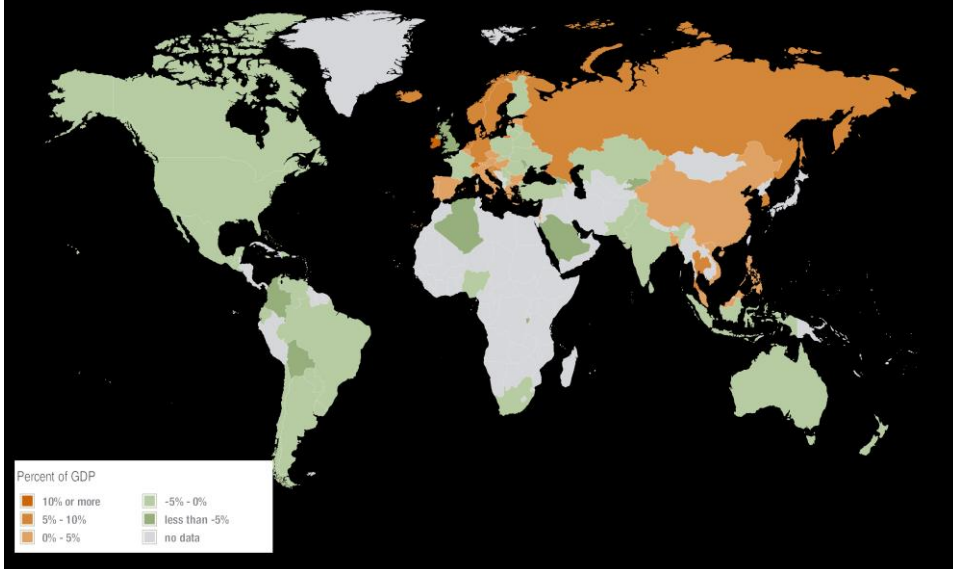
Current account balance (percent of GDP) (1992)
Source: World Economic Outlook (September 2011)



Zdroj: World Economic Outlook

IMF Data Mapper ®

Current account balance (percent of GDP) (2015)
Source: Balance of Payments Statistics



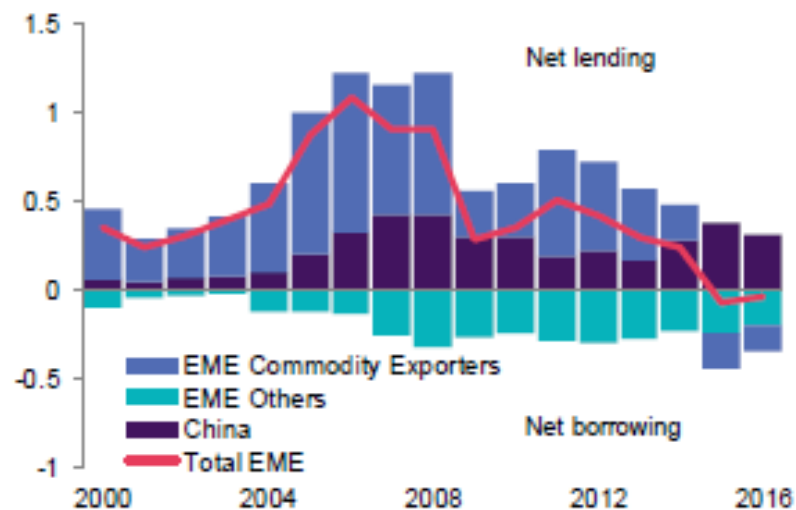
Zdroj: Balance of Payments Statistics

saldo běžného účtu a čisté toky kapitálu

22. Current account breakdown across EM

Source: NWM, BoE

Current account as % of world GDP

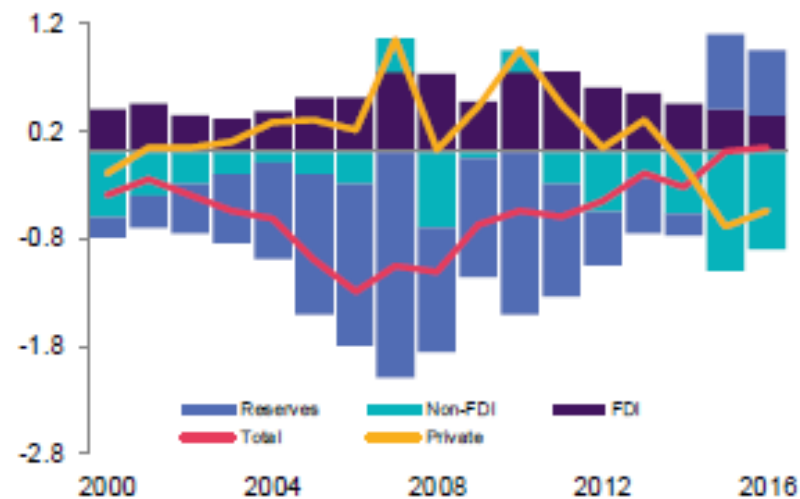


Zdroj: NWM, BoE

23. Type of capital flows to EM

Source: NWM, BoE

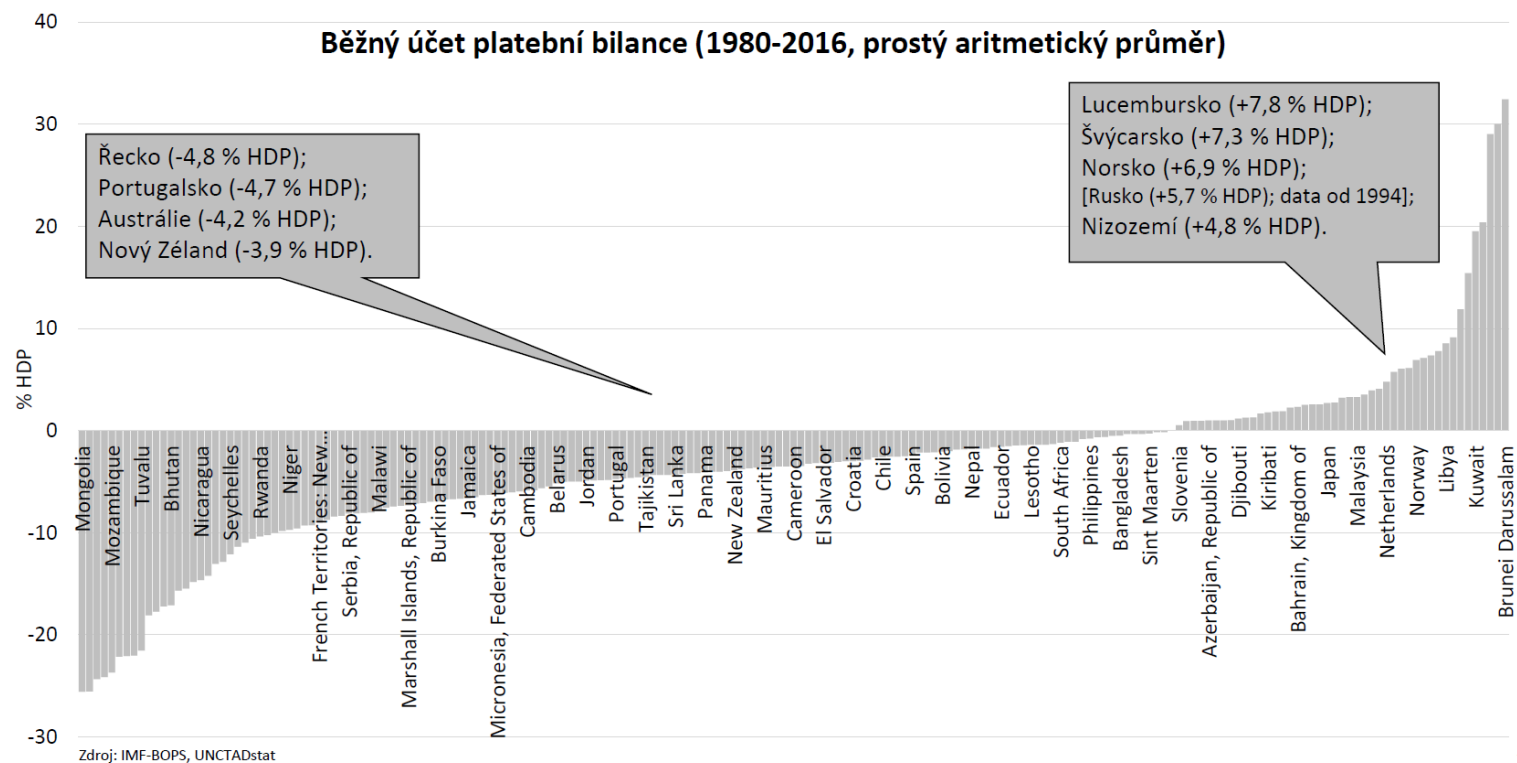
Net capital flow to EM as % of world GDP



Faktory determinující rovnováhu běžného účtu platební bilance

1. Teoretický rámec, metody a východiska
 1. Výkonová bilance
 2. Bilance prvotních důchodů
 3. Bilance sekundárních důchodů
2. Determinanty vývoje běžného účtu a jeho dílčích sald
 1. Determinanty vývoje běžného účtu
 2. Příčiny existence globálních nerovnováh pohledem běžného účtu

saldo běžného účtu

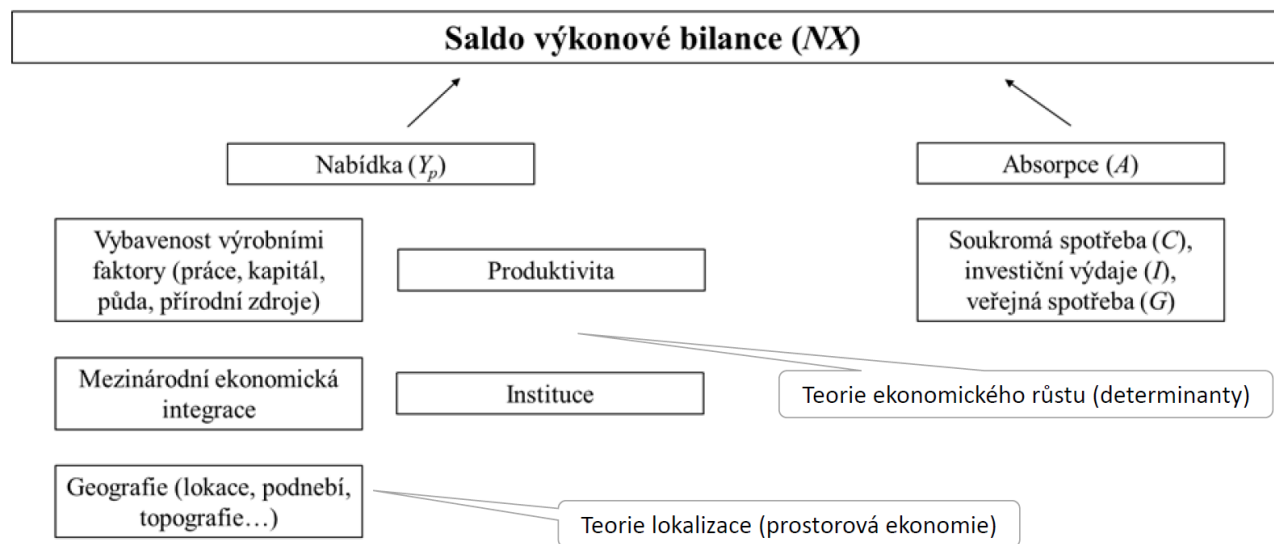


Zdroj: IMF-BOPS, UNCTADstat

TEORETICKÝ RÁMEC SALDA BĚŽNÉHO ÚČTU

1. 1. Výkonová bilance – teoretický rámec

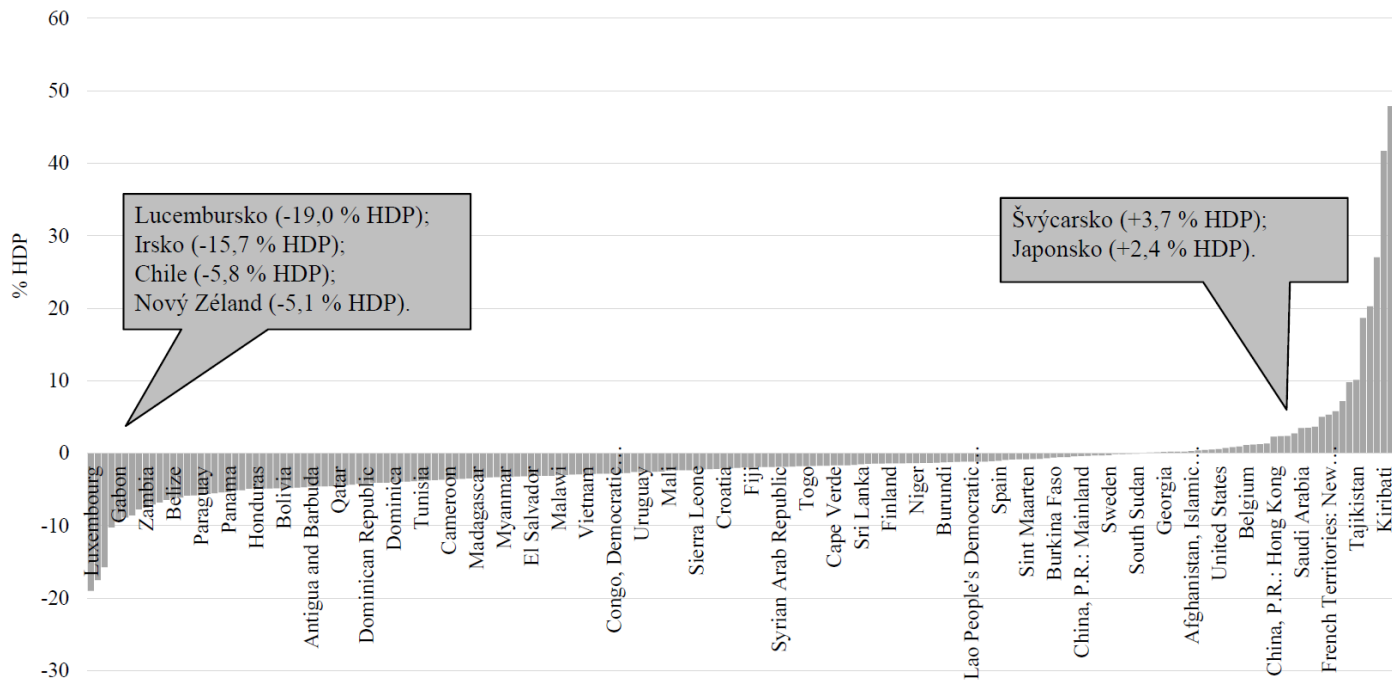
$$NX = Y_p - (C + I + G) = Y_p - A,$$



Zdroj: autor

SALDO BILANCE PRVOTNÍCH DŮCHODŮ

1. 2. Bilance prvotních důchodů



Zdroj: IMF-BOPS, UNCTADstat

TEORETICKÝ RÁMEC BILANCE PRVOTNÍCH DŮCHODŮ

1. 2. Bilance prvotních důchodů (BPI) – teoretický rámec

$$Y_p = C + I + G + NX$$

↓

$$\underbrace{Y_p + BPI}_{Y_{NI}} = \underbrace{C + I + G}_A + \underbrace{NX + BPI}_{CA}$$

.....

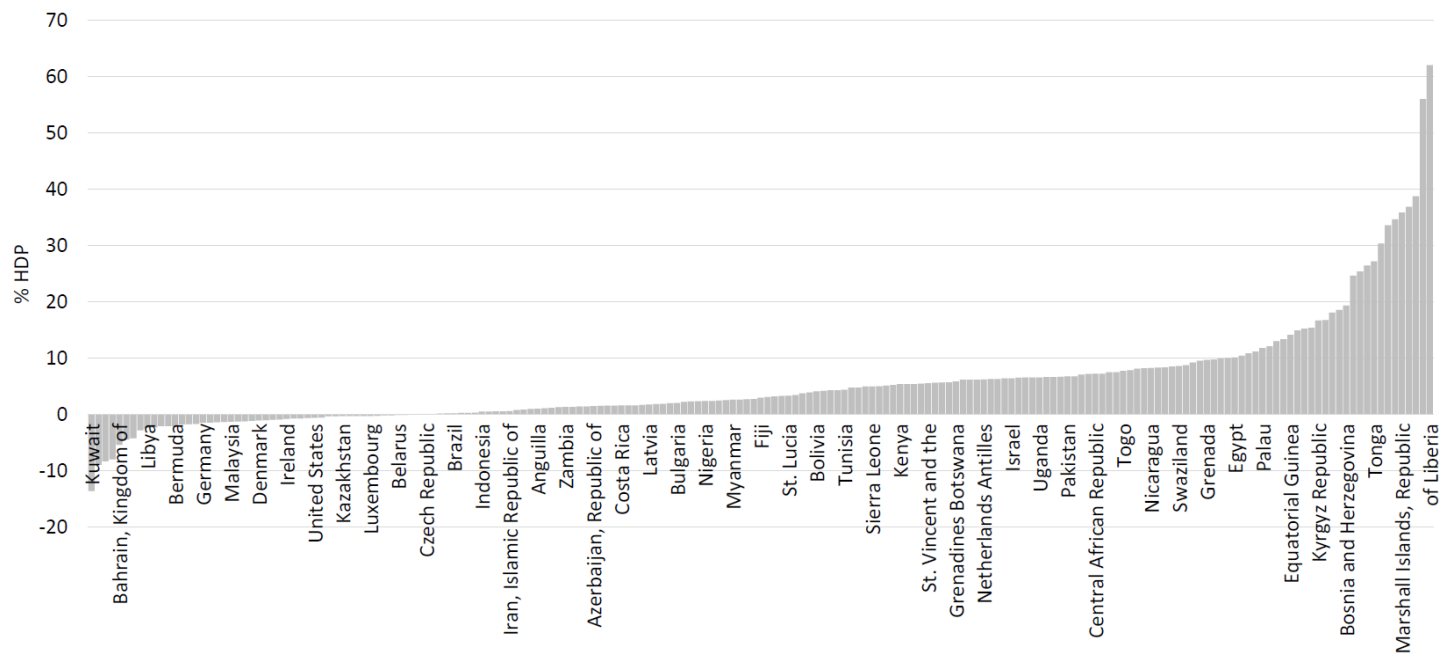
↓

$$\underbrace{\sum_{s=t}^{\infty} R_{t,s} A_s}_{\text{diskontovaná absorpce}} = \underbrace{(1 + IR_{F,t}) NFA_t}_{\text{(počáteční) výše NFA}} + \underbrace{\sum_{s=t}^{\infty} R_{t,s} Y_{P,s}}_{\text{diskontovaná produkce}}$$

Zdroj: autor

SALDO BILANCE SEKUNDÁRNÍCH DŮCHODŮ

1. 3. Bilance druhotných důchodů



Zdroj: IMF-BOPS, UNCTADstat, průměr za období 1980-2016

Zdroj: IMF-BOPS, UNCTADstat

CELKOVÝ RÁMEC DISKUZE

2. Determinanty vývoje běžného účtu a jeho dílčích sald –

Vyrovňovací procesy vnější nerovnováhy

- obvykle výkonová bilance
- „~~determinanty různé povahy~~ → vnější nerovnováha → nastolení rovnováhy“
- především 20. století

2.1 Determinanty vývoje běžného účtu

- „~~determinanty různé povahy~~ → ovlivnění *kumulativního* salda → ~~nastolení rovnováhy~~“
- od 90. let 20. stol.

2.2 Příčiny existence globálních nerovnováh pohledem běžného účtu

- „~~determinanty různé povahy~~ → ovlivnění *kumulativního* salda → ~~nastolení rovnováhy~~“
- po novém miléniu

Zdroj: autor

ROVNOVÁHA INVESTIC A ÚSPOR

Problematika rovnovážných investic

Rovnovážná míra investic se obvykle určuje dvěma způsoby:

- a) přímé teoretické odvození z podmínky stálého stavu neoklasického Solowova modelu
- b) nepřímý empirický odhad na základě panelové regrese pro více zemí najednou, kdy investice jsou vysvětleny různými fundamentálními faktory

Zdroj: autor

ROVNOVÁHA INVESTIC A ÚSPOR

Problematika rovnovážných úspor

- Domácí vs. národní úspory
- Pokud předpokládáme, že dlouhodobě rovnovážný stav ekonomiky vyžaduje vyrovnané saldo čistého exportu, resp. nulový příliv zahraničních úspor v podobě čistého importu, pak rovnovážná míra investic se musí rovnat rovnovážné míře domácích úspor.
- Empirický způsob:
 - Pomocí panelové regresní analýzy určí dlouhodobé determinanty dynamiky úspor na širokém vzorku zemí
 - na základě odhadnutého regresního modelu vypočítat rovnovážné míry (národních či domácích) úspor pro dané země dosazením do benchmarkového modelu

Zdroj: autor

HODNOCENÍ NÁKLADŮ

Komplexní analýza dopadů (nákladů) vnější ekonomické nerovnováhy

ECB (2012):

- náhlý obrat deficitního běžného účtu platební bilance je spojen
- s propadem HDP
- oslabením reálného efektivního kurzu domácí měny (REER)
- Cesta přes REER je pro ekonomiku méně nákladná, avšak pokud země nemá vlastní měnu, náprava v tomto kanálu je vedena přes pokles cenové hladiny a mezd

Milesi-Ferretti, Razin (1998):

- náhlý propad měnového kurzu (měnová krize) má významný dopad na hospodářský růst (krátkodobý propad, a následné obnovení), avšak náhlý obrat v běžném účtu platební bilance vliv nemá

De Mello, Padoan, Rousová (2011):

- významný pozitivní vliv obratu běžného účtu do plusu na hospodářský růst ve střednědobém horizontu pomocí ordered probit regrese

Zdroj: autor

Příčiny přebytku běžného účtu ve vyspělých ekonomikách (přirozený stav)

- relativně vysoká míra úspor
- zhoršující se demografická struktura
- kladná čistá investiční pozice země
- vyspělé země v pozici rentiéra
- vysoký poměr kapitálu ku práci
- relativně nízká rentabilita investic
- relativně nízká míra investic
- technologický předstih
- vysoká přidaná hodnota exportu

Příčiny deficitu běžného účtu ve vyspělých zemích

- pokles míry úspor domácností
- růst reálné spotřeby nad růst produktivity práce
- pokles nákladů spotřeby v podobě reálné úrokové míry
- růst dluhu domácností vzhledem k disponibilním příjmům
- rychlý růst investic do rezidenčního bydlení a komerčních realit
- růst jednotkových mzdových nákladů
- ztráta konkurenceschopnosti na světovém trhu
- nepružnost trhu práce
- růst deficitu veřejných rozpočtů
- asymetrické obchodní bariéry

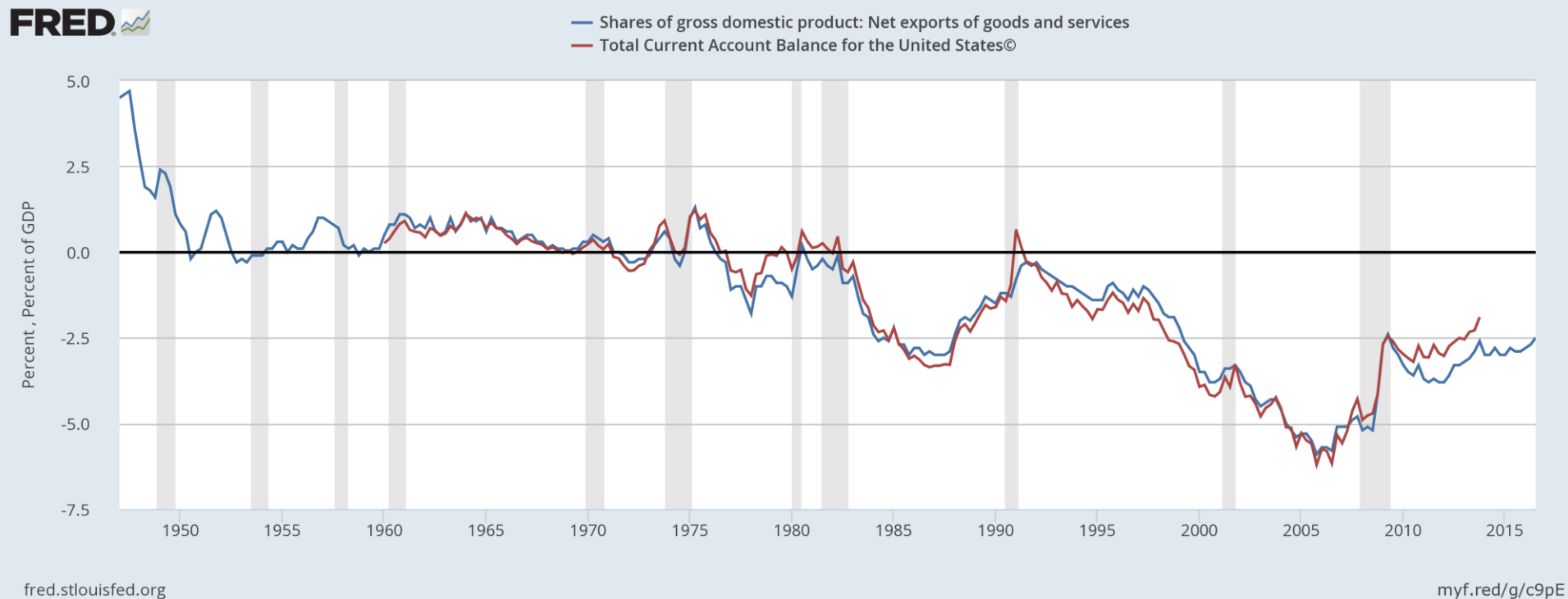
Strukturální a cyklické faktory běžného účtu platební bilance

- cyklické faktory – bezprostřední vazba na ekonomický cyklus (domácí a zahraniční poptávka, dynamika investic a spotřeby, dynamika zadlužení subjektů, fiskální a měnová politika, cenový a mzdový vývoj, ceny komodit)
- strukturální faktory – vazba na chování ekonomických subjektů, strukturální parametry ekonomiky či nabídkovou stranu ekonomiky (míra úspor domácností, jednotkové mzdové náklady, demografická struktura, rentabilita investic, pozice čistého investora/dlužníka, flexibilita trhu práce, technologická rozvinutost)

Dlouhotrvající deficit běžného účtu USA jako zdroj finanční nestability

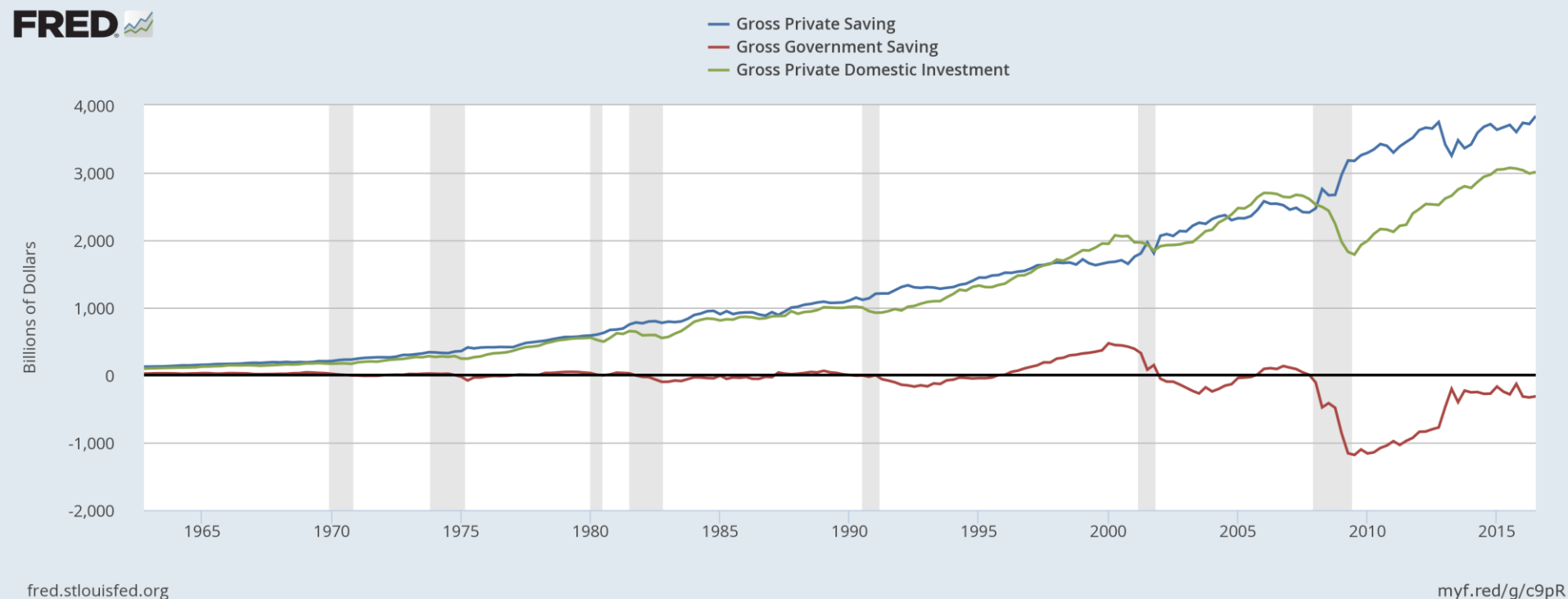
- dlouhotrvající vysoký deficit běžného účtu USA (počátek v pol. 80. let, akcelerace v 90. letech)
- vysoká poptávka po zahraničním kapitálu ze strany USA při nulové změně devizových rezerv
- výhoda USD jako rezervní měny
- nefunkčnost kurzového kanálu vůči zemím tvořících hlavní zdroj deficitu běžného účtu USA
- ztráta konkurenční pozice USA na světovém trhu
- prudký růst spotřeby/pokles úspor (privátních i vládních) + růst neproduktivních investic v reakci na pokles nákladů financování (dynamický růst neexportních sektorů ekonomiky + útlum (zánik) exportních sektorů)
- sklon k vytváření bublin na trzích aktiv v reakci na příliv kapitálu
- podpora neudržitelného fiskálního deficitu

Výkonová bilance a běžný účet platební bilance USA (v % HDP)

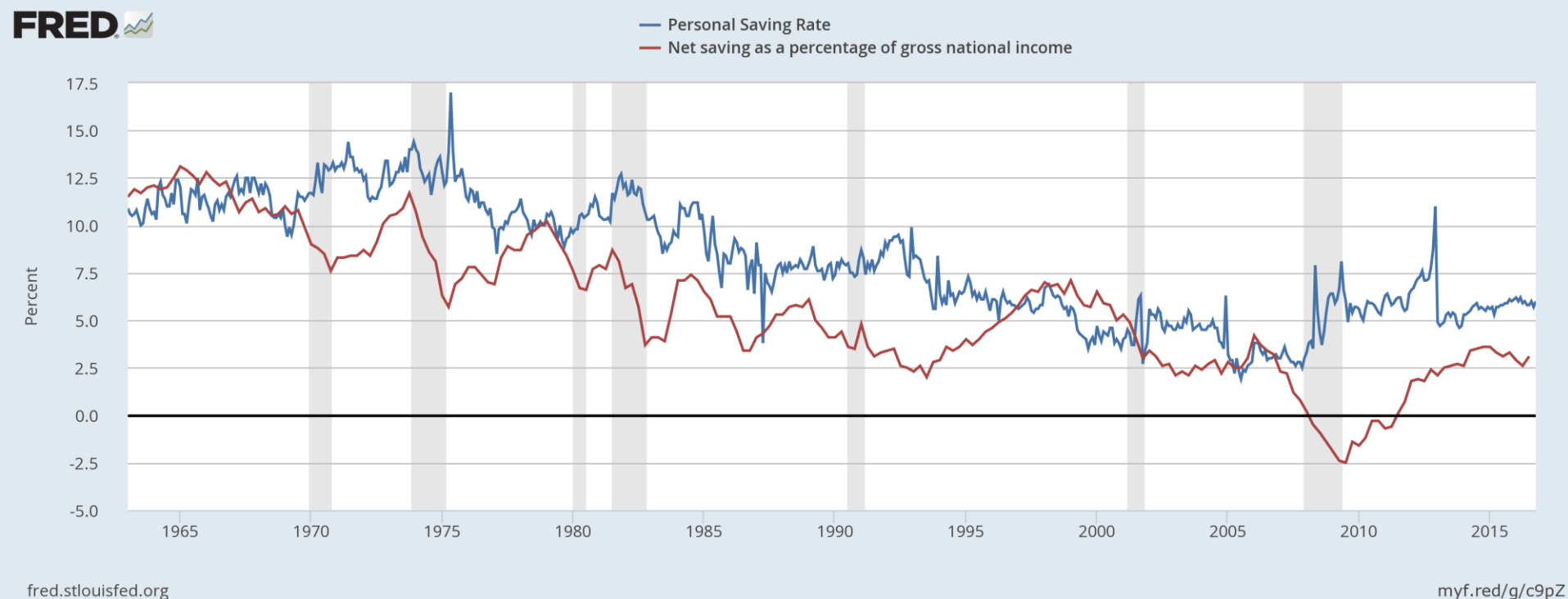


Zdroj: FRED

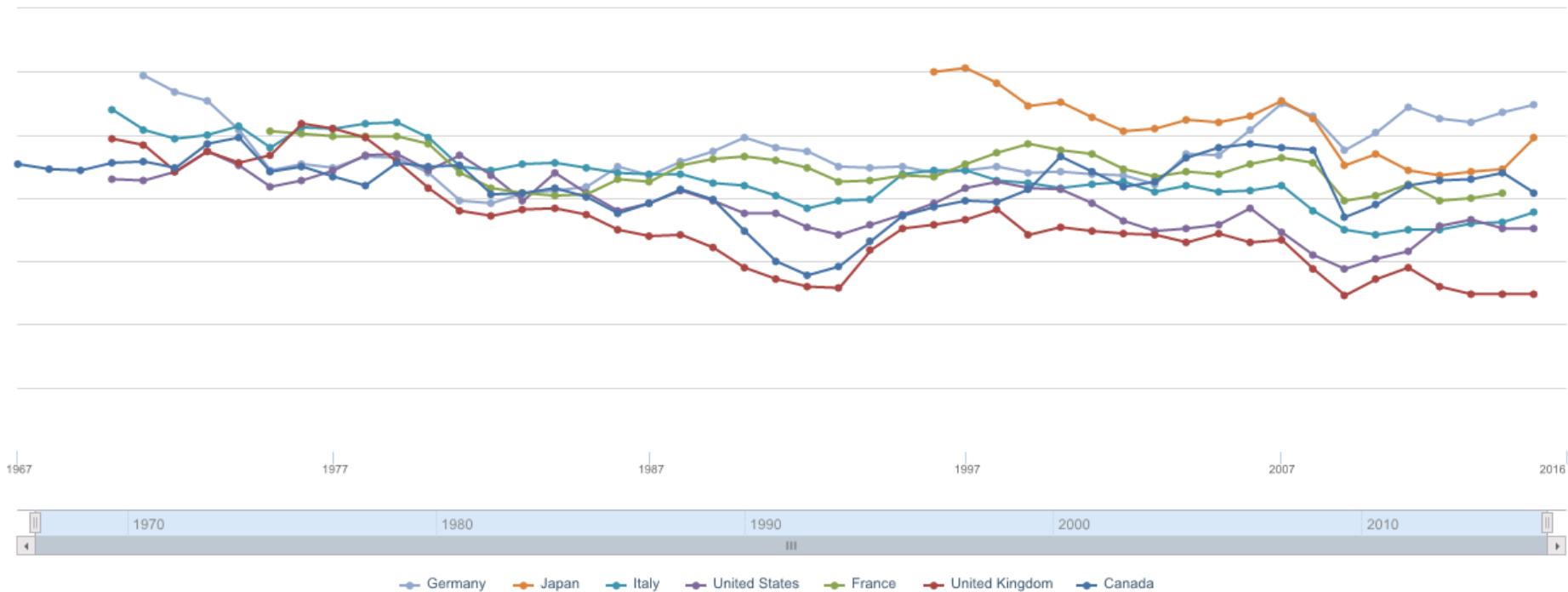
Hrubé soukromé úspory a investice a úspory vlády



Míra čistých soukromých úspor a úspor domácností (v % disponibilního důchodu)



Míra hrubých úspor v zemích G7



Series : Gross savings (% of GDP)

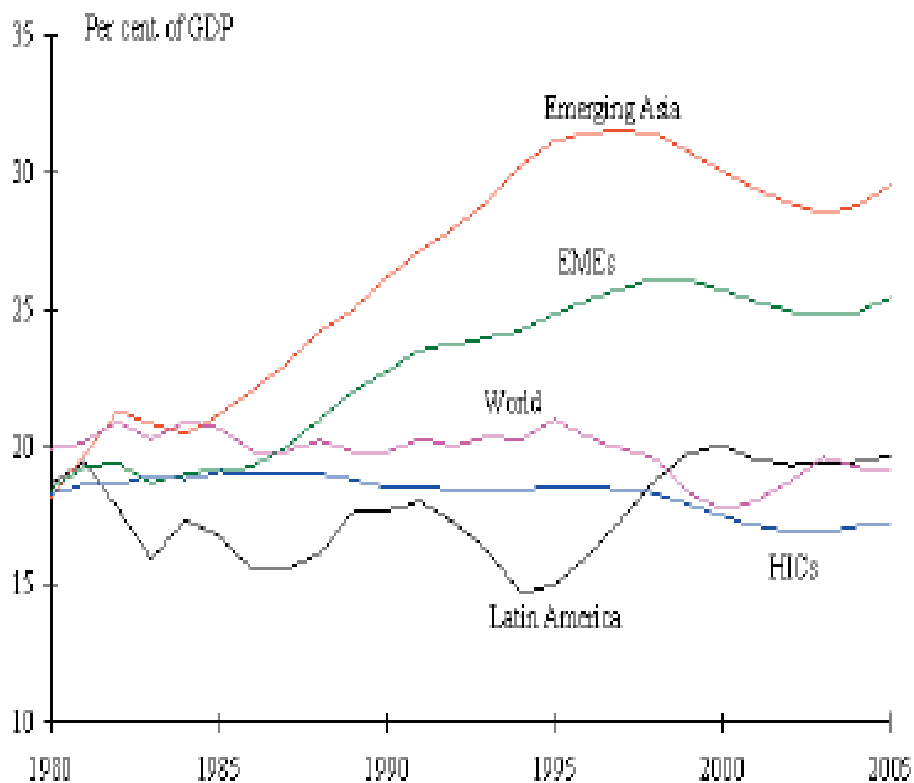
Source: World Development Indicators

Created on: 12/15/2016

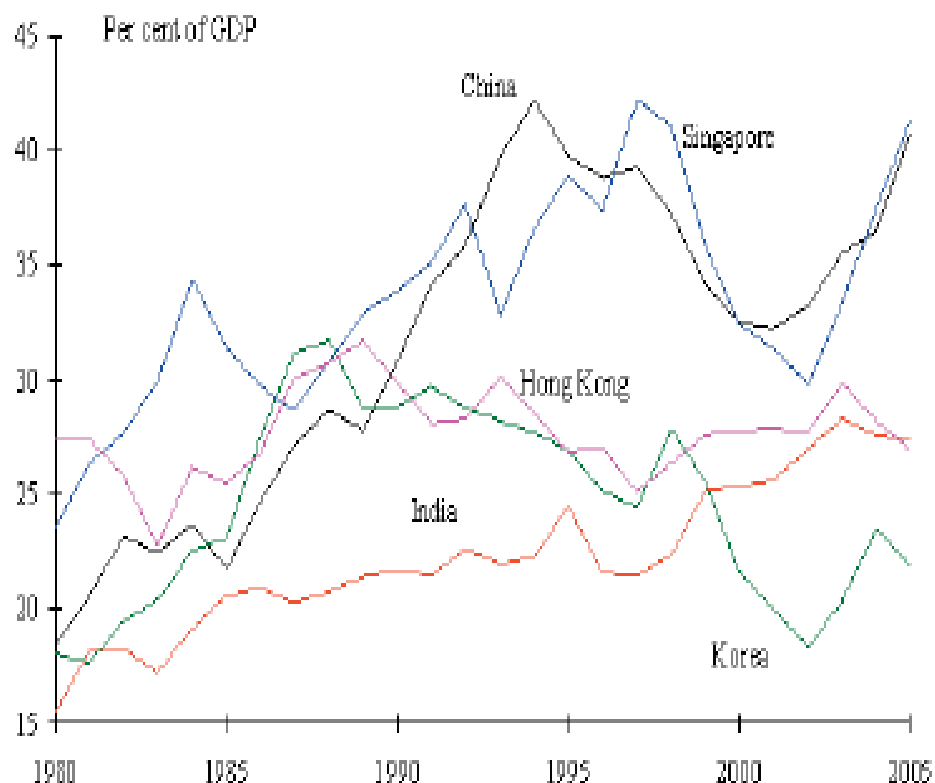
Čína a další asijské ekonomiky jako zdroj financování deficitu běžného účtu vyspělých zemí (Lucasův paradox)

- financování deficitů běžného účtu vyspělých ekonomik ze strany rozvíjejících se zemí
- relativně vysoká míra soukromých úspor
- přebytek výkonové bilance přes exportní orientaci ekonomiky a růst založený na exportu (vysoké přírůstky produktivity práce)
- akumulace devizových rezerv jako prostředek udržení konkurenceschopnosti na zahraničních trzích a ochrana proti nákladům měnových a bankovních krizí
- obavy z konvertibility domácí měny v rámci operací na finančním účtu při mezinárodním tlaku na růst flexibility kurzu domácí měny
- režim pevného kurzu jako nominální kotva měnové politiky
- akumulace devizových rezerv jako veřejný a nikoli privátní zdroj financování
- vysoký podíl mladých generací na populaci

Míra hrubých soukromých úspor v emerging a developed zemích (vlevo) a v asijských emerging zemích (vpravo)



Zdroj: autor



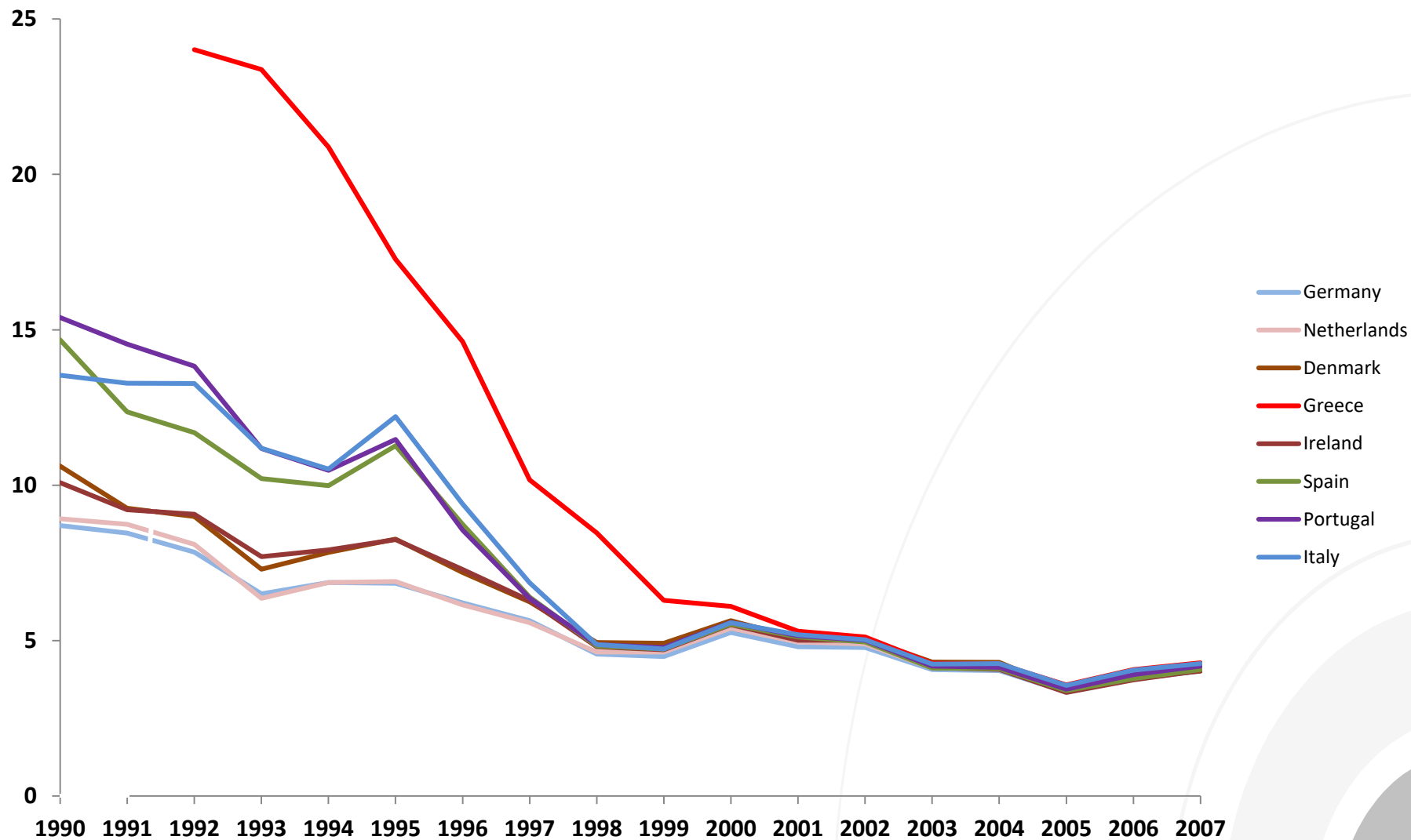
Důsledky financování deficitů běžných účtů ze strany asijských ekonomik

- náklady akumulace devizových rezerv
- závislost financování amerického dluhu na zdrojích z rozvíjejících se ekonomik
- náklady financování deficitu běžného účtu platební bilance
- přesun vlastnictví aktiv z rozvinutých zemí do rukou rozvíjejících se zemí
- politické cíle prosazované přes ekonomickou sílu devizových rezerv
- omezení nezávislosti měnové politiky čínské centrální banky
- nízké (záporné) reálné úrokové sazby
- přehřátí ekonomického růstu a posílení inflačních tlaků
- udržování nerovnovážných procesů na straně deficitních i přebytkových zemí

Dluhová krize v Eurozóně pohledem přes deficit běžného účtu platební bilance

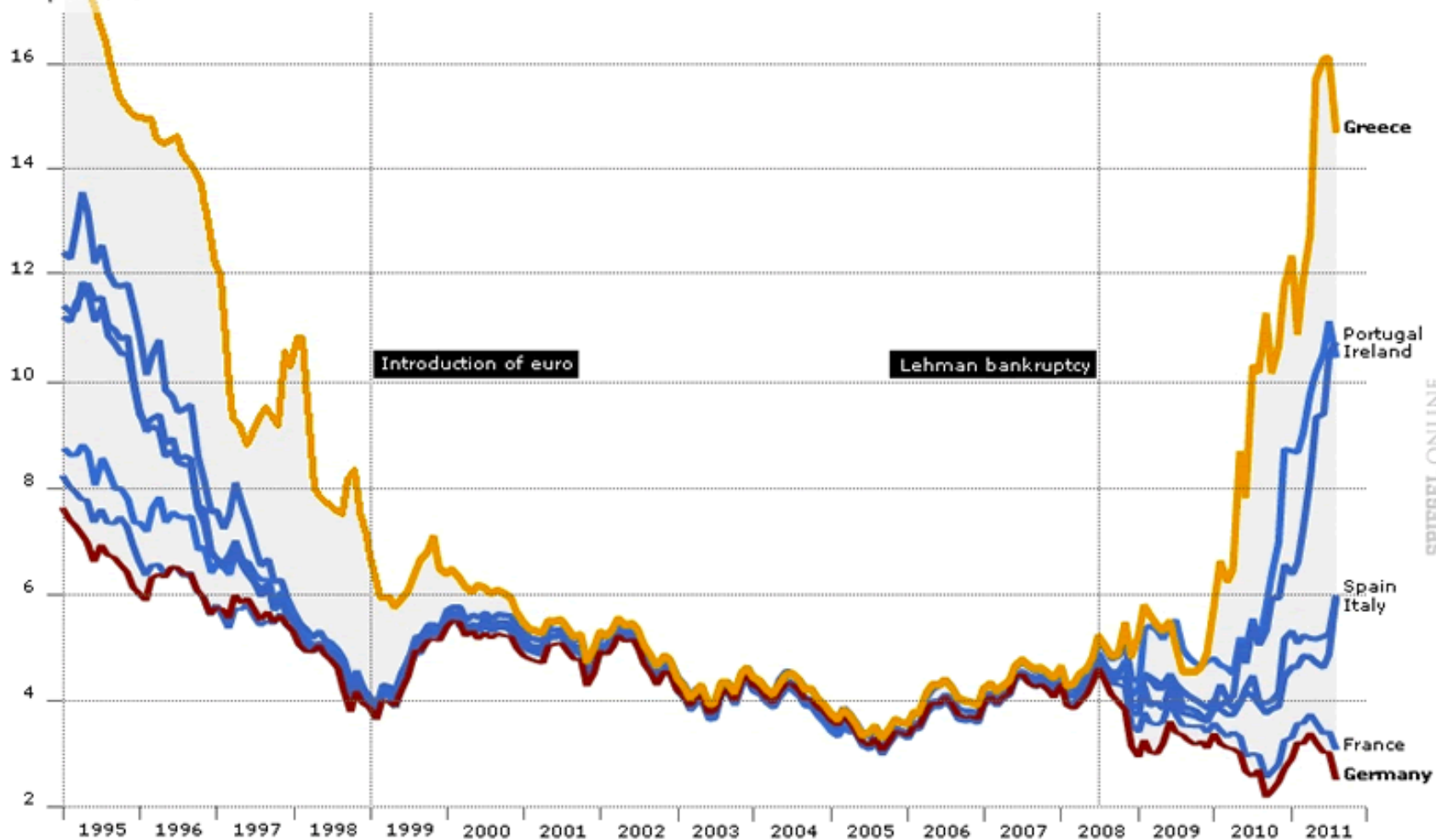
- přistoupení k EUR eliminuje použití kurzového vyrovnávacího kanálu a možnost použití devizových rezerv
- připojení k EUR jako způsob získání kredibility, eliminace vysoké inflace a opakujících se devalvací (depreciací) a omezení rizikové prémie na finančních trzích
- usnadnění přístupu k zahraničnímu kapitálu
- pokles nákladů financování spotřeby, investic a vládních výdajů
- prudký růst soukromé spotřeby, neproduktivních investic a fiskálních deficitů
- pokles soukromých úspor
- extrémně vysoké deficity běžných účtů platební bilance
- ztráta konkurenční pozice na světovém trhu

Výnosové míry vládních dluhopisů se splatností 10 let

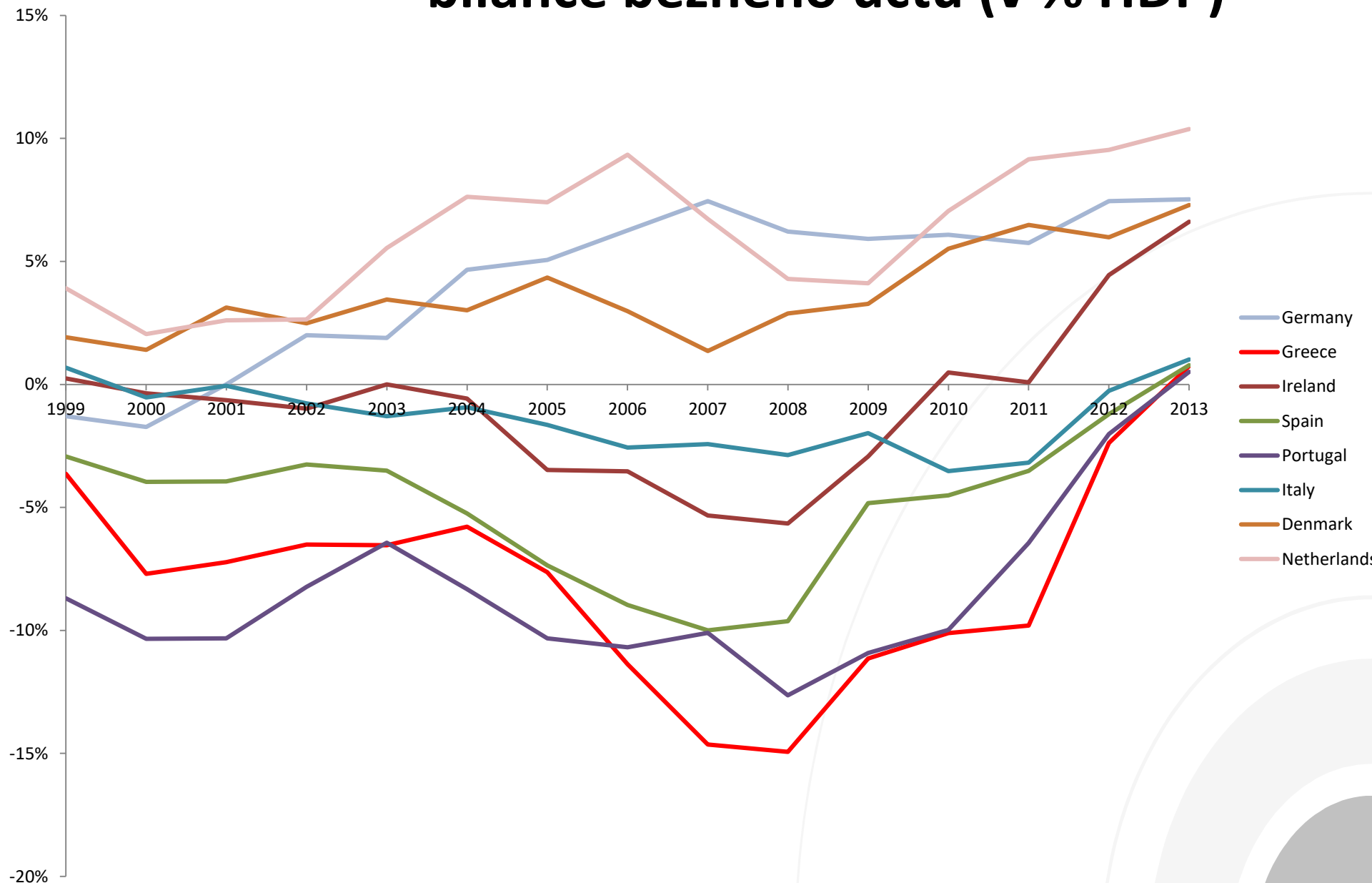


výnosy z vládních dluhopisů

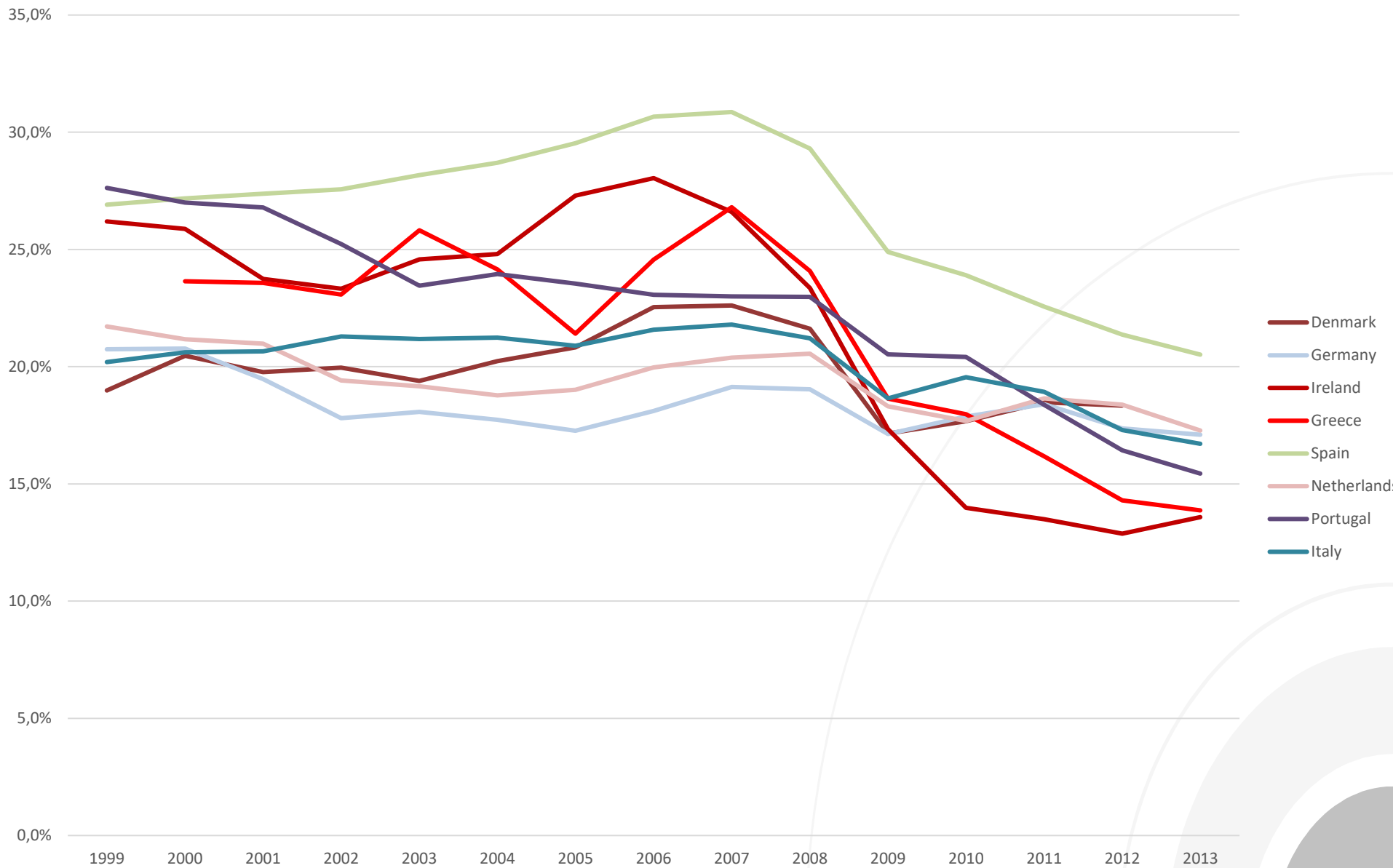
Development in Interest Rates on 10-year Government Bonds
in percent



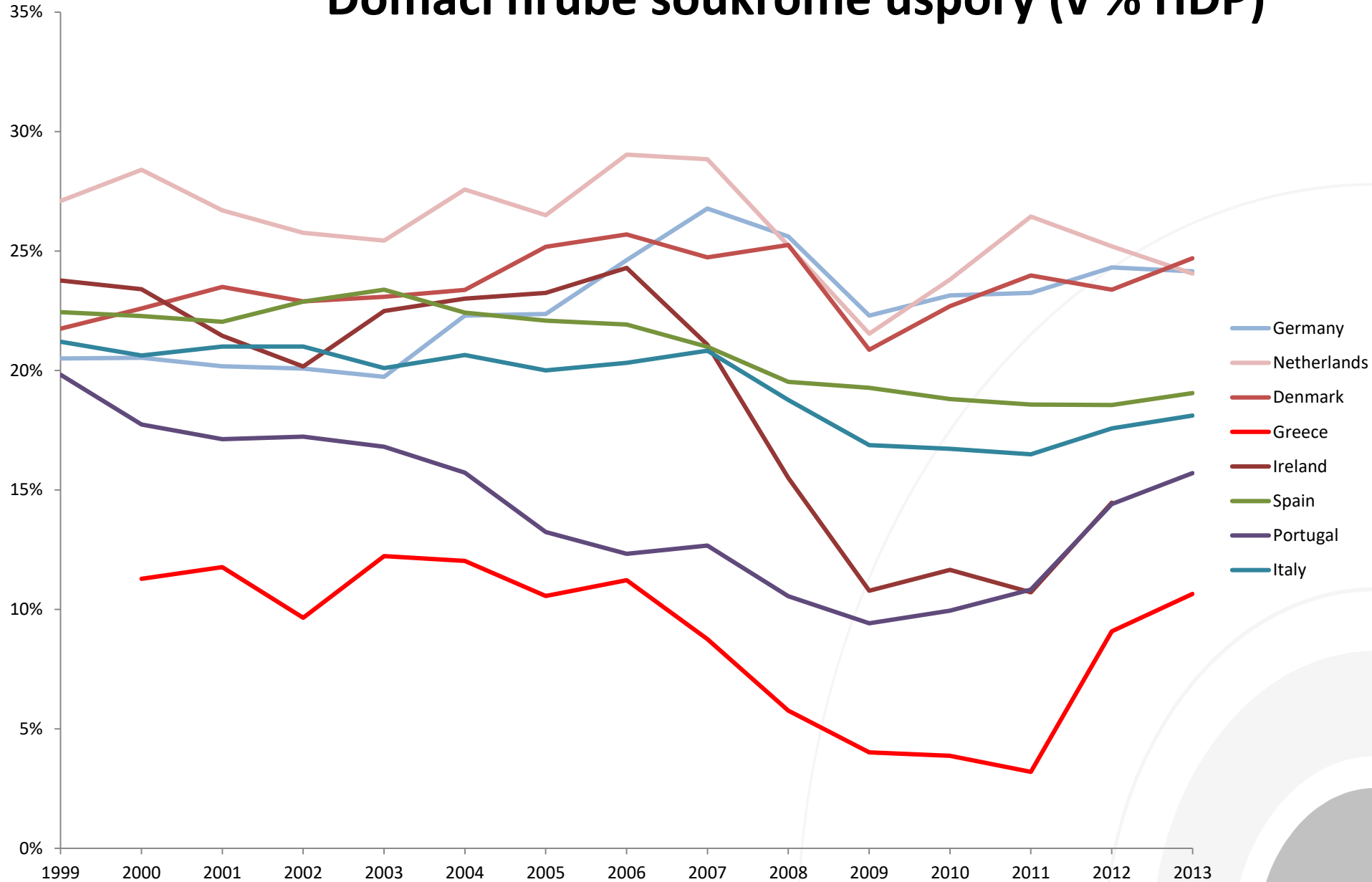
balance běžného účtu (v % HDP)



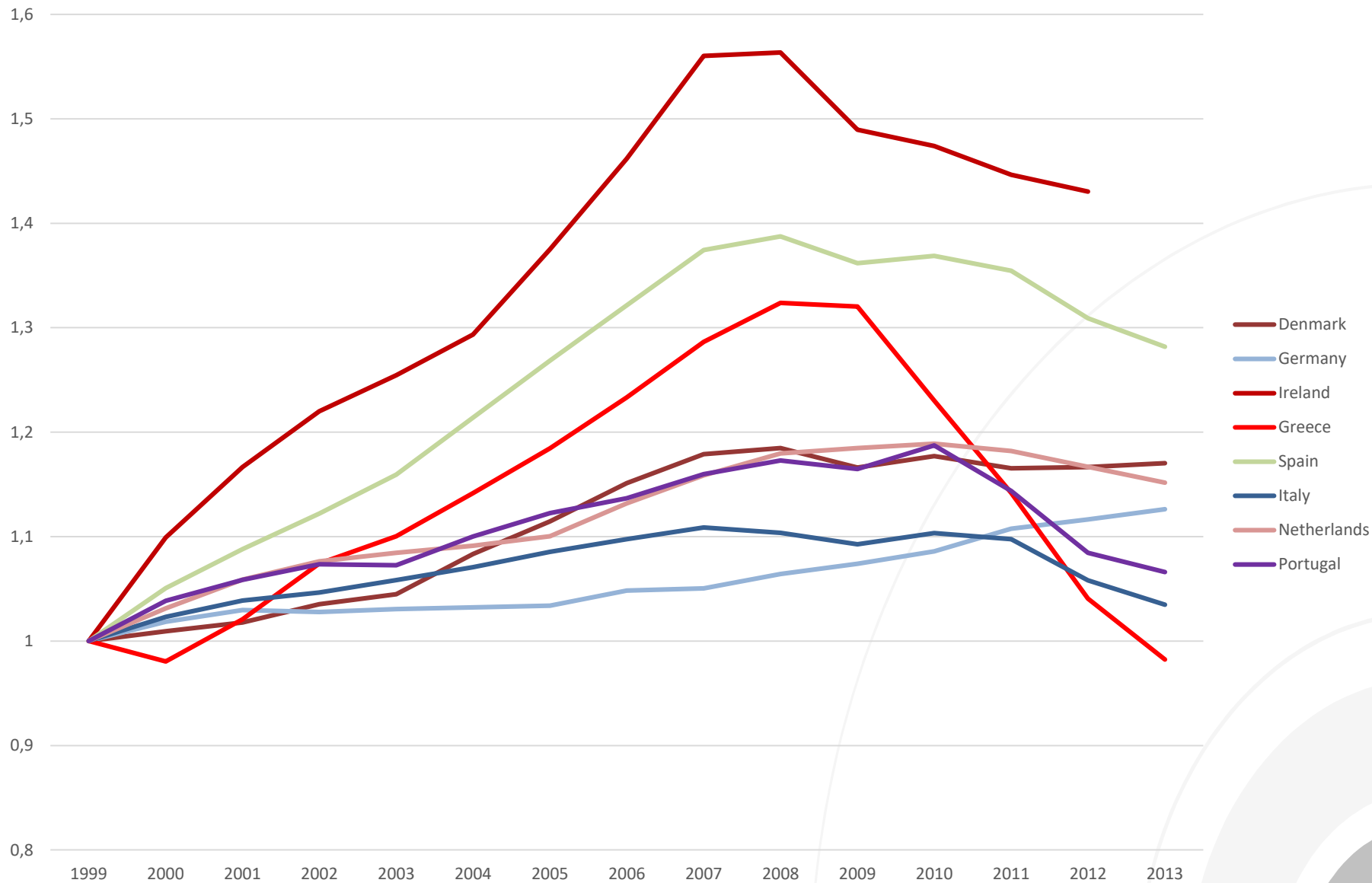
Hrubá tvorba kapitálu (v % HDP)



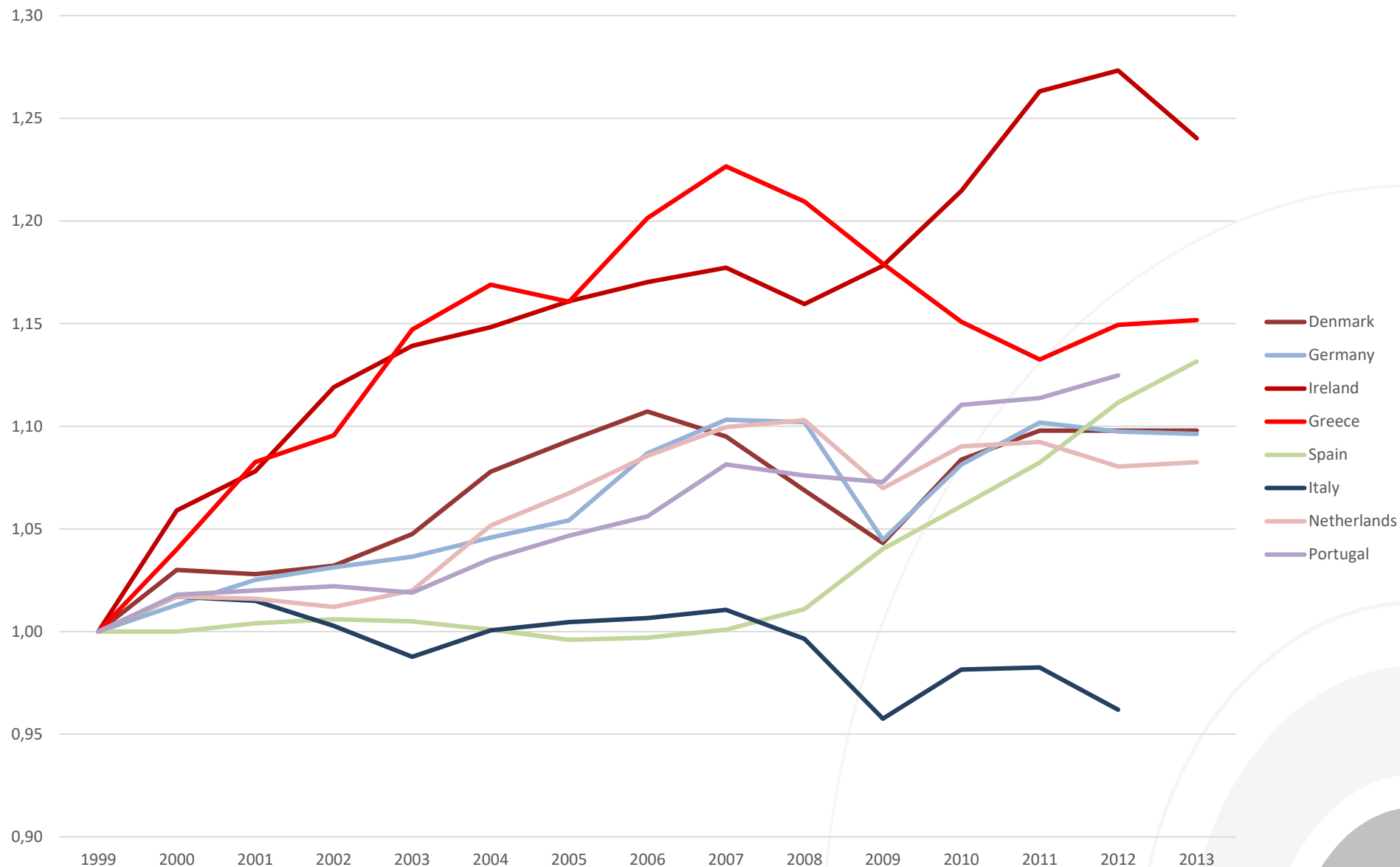
Domáci hrubé soukromé úspory (v % HDP)



Index reálné spotřeby (soukromé + vládní)



Index produktivity práce (na zaměstnance)



Jednotkové mzdové náklady

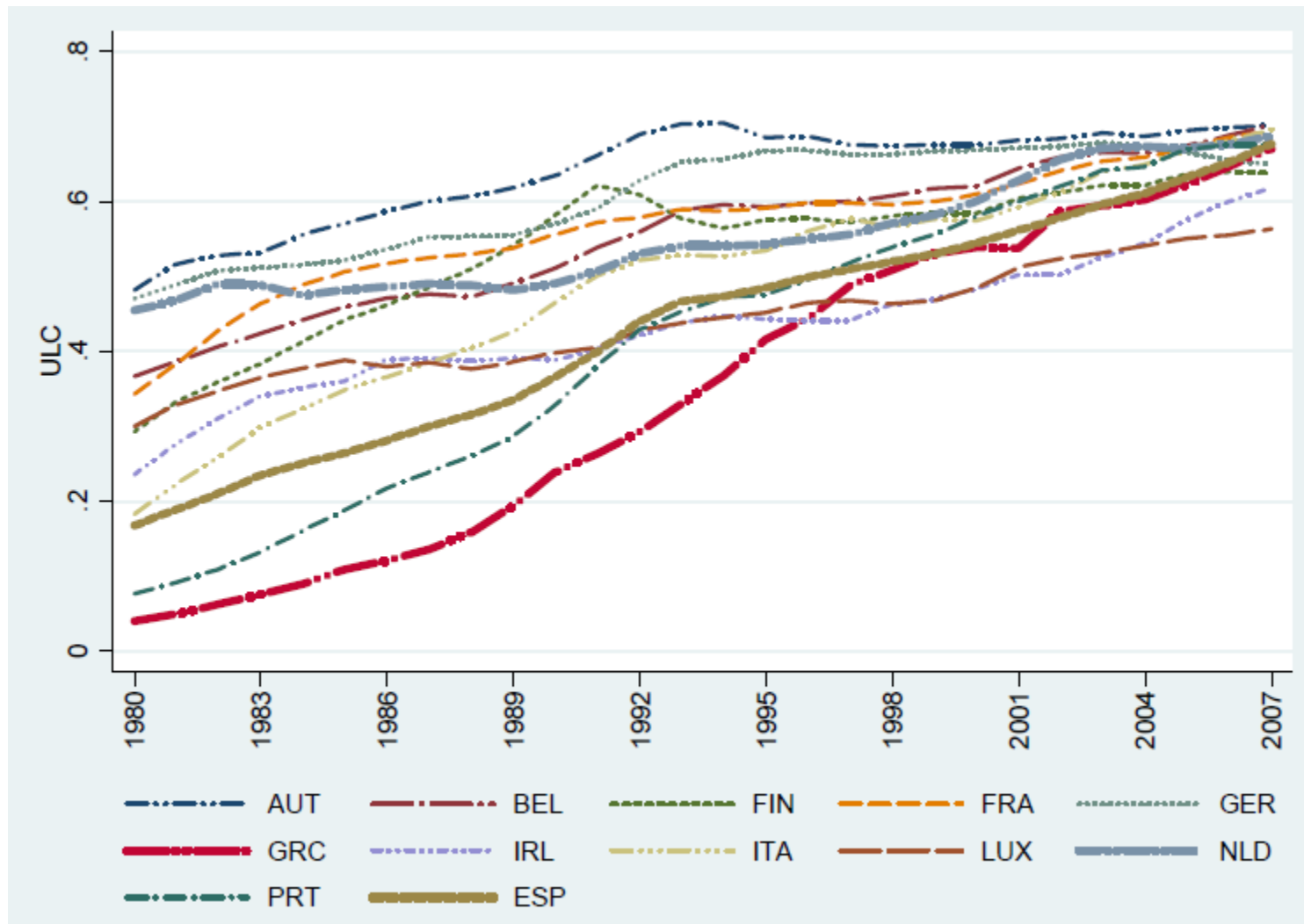
jednotkové mzdové náklady (nominální vyjádření)

$$ULC_n = \frac{w_n}{ALP} = \frac{w_n}{\frac{VA_r}{L}} = \frac{w_n L}{\frac{VA_n}{P}} = \frac{w_n L}{HDP_n}$$

jednotkové mzdové náklady (reálné vyjádření)

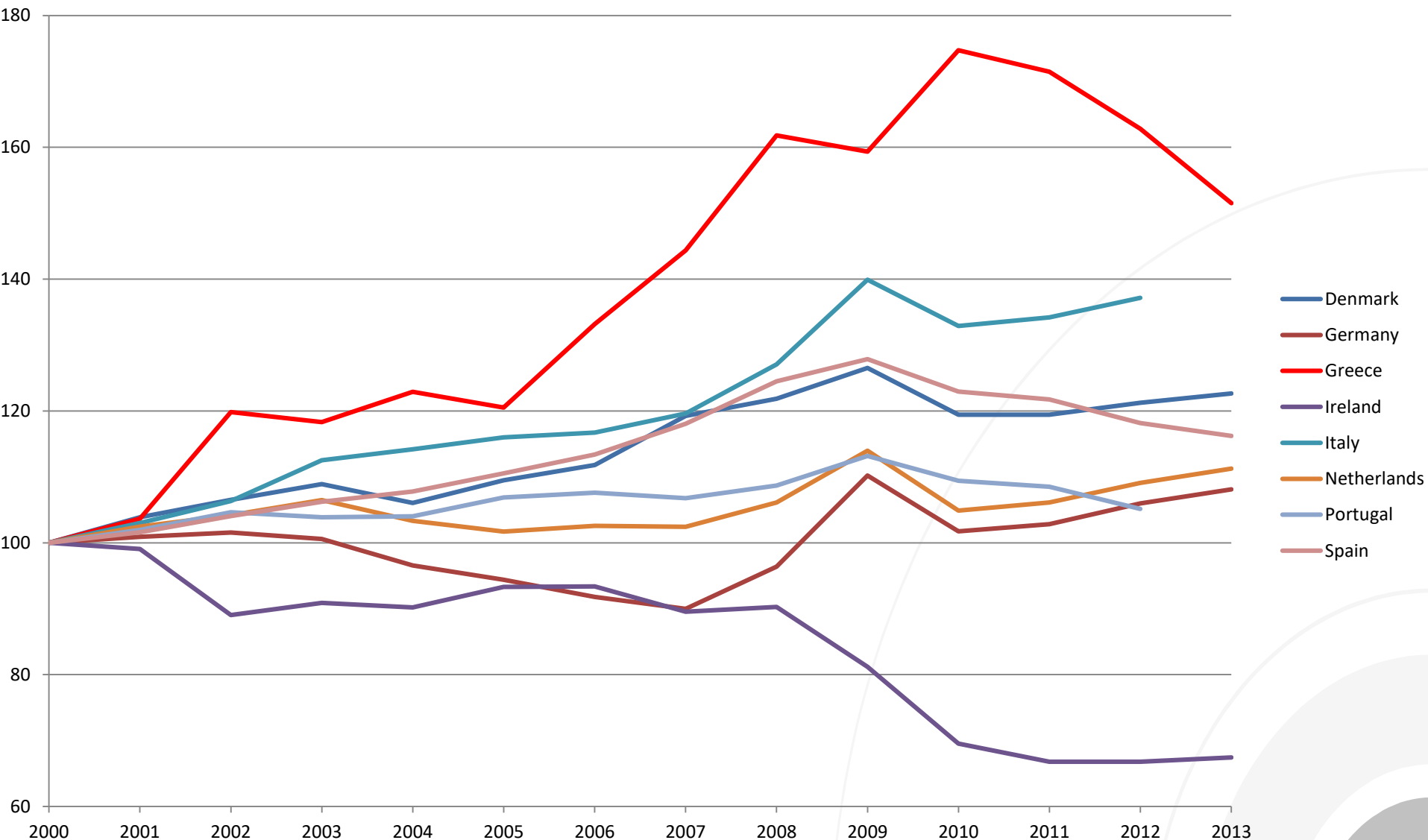
$$ULC_r = \frac{ULC_n}{P} = \frac{w_n L}{HDP_n}$$

Jednotkové mzdové náklady (komparace)



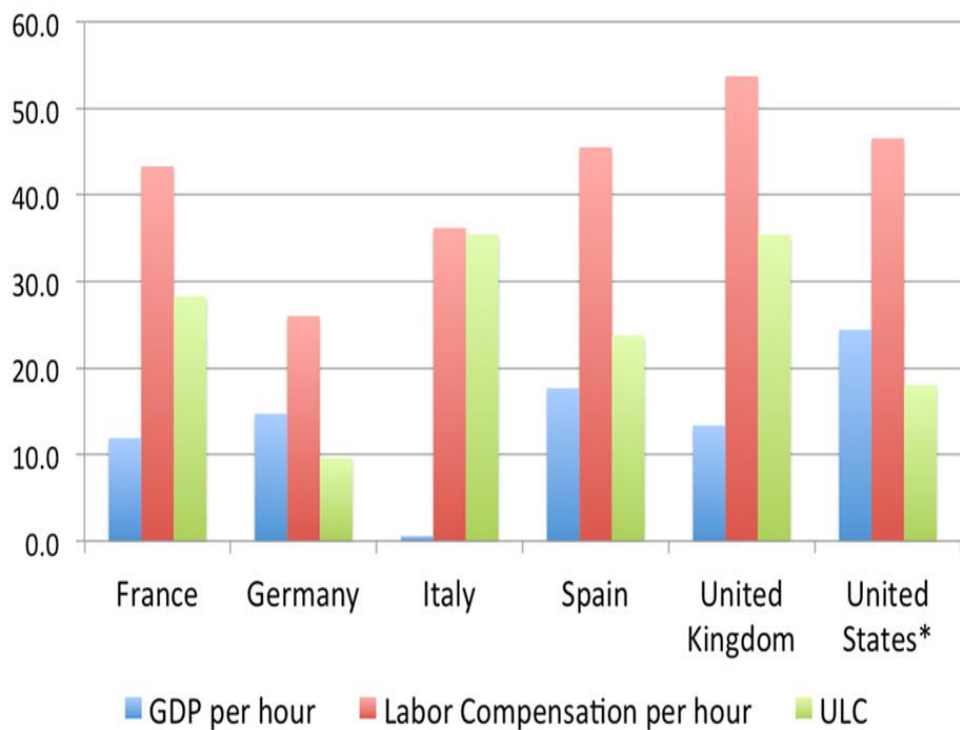
Zdroj: https://www.interfluidity.com/files/Felipe_Kumar_ULC_convergence.png; OECD and authors' estimates

Jednotkové mzdové náklady (ULC_n)

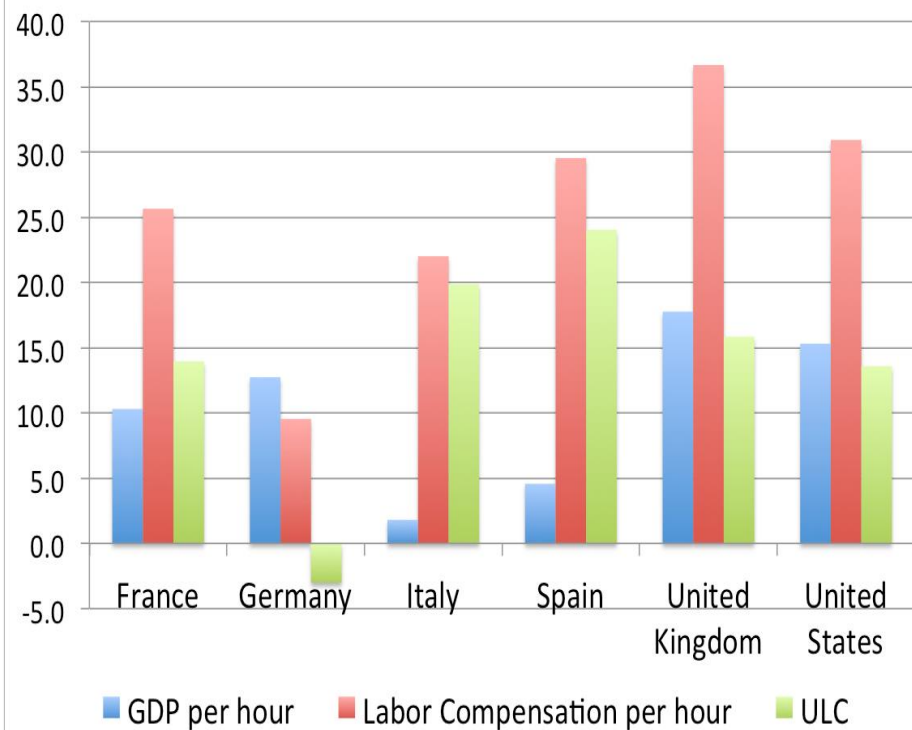


Vývoj produktivity práce, nominálních mezd a ULCn (vyspělé země)

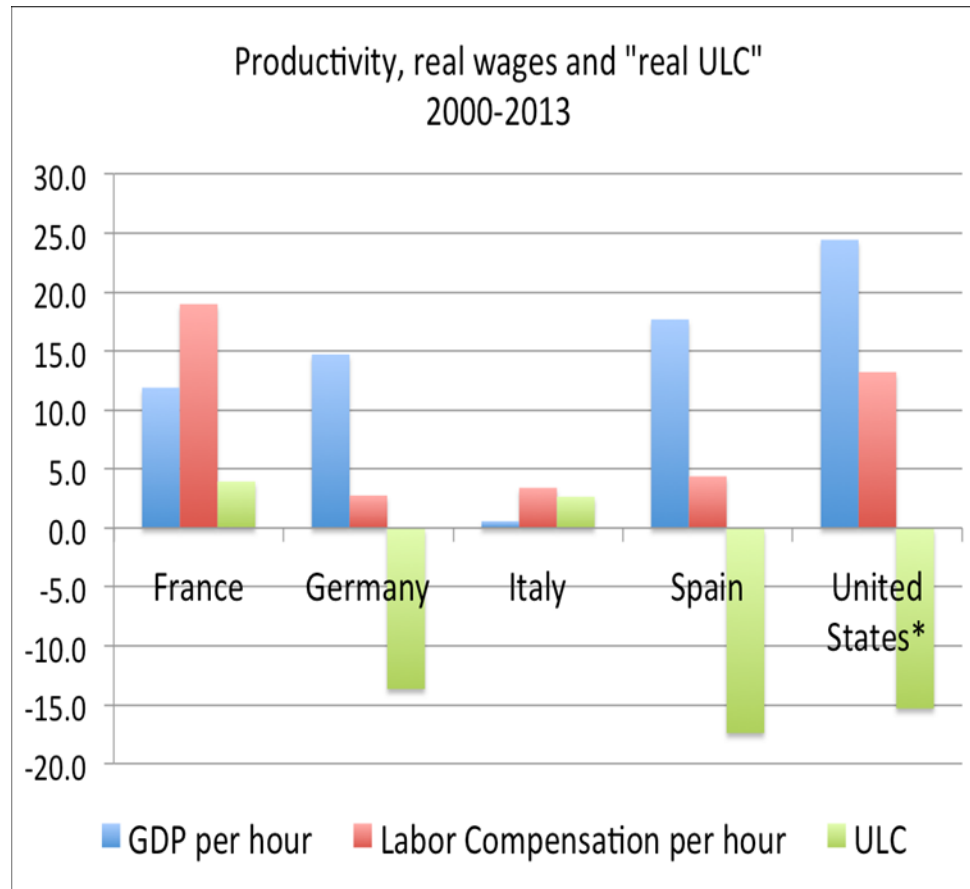
Productivity, wages and ULC
2000-2013



Productivity, wages and ULC
2000-2007

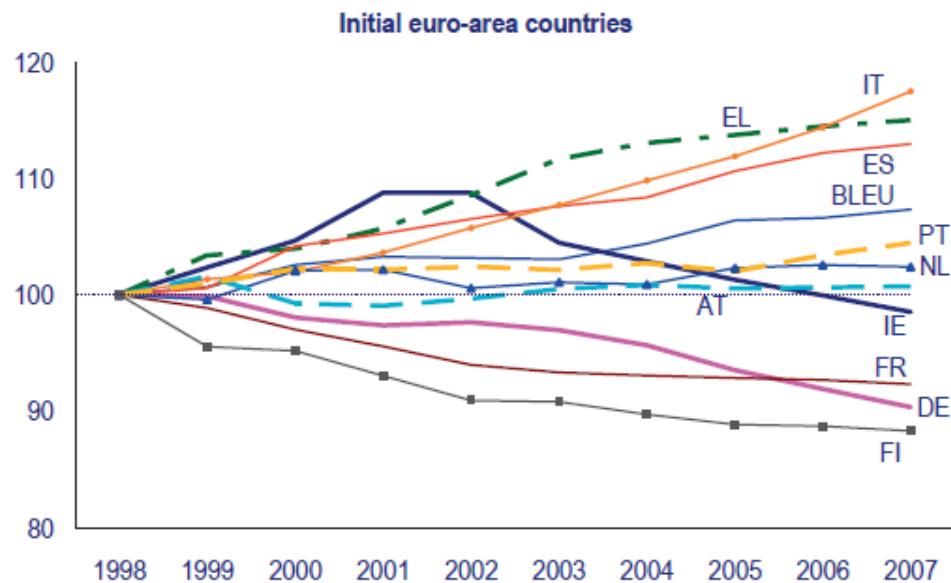
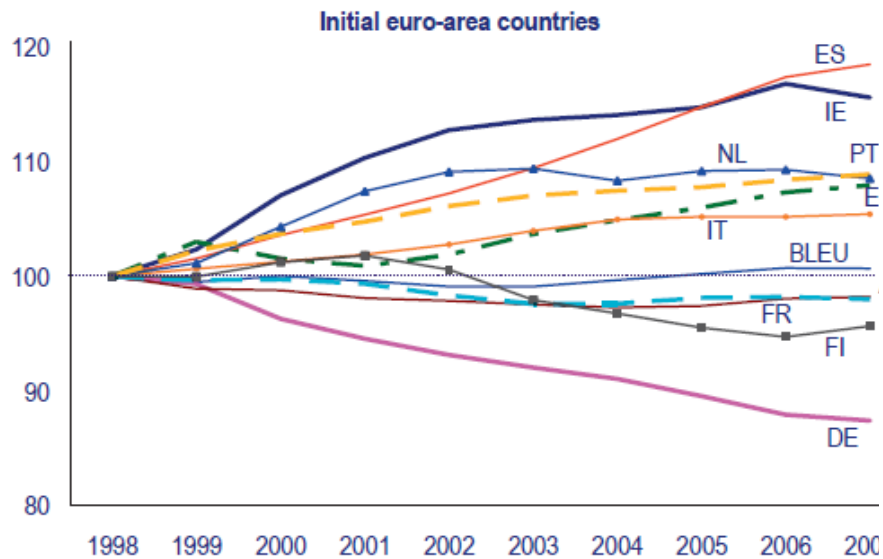


Vývoj produktivity práce, reálných mezd a ULC_r (vyspělé země)



Zdroj: <http://antoniofatas.blogspot.com/2014/09/wage-moderation-recipe-for-growth.html> (OECD)

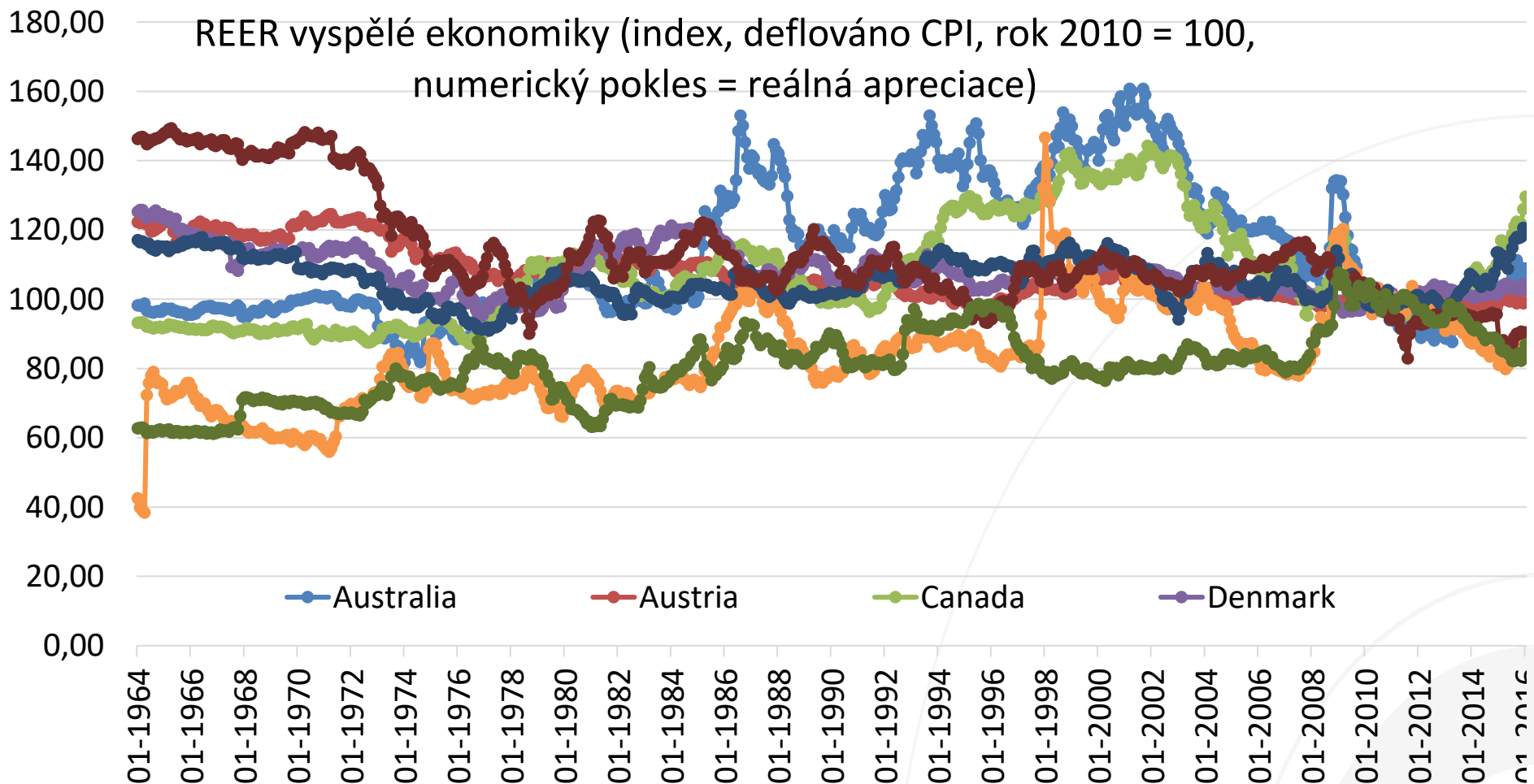
Reálné zhodnocení Eura pro jednotlivé státy Eurozóny jako indikátor konkurenceschopnosti (HDP deflátor vs. exportní ceny)



Zdroj: Eustat

reálný efektivní kurz

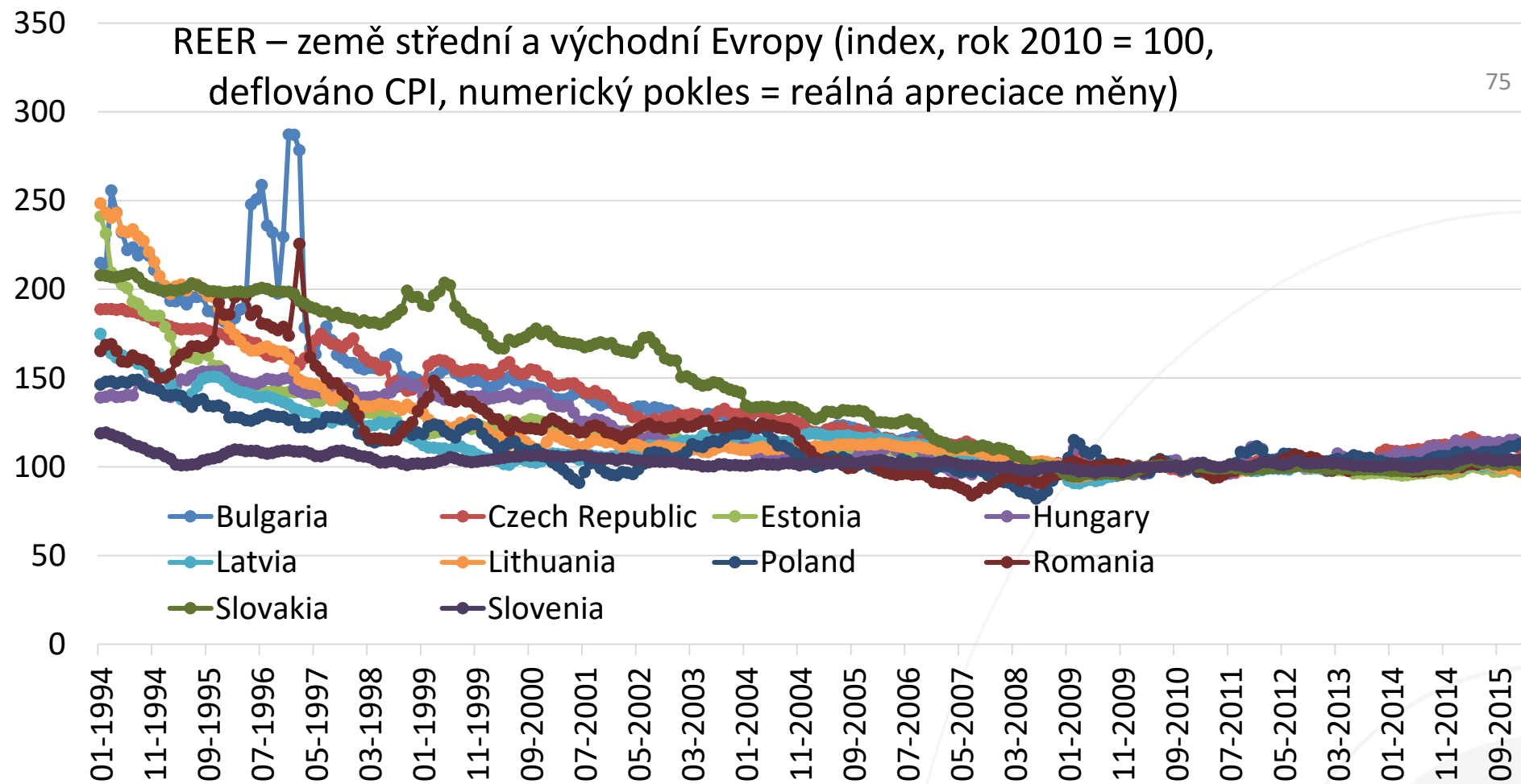
REER vyspělé ekonomiky (index, deflováno CPI, rok 2010 = 100, numerický pokles = reálná apreceiace)



Zdroj: autor

REER – země střední a východní Evropy (index, rok 2010 = 100,
deflováno CPI, numerický pokles = reálná apreceiace měny)

75

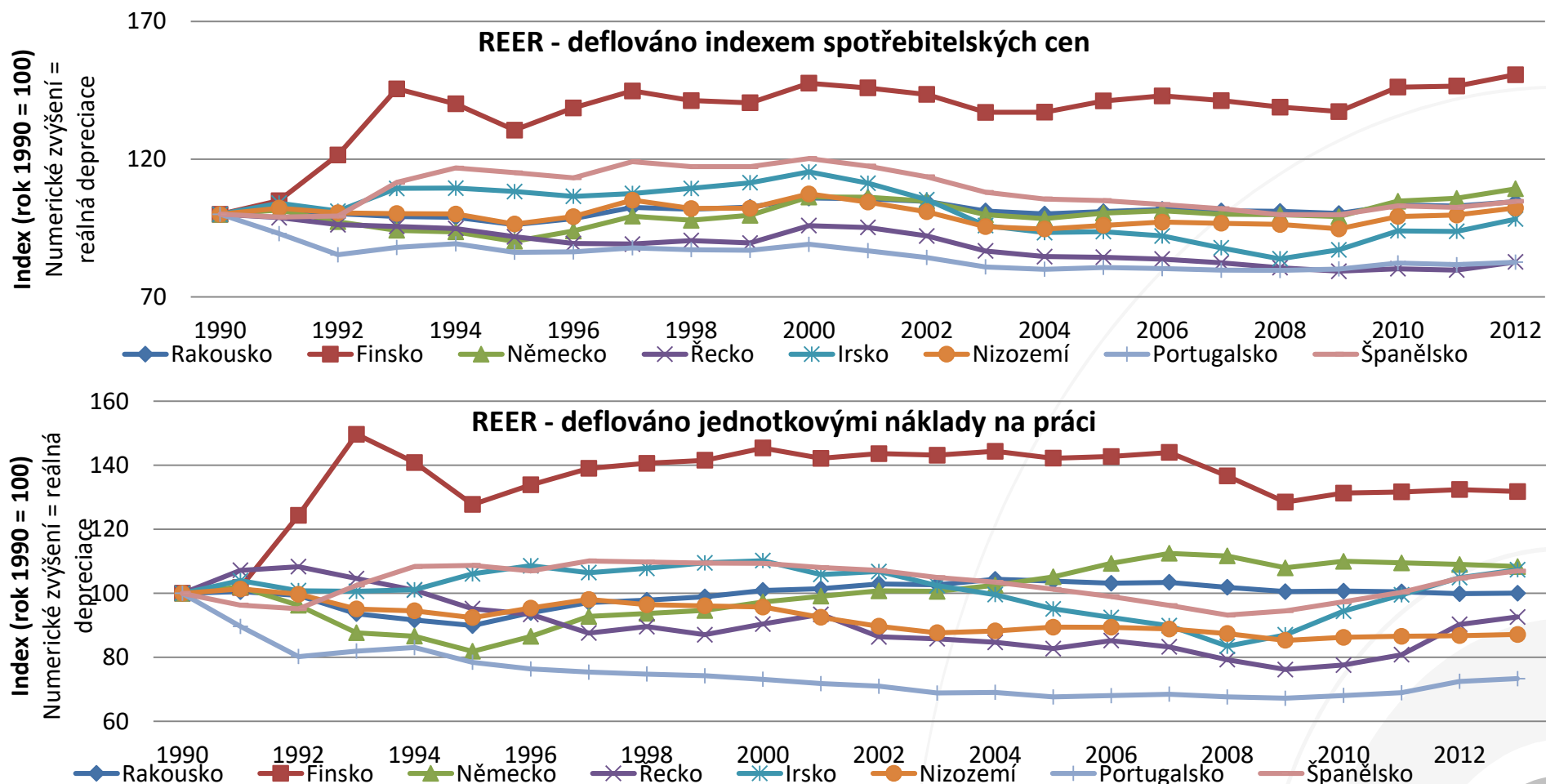


Proč dochází k reálné apreciaci domácí měny u „úspěšných“ tranzitivních ekonomik?

- Strukturálně vhodný růst exportu (apreciace nominálního kursu sr)
- Zlepšování zahraničních směnných relací (apreciace nominálního kursu sr)
- Růst domácích cen zboží a služeb (p_D), které negativně neovlivňují zahraniční obchod (mezinárodně neobchodovatelné statky).
- Náprava cenových relací u regulovaných statků mezinárodně neobchodovatelných (hromadná doprava, vodné a stočné, kultura ...)

Krise v eurozóně pohledem reálného efektivního měnového kurzu (REER)

77



Zdroj: OECD, AMECO, graf a výpočty vlastní

Interpretace

- REER (deflováno indexem spotřebitelských cen)
 - Interpretace: v zemích periferie EMU vyšší míra inflace, reálná apreceiace měny; v zemích jádra EMU „mírná“ inflace, tj. nebyl výrazný tlak na reálnou apreceiaci
- REER (deflováno jednotkovými náklady na práci)
 - Interpretace: v zemích periferie EMU vyšší náklady na práci dle ULC (jednotkové náklady na práci, které berou v potaz také produktivitu), které nebyly podloženy vyšší mírou produktivity, tj. export zemí periferie EMU mohl ztrácet svoji konkurenceschopnost (díky vyšším mzdovým nákladům byl „dražší“)
 - To ale neznamená, že absolutní výše průměrné mzdy by byla např. v Řecku vyšší než v Německu, jen nám to říká, že se v Řecku nezvyšovala produktivita takovým tempem, jako se zvyšovaly mzdové náklady

Bilance běžného účtu a kumulovaný růst HDP

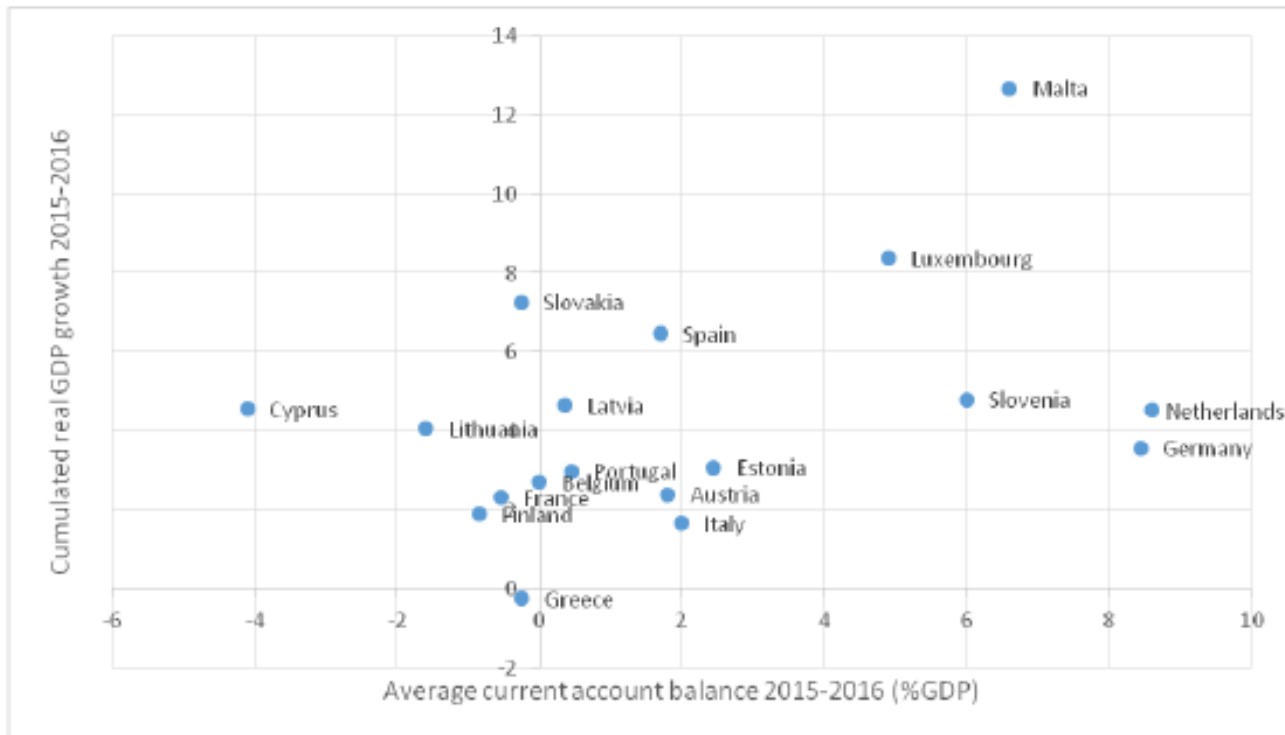


Figure 1. Average current account balances (as % GDP) and cumulated real GDP growth (2015-2016). Euro area countries. Own elaboration on data from Eurostat 23 July 2017.

Zdroj: https://www.researchgate.net/figure/Average-current-account-balances-as-GDP-and-cumulated-real-GDP-growth-2015-2016_fig1_323110775

Bilance běžného účtu a míra nezaměstnanosti

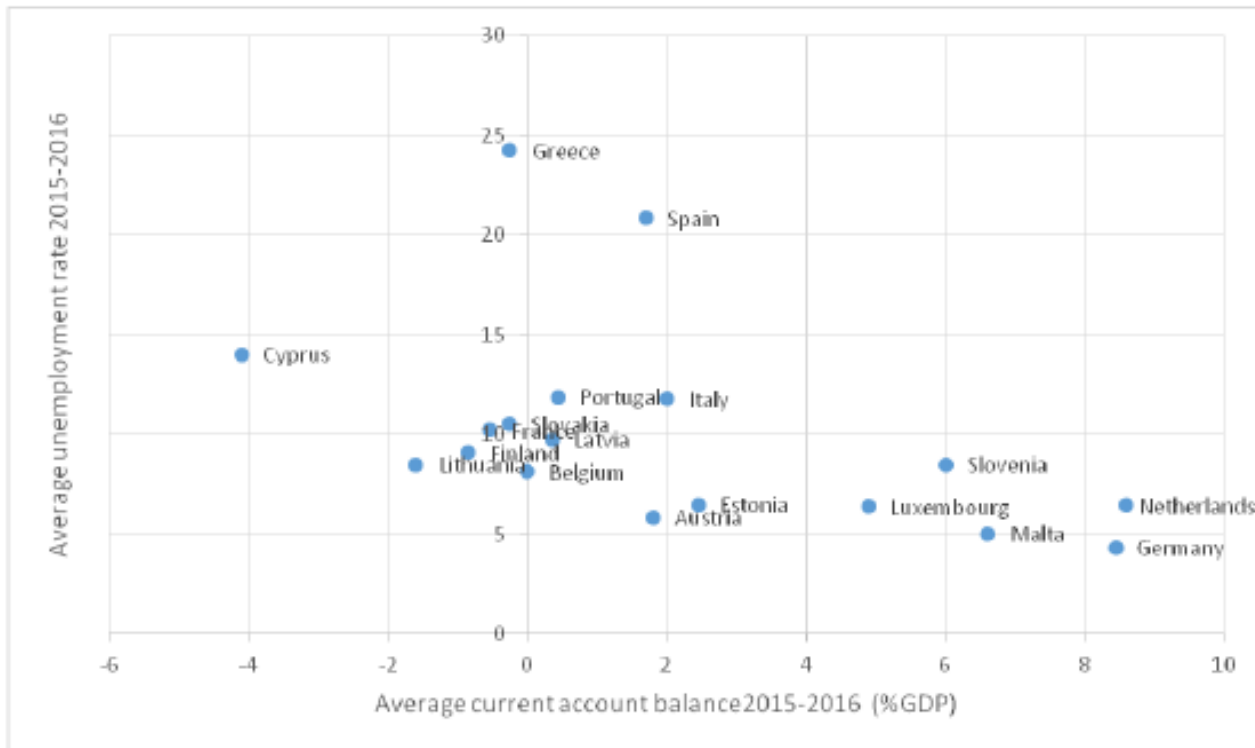


Figure 2. Average current account balances (as % GDP) and unemployment rates (2015-2016). Euro area countries. Own elaboration on data from Eurostat 23 July 2017.

Zdroj: https://www.researchgate.net/figure/Average-current-account-balances-as-GDP-and-cumulated-real-GDP-growth-2015-2016_fig1_323110775

Míra nezaměstnanosti a velikost output gapu

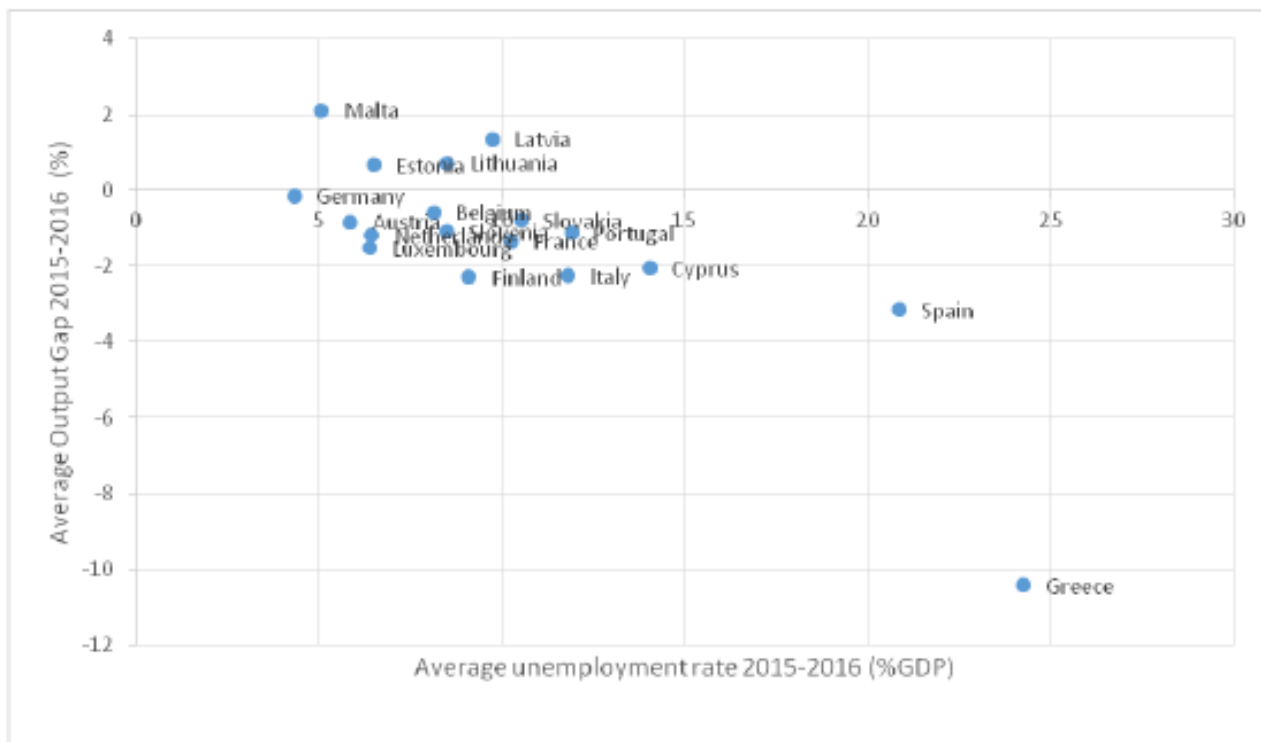


Figure 4. Average unemployment rates and output gap (2015-2016). Euro area countries. Own elaboration on data from Eurostat 23 July 2017.

Zdroj: https://www.researchgate.net/figure/Average-current-account-balances-as-GDP-and-cumulated-real-GDP-growth-2015-2016_fig1_323110775

Míra nezaměstnanosti a vzdálenost potenciálního výstupu od své úrovně v roce 2007

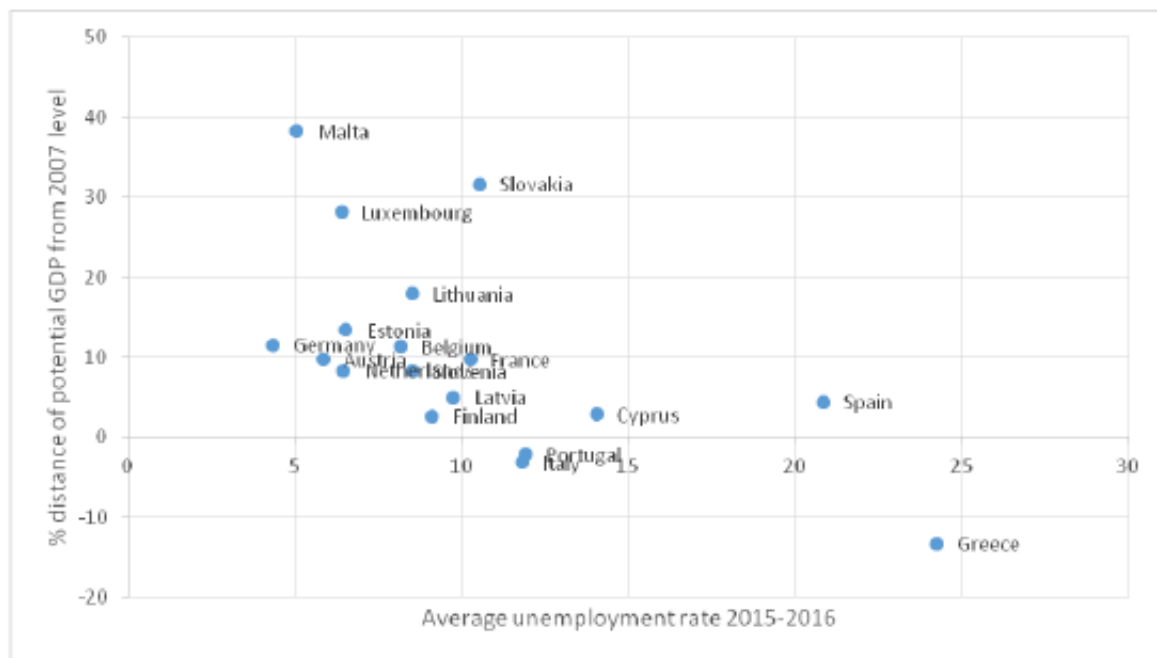
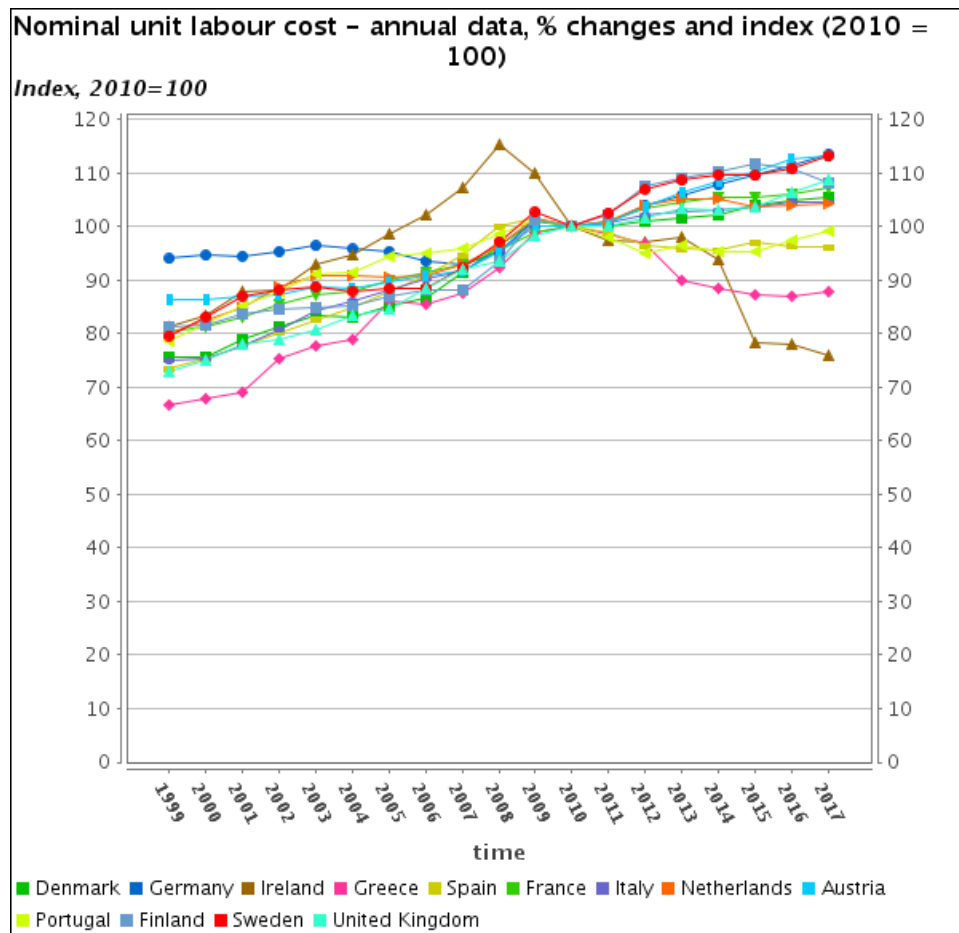


Figure 5. Average unemployment rates (2015-2016) and distance of potential GDP from 2007 level (in %). Euro area countries. Own elaboration on data from Eurostat 23 July 2017.

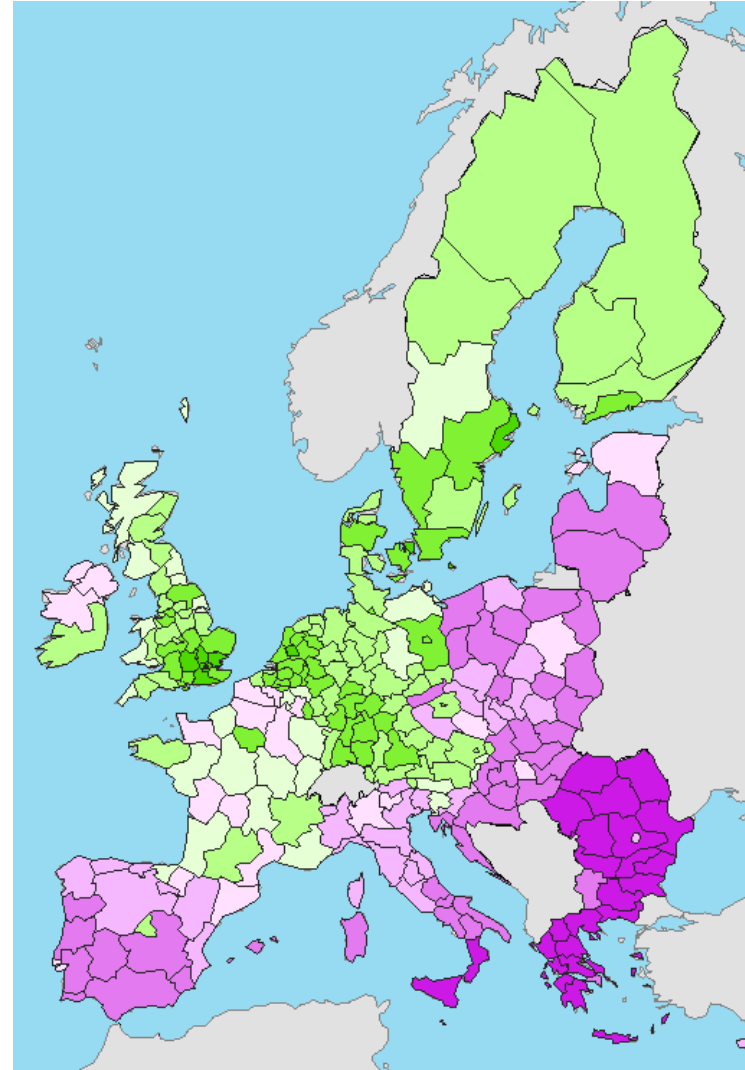
Zdroj: https://www.researchgate.net/figure/Average-current-account-balances-as-GDP-and-cumulated-real-GDP-growth-2015-2016_fig1_323110775

Nominální jednotkové mzdové náklady



Zdroj: Eurostat

Regional competitiveness index 2016



Zdroj: https://obserwuj.lubuskie.pl/uploads/news/id297/IKR_mapa.jpg

RCI a HDP na hlavu

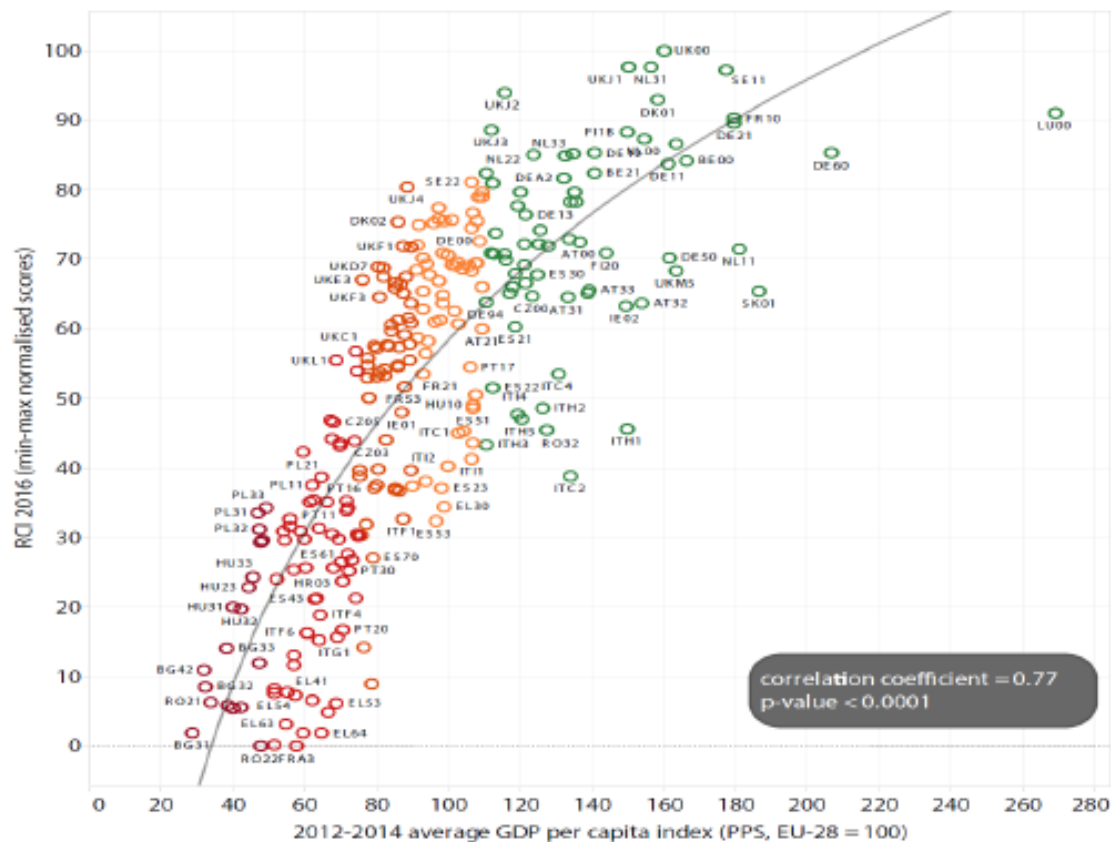
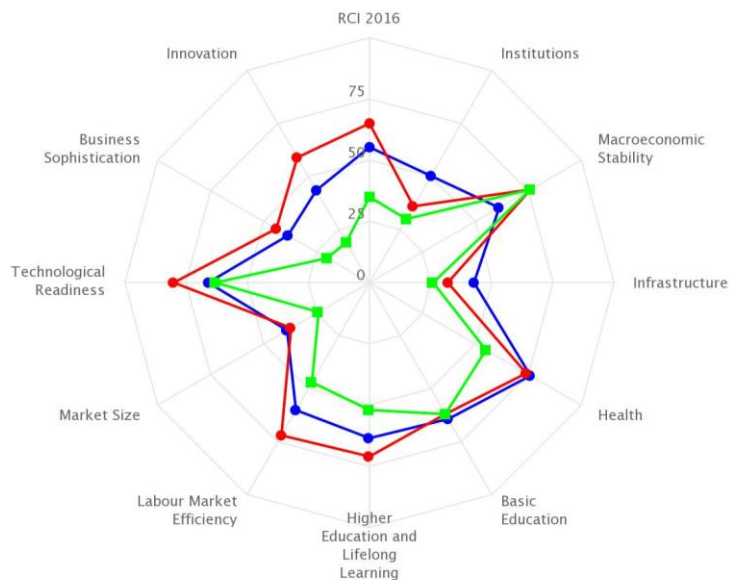


Figure 8. Standardized RCI scores (2016) and GDP per capita index (in PPS, EU-28 = 100, averages 2012-2014). (Figure 3 in Annoni et al. 2016)

Zdroj: https://www.researchgate.net/figure/Standardized-RCI-scores-2016-and-GDP-per-capita-index-in-PPS-EU-28-100-averages_fig7_323110775

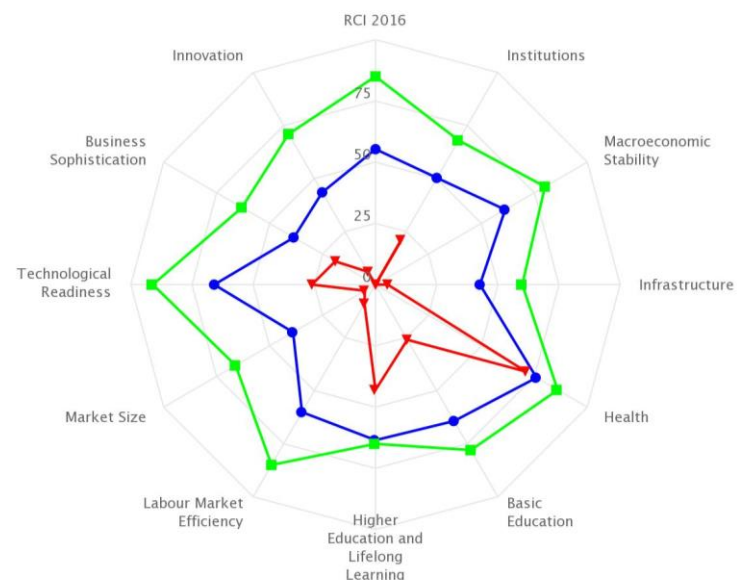
Porovnání RCI za regiony

RCI EU (modře), Praha (červeně) a Severozápad (zeleně)



Highcharts.com

RCI EU (modře), Thraki (červeně) a Hamburg (zeleně)



Highcharts.com



EVROPSKÁ UNIE
Evropské strukturální a investiční fondy
Operační program Výzkum, vývoj a vzdělávání



Toto dílo podléhá licenci Creative Commons
Uveďte původ – Zachovejte licenci 4.0 Mezinárodní.

