

e1 Ekonomické listy

02 | 2010

- | | |
|----|---|
| 03 | Obtížná rekonvalescence světové ekonomiky |
| 17 | Výhledy vývoje ekonomiky EU |
| 31 | Dynamika trhu práce v době krize a obnova vnější rovnováhy pohledem MMF |
| 45 | Vývoj měnových podmínek v kontextu současné finanční krize |

Obsah

Odborné stati

Obtížná rekonvalescence světové ekonomiky	3
Prof. Ing. Vojtěch Spěváček, DrSc.	
Výhledy vývoje ekonomiky EU	17
Ing. Růžena Vintrová, DrSc.	
Dynamika trhu práce v době krize a obnova vnější rovnováhy pohledem MMF	31
Ing. Václav Žďárek, A.S.C.	
Vývoj měnových podmínek v kontextu současné finanční krize	45
Ing. Martin Slaný	

Obtížná rekonvalescence světové ekonomiky

Prof. Ing. Vojtěch Spěváček, DrSc.

Příspěvek se zabývá současnou hospodářskou situací ve světě a nejbližším výhledem, ovlivněným krizí finančního systému a hospodářskou recesí z let 2008 a 2009, která přinesla značné ztráty ve výrobě, investicích, zahraničním obchodě a vedla ke zvýšení nezaměstnanosti a snížení životní úrovně. Vychází z jarního vydání analýz publikovaných Mezinárodním měnovým fondem, Evropskou komisí a OECD¹. Tyto publikace poskytují ucelený pohled na vývoj světové ekonomiky s prognózou na roky 2010 a 2011 a s doporučeními pro hospodářskou politiku. Pozornost je věnována délce a hloubce recese v hlavních regionech světa, rostoucím deficitům veřejných financí a vládním dluhům, zhoršené situaci na trhu práce, mírné inflaci a znovu se zhoršující globální makroekonomické nerovnováze.

Délka a hloubka recese

Recese v roce 2008 a 2009 postihla ve stejnou dobu většinu zemí světa a byla do značné míry synchronizovaná. Z tohoto důvodu šlo o globální recesi světové ekonomiky. Její základní příčinou byla krize světového finančního systému. Světový produkt se snížil o 0,6 % a vyspělé země zaznamenaly nejhlubší propad ekonomické aktivity od roku 1960, kdy se začaly sestavovat čtvrtletní národní účty, které poskytují informace o vývoji základních makroekonomických ukazatelů, především pak o vývoji hrubého

domácího produktu. HDP ve vyspělých zemích světa se v roce 2009 propadl o 3,2 % a v roce 2010 se očekává pouze mírné oživení. Fungování finančního systému se sice zlepšilo, ale finanční stabilita není stále zaručena. Stimulační opatření fiskální a monetární politiky pomohla stabilizovat finanční systém a podpořila poptávku a tím zmírnila hloubku recese, ale daní za to bylo značné zhoršení fiskální situace – výrazné zvýšení vládních deficitů a dluhů. Rekonvalescence, zvláště na trhu práce a v oblasti veřejných financí, může být dlouhá a bolestivá. Hospodářská politika tak stojí před složitým problémem – neohrozit křehké oživení, ale na druhé straně dále nezhoršovat veřejné finance.

Posouzení začátku a konce recese vychází ze sezónně upravených mezičtvrtletních údajů. **Délka recese** se lišila podle zemí, ale většinou trvala 4–5 čtvrtletí. Za celek zemí OECD a EU poklesl HDP již ve druhém čtvrtletí 2008 a tento pokles trval 5 čtvrtletí. K mírnému oživení došlo až ve třetím čtvrtletí 2009 a oživení trvá již 3 čtvrtletí a je relativně silné v USA a Japonsku, zatímco v EU je nevýrazné (viz tabulka 1). Nejdelší pokles ze zemí EU postihl pobaltské země, kde propad HDP trval 6–7 čtvrtletí a v případě Estonska a Litvy pokračoval i v prvním čtvrtletí 2010. Za oživením ve druhé polovině roku 2009 a v roce 2010 stál znovu rostoucí zahraniční obchod, zejména v rozvíjejících se zemích, který táhl i průmyslovou produkci.

1 IMF: *World Economic Outlook, April 2010*. ECFIN: *Spring Economic Forecast (2010)*. Luxembourg: European Commission, Directorate General ECFIN – Economic and Financial Affairs 2010. OECD: *OECD Economic Outlook*. No. 87. 2010, No. 87.

Tabulka 1 ▶

Mezičtvrtletní změna HDP vybraných zemí (v %)

	2008				2009				2010
	1.Q	2.Q	3.Q	4.Q	1.Q	2.Q	3.Q	4.Q	1.Q
EU-27	0,7	-0,2	-0,5	-1,9	-2,4	-0,3	0,3	0,1	0,2
Eurozóna	0,8	-0,3	-0,4	-1,9	-2,5	-0,1	0,4	0,0	0,2
Francie	0,5	-0,6	-0,3	-1,7	-1,4	0,2	0,3	0,5	0,1
Německo	1,6	-0,6	-0,3	-2,4	-3,5	0,4	0,7	0,2	0,2
Itálie	0,4	-0,7	-1,1	-2,0	-2,9	-0,3	0,4	-0,1	0,5
Velká Británie	0,7	-0,1	-0,9	-1,8	-2,6	-0,7	-0,3	0,4	0,3
USA	-0,2	0,4	-0,7	-1,4	-1,6	-0,2	0,6	1,4	0,8
Japonsko	0,3	-1,0	-1,1	-2,5	-4,2	1,8	0,1	1,0	1,2

Pramen: OECD, květen 2010.

Hloubka recese měřená meziročním poklesem HDP byla nejsilnější v první polovině roku 2009, kdy v zemích EU-27 se HDP propadl o více než 5 %, v Japonsku o 7,2 % a v USA o 3,5 %. Nejhlubší pokles v prvním pololetí 2009 zaznamenaly pobaltské státy, kde se propad HDP pohyboval mezi 15–18 %. Ve druhé polovině roku 2009 byl pokles měřený meziroční změnou HDP již mírnější (mezičtvrtletně HDP ve většině zemí již rostl). V ekonomické výkonnosti však přetrvávají značné **rozdíly mezi zeměmi** či jejich skupinami. V roce 2009 silný pokles HDP zaznamenalo Rusko (-7,9 %), Japonsko (-5,2 %) a Evropská unie (-4,1 %). Ekonomika USA si vedla lépe a HDP se snížil o 2,4 %. Recese se však vyhnula řadě rozvíjejících se a rozvojových zemí, které i v roce 2009 zaznamenaly pozitivní růst. Týká se to zejména Číny, Indie, Středního východu a Afriky. Pozitivní růst rozvíjejících se a rozvojových ekonomik (zvýšení HDP v roce 2009 o 2,4 %) vedl k tomu, že i přes relativně velký pokles HDP ve vyspělých zemích globální propad světového HDP nebyl tak ve-

liký (-0,6 %). Přispěly k tomu velké rozvíjející se země, které nebyly silně zasaženy finanční krizí. Pozoruhodný byl růst Číny (8,7 %) podporovaný značnou fiskální stimulací a růstem bankovních úvěrů. Relativně vysokou dynamiku si udržela i Indie (5,7 %).

Krise však vytvořila nepříznivé podmínky pro budoucí růst. Finanční systém byl otřesen, podniky a domácnosti obtížněji získávají úvěry, které potřebují k oživení investic a spotřeby. Kritická se stala situace veřejných financí, které budou většinou růst oslabovat. Spojení globální finanční krize s hlubokou recesí učinilo recesi ve srovnání s předchozími výjimečnou nejen svou hloubkou, ale i svou délkou. Nemůže se proto očekávat dřívější průběh oživení, kdy růst po recesi zpravidla dosahoval nadprůměrných hodnot, ale je třeba počítat s delším relativně pomalým tempem růstu. Důvodem je to, že potenciální produkt byl silně oslaben několika faktory: faktor práce byl zasažen vysokou mírou nezaměstnanosti a s ní související ztrátou kvalifikace, silný pokles investic snížil zásobu

Tabulka 2 ▶

Projekce hospodářského růstu podle MMF (v %)

	2007	2008	2009	2010	2011
HDP – svět	5,2	3,0	-0,6	4,2	4,3
USA	2,1	0,4	-2,4	3,1	2,6
EU	3,1	0,9	-4,1	1,0	1,8
Japonsko	2,3	-1,2	-5,2	1,9	2,0
Čína	13,0	9,6	8,7	10,0	9,9
Indie	9,4	7,3	5,7	8,8	8,4
Rusko	8,1	5,6	-7,9	4,0	3,6
Vyspělé země	2,7	0,5	-3,2	2,3	2,4
Rozvíjející se a rozvojové země	8,3	6,1	2,4	6,3	6,5
Objem světového obchodu (zboží a služby)	7,3	2,8	-10,7	7,0	6,1

Poznámka: Rok 2010 a 2011 – dubnová prognóza MMF.

Pramen: IMF (2010), s. 2.

fixního kapitálu a zvýšil míru jejího opotřebení a inovační proces byl zbrzděn nižšími výdaji na výzkum a vývoj.

Výhled MMF na roky 2010 a 2011 očekává růst světového HDP o více než 4 %, zejména díky vysokému růstu v rozvíjejících se a rozvojových ekonomikách (růst převyšující 6 % ročně). Tahounem růstu by měla být opět Čína, Indie, ale i Brazílie a Rusko. Naproti tomu oživení ve vyspělém světě by mělo být mírné se značnými rozdíly mezi zeměmi.

Ve skupině **vyspělých zemí** by růst HDP v obou letech měl překročit 2 %, a to díky téměř 3 % růstu v USA. EU by měla i nadále zůstat pomalu rostoucím regionem a v růstové dynamice zaostávat za USA. Většina zemí EU by měla růst tempem pohybujícím se mezi 1–2 %. OECD ve své prognóze z května 2010² je ještě optimističtější a předpokládá za celek zemí OECD růst 2,7 % v tomto roce a 2,8 % v roce

2011. Ekonomika USA by v obou letech měla dosáhnout růstovou dynamiku 3,2 % a eurozóna 1,2 % v roce 2010 a 1,8 % v roce 2011. Výrazný rozdíl mezi projekcí Mezinárodního měnového fondu a OECD je u Japonska, kde OECD očekává v roce 2010 růst 3 %, zatímco MMF pouze 1,9 %.

Tahounem růstu světové ekonomiky se v posledních letech staly **rozvíjející se a rozvojové země** a díky jejich pozitivnímu růstu v roce 2009 (2,4 %) nebyl propad světové ekonomické aktivity v tomto roce výraznější. Úlohu lokomotivy světové ekonomiky by měly sehrát i v tomto a příštím roce, kdy se počítá s jejich více než 6% růstem (viz tabulka 2). Nejrychleji rostoucím regionem by měla být rozvíjející se Asie (růst HDP v roce 2010 a 2011 o 8,7 %). Za ní bude následovat Latinská Amerika a Rusko s růstem HDP ve výši 4 % v roce 2010. Region střední a vý-

2 OECD Economic Outlook. Paris, OECD May 2010.

chodní Evropy by měl dosahovat zhruba 3% růstovou dynamiku. V důsledku rostoucí váhy rozvíjejících se a rozvojových ekonomik v globálním produktu se zvyšuje i jejich příspěvek ke světovému růstu HDP, který by měl v roce 2010 dosáhnout 70%.³ Řadě rozvíjejících se a rozvojových zemí se podařilo diverzifikovat vývozy, posílit domácí poptávku a zlepšit institucionální prostředí. Dopady finanční krize na reálnou ekonomiku nebyly tak silné v důsledku menší rozvinutosti finančního sektoru. Více jsou ohroženy země se značným přílivem zahraničního kapitálu a s vysokými deficity běžného účtu v důsledku zhoršených možností zahraničního financování. Negativně na vývoj méně vyvinutých zemí působí nedostatečná poptávka ve vyspělých zemích. Rizikem pro rychle rostoucí asijské země je možné přehřátí jejich ekonomik, vytvoření bublin na trhu nemovitostí a akcií a růst inflace (MMF očekává zvýšení míry inflace v zemích rozvíjející se Asie z 3,1 % v roce 2009 na 5,9 % v roce 2010).

Na průběh oživení bude mít vliv především **vývoj poptávky** a v ní nejen vývoj spotřebitelské poptávky, ale i cyklus vývoje zásob, investiční aktivita či situace na trhu nemovitostí. U zemí silně závislých na zahraničním obchodě bude důležitá síla obnovení zahraniční poptávky. Na vývoj základních komponent poptávky však působí mnoho různorodých faktorů, které se v jednotlivých zemích liší.

V **USA** by měl být růst HDP v roce 2010 a 2011 tažen domácí poptávkou a v ní zejména více než 2% růstem soukromé spotřeby. Na její růst by měl působit růst mezd a znovu se snižující míra úspor domácností, která se v době

recese zvyšovala (v prvním čtvrtletí 2010 se snížila na 3,1 % proti 5,4 % ve druhém čtvrtletí předchozího roku). Pokračující pozitivní vliv veřejné spotřeby se předpokládá v roce 2010, avšak v roce 2011 by se měla veřejná spotřeba snížit téměř o 2 % v důsledku ukončení fiskálních stimulů a potřeby snižovat vysoký deficit veřejných financí. Investiční poptávka (tvorba hrubého fixního kapitálu) po hlubokém propadu o 14,5 % v roce 2009 by se měla začít stabilizovat v roce 2010 a v roce 2011 již výrazněji růst. Silný negativní vliv zásob na pokles HDP v době recese by se měl zastavit a přeměnit v pozitivní příspěvek k růstu HDP (příspěvek změny zásob k růstu HDP v roce 2010 odhaduje MMF na 1,1 procentního bodu). Pozitivní příspěvek zahraničního obchodu k růstu HDP v předchozích letech by se měl přeměnit v záporný. Oživení americké ekonomiky je však stále křehké, protože se opírá o krátkodobé faktory jako je monetární a fiskální stimulace a růst zásob.

Zahraněční obchod by se měl stát tahounem růstu v **eurozóně**, kde se předpokládá, že v roce 2010 přidá 0,8 procentního bodu k růstu HDP (v Německu dokonce 1,8 procentního bodu). Domácí poptávka bude hrát určující roli až v roce 2011. Soukromá spotřeba by měla v roce 2010 v důsledku vysoké nezaměstnanosti a pomalého růstu mezd stagnovat a teprve v roce 2011 se zvýšit o 1 %. Potřeba snižovat vysoké vládní deficity omezí fiskální stimuly a silně zpomalí růst veřejné spotřeby. Investice do fixního kapitálu by měly po silném propadu o 11,1 % v roce 2009 stále mírně klesat i v roce 2010 a teprve v roce 2011 o necelá 2 % vzrůst. Nutno však připomenout, že celková čísla za

³ V roce 2009 se rozvíjející a rozvojové země podílely na světovém produktu 46,1 % a vyspělé země 53,9%. Ekonomika USA vytváří 20,5 % světového HDP a za ní následuje eurozóna s 15,2 % a Čína s 12,5 %. Váha zemí ve světovém HDP je vypočtena pomocí parity kupní síly (PPP), což zvyšuje význam méně vyspělých ekonomik v globálním růstu. Při výpočtu růstu světového HDP na základě tržních kurzů by se růstová dynamika snížila zhruba o 1 procentní bod. Podle tržních kurzů by růst globálního HDP v roce 2010 a 2011 dosáhl 3,2 a 3,4 %.

eurozónu skrývají značné rozdíly mezi zeměmi. Silné oživení v roce 2010 MMF předpokládá pouze na Slovensku (zvýšení HDP o 4,1 %) a pokračující pokles HDP očekává v Řecku, Španělsku, Irsku a na Kypru. Ze zemí EU, které nejsou členy eurozóny, by se měl HDP snižovat i v Lotyšsku, Litvě a v Maďarsku.

Prognózy v nejistém a měnícím se prostředí trpí značnou mírou nepřesnosti a musí se brát jako hrubě orientační předpovědi, které vycházejí z dostupných informací a použitých modelů. Proto se rychle mění a liší se i podle toho, kdy a kým byly zpracovány. Dubnová prognóza MMF z roku 2010 je proti říjnové prognóze z roku 2009 daleko optimističtější v důsledku nových pozitivnějších statistik a průzkumů, které naznačují obrat směrem k trvalejšímu oživení světové ekonomiky. Dubnový Světový hospodářský výhled Mezinárodního měnového fondu ukazuje mírnější pokles HDP v roce 2009 a rychlejší růst v roce 2010 ve srovnání s podzimní prognózou z roku 2009. Prognóza OECD pro vyspělé země z května 2010 je proti dubnové prognóze MMF opět příznivější. Poslední předpovědi mezinárodních organizací (MMF, OECD, ECFIN) vycházejí z toho, že krize dosáhla v polovině roku 2009 svého dna a že vyspělé země jsou na cestě k trvalejšímu oživení. Nicméně toto zotavování bude dlouhodobé a nestejně silné v jednotlivých zemích. Velká rizika pro budoucí růst představuje stále nedostatečná stabilita finančních trhů, značné zhoršení vládních financí v důsledku recese a stimulačních opatření s hrozcí dluhovou krizí v některých zemích, možné přehřátí některých rozvíjejících se zemí s nebezpečím inflace a přetrvávající globální makroekonomické nerovnováhy. Udržení růstu vyžaduje koordinaci makroekonomické, fiskální a strukturální politiky. Posledně jmenovaná se týká reforem na

tržích výrobků, služeb a práce, které by zvýšily konkurenceschopnost a potenciální produkt, jež v době recese výrazně poklesl.

Prudce rostoucí deficit veřejných financí

Rizikovým faktorem vývoje většiny vyspělých zemí je **vývoj veřejných financí** spojený s prudkým nárůstem vládního deficitu a dluhu. Finanční krize a recese vedly na jedné straně ke snížení daňových příjmů a na druhé straně k růstu rozpočtových výdajů spojených s rostoucí nezaměstnaností a fiskální stimulací poptávky. Zvýšení deficitů veřejných financí se dostalo nad hranici dlouhodobé udržitelnosti fiskální stability a hospodářská politika stojí před vážným problémem postupného snižování rozpočtových deficitů. Podle doporučení MMF je nutné zvažovat udržitelnost veřejných financí na jedné straně s příliš rychlým ukončením fiskálních stimulů na straně druhé. Z tohoto hlediska by měla být rozpočtová politika jednotlivých zemí rozdílná. Země s relativně nízkým veřejným dluhem jako Německo, Kanada, skandinávské země a Švýcarsko mají větší prostor pro využití fiskální politiky, zatímco země s vysokým deficitem a dluhem si již nemohou dovolit rozšířit fiskální podporu. Celkově se však fiskální podpora v roce 2010 oslabí. Zhoršená fiskální situace se odrazila na finančních tržích, ochotě soukromého sektoru financovat ohromné deficity a na rostoucích nákladech tohoto financování.

Ačkoliv je oživení ve vyspělých zemích větší než se očekávalo na podzim 2009, zlepšení ve veřejných financích bude velmi mírné. Celkový **vládní deficit** za vyspělé země by se měl snížit z 8,8 % HDP v roce 2009 na 8,4 % HDP v roce 2010 a k výraznějšímu zlepšení na 6,7 % HDP by mělo dojít v roce 2011. V roce 2015 se očekává deficit ve výši 4,7 % HDP. Rozdíly mezi zeměmi

Tabulka 3 ▶

Deficit veřejných financí ve vybraných vyspělých zemích (v % HDP)

	2007	2008	2009	2010	2011	2015
USA	-2,7	-6,6	-12,5	-11,0	-8,2	-6,5
Japonsko	-2,4	-4,2	-10,3	-9,8	-9,1	-7,3
Eurozóna	-0,6	-2,0	-6,3	-6,8	-6,1	-4,0
Německo	0,2	0,0	-3,3	-5,7	-5,1	-1,7
Velká Británie	-2,7	-4,0	-10,9	-11,4	-9,4	-4,3

Pramen: IMF World Economic Outlook, April 2010, s. 169.

jsou však značné (viz tabulka 3). Vysoké deficity měly v roce 2009 velké ekonomiky jako je USA (12,5 % HDP), Velká Británie (10,9 % HDP) a Španělsko (11,4 % HDP). Naproti tomu země jako Švédsko, Německo, Dánsko, Finsko a Rakousko měly relativně malé schodky pohybující se mezi 2–4 % HDP. Nejvyšší deficit v roce 2009 mělo Řecko (13,6 % HDP).

Dramatická se stala situace v oblasti **vládního dluhu** a v možnostech jeho financování. Vládní dluh, který v podstatě představuje kumulované vládní deficity, se od začátku krize zvýšil zhruba o 20 procentních bodů a do roku 2015 by se měl zvýšit o dalších 20 p.b. a dosáhnout ve vyspělých zemích úrovně 110 % HDP (viz tabulka 4). Nárůst vládního dluhu je největší v USA a Velké Británii. Dluh převyšující 100 % HDP měla v roce 2009 Itálie (115,8 % HDP), Řecko (115,1 % HDP), Island (105,1 % HDP) a Japonsko (217,7 %). Podle projekce do roku 2015 by největší dluh v tomto roce mělo Japonsko (250 % HDP), Řecko (140,4 % HDP), Itálie (124,7 % HDP) a USA (109,7 % HDP). S růstem vládního dluhu roste i dluhová služba (placení úroků a jistiny), která značně zatěžuje veřejné rozpočty a některé země se dostávají do situace, kdy obtížně získávají zdroje financování. Ně-

kteří země Evropské unie se dostaly do velmi svízelné situace a v této souvislosti se začalo hovořit o evropské dluhové krizi.

Vážná situace ve veřejných financích znerovnovnila finanční trhy, které začaly více rozlišovat země podle stavu jejich veřejných financí. Rozdíly v podmínkách poskytování půjček jsou obrovské a některé země ponесou velké finanční nároky věřitelů spojené s financováním dluhu. Kromě toho se prodej vládních dluhopisů na finančních trzích stal obtížný. Příkladem může být Řecko, které od bankrotu zachránila půjčka od Evropské unie a MMF ve výši 110 mld. eur. Záchraný balíček je přitom vázán na výrazná úsporná opatření, která by měla snížit deficit veřejných financí z 13,9 % HDP v roce 2009 pod 3 % HDP v roce 2014. Snížení rozpočtových výdajů a zvýšení daní však prohloubí recesi a v roce 2010 se podle projekce Evropské komise z května 2010 očekává pokles HDP o 3 % a i v roce 2011 by měla řecká ekonomika klesat. V důsledku propadu HDP se i při snižování vládního deficitu podíl vládního dluhu nebude snižovat, ale naopak se má zvýšit ze 115,1 % HDP v roce 2009 na 146,1 % HDP v roce 2014. Nebezpečí potíží při splacení úroků a půjček hrozí i dalším zemím s vysokými deficity veřej-

Tabulka 4 ▶

Vládní dluh ve vybraných vyspělých zemích (v % HDP)

	2007	2008	2009	2010	2011	2015
USA	62,1	70,6	83,2	92,6	97,4	109,7
Japonsko	187,7	198,8	217,6	227,3	234,1	248,8
Eurozóna	65,7	69,1	78,3	84,1	88,1	94,9
Německo	65,0	65,9	72,5	76,7	79,6	81,5
Velká Británie	44,1	52,0	68,2	78,2	84,9	90,6

Pramen: IMF World Economic Outlook, April 2010, s. 169.

ných financí a vládními dluhy jako je Španělsko, Portugalsko, Itálie a Irsko.

Mnoho zemí se neobejde bez značných úsporných opatření. Podle projekce MMF, která vychází z potřeby dosáhnout výše vládního dluhu pod 60 % HDP v roce 2030, by bylo ve vyspělých zemích zapotřebí v průměru snížit primární cyklicky upravený deficit o 8,45 % HDP. Rostoucí náklady na zdravotnictví a penze v příštích dvou dekadách činí tento úkol značně obtížný.

Udržitelnost veřejných financí se stala natolik vážnou, že MMF ke svým dvěma publikacím z dubna 2010 (Global Financial Stability Report a World Economic Outlook) přidala v květnu novou obsáhlou publikaci, která monitoruje fiskální situaci ve vyspělých, rozvíjejících se a rozvojových zemích (Fiscal Monitor – Navigating the Fiscal Challenges Ahead).

Finanční stabilita

V důsledku oživení světové ekonomiky a záchranných opatření vlád a centrálních bank se stabilita finančního systému zlepšila. Zůstává však křehká a vyvstalo nové nebezpečí související se značným nárůstem vládních deficitů

a dluhů. Finanční sektor tak může být ohrožen schopností silně zadlužených zemí splácet dluh. Vážným nebezpečím se stalo to, že finanční trhy se zdráhají kupovat vládní dluhopisy a požadují vysoké rizikové prémie, které dále zvyšují dluhovou službu. Varujícím příkladem se stalo Řecko, které se ocitlo na pokraji bankrotu a muselo být zachráněno podpůrným balíčkem Evropské unie a Mezinárodního měnového fondu. Obavy ze splácení dluhu se projevují v napětí na trzích, protože investoři požadují vyšší výnosy jako kompenzaci za budoucí možná rizika. Banky se navíc zdráhají kupovat dluhopisy ohrožených zemí (Řecko, Irsko, Itálie, Portugalsko a Španělsko) a Evropská centrální banka začala odkupovat státní dluhopisy některých zemí eurozóny a půjčovat bankám. Důvodem je uklidnění finančních trhů a oživení zamrznutého mezibankovního trhu. Neschopností splácet dluh by byly ohroženy banky mnoha zemí držící tato aktiva s vážnými dopady na globální finanční systém. Kromě toho bankovní systém čeká značné navýšení kapitálu v důsledku dalších odpisů dluhů, problémů Evropy s dluhy a nové regulace. Odpisy bank od počátku krize až do konce roku 2010

budou činit 2,3 bil. USD⁴. Evropská centrální banka předpokládá, že banky v zemích eurozóny mohou do konce roku 2011 odepsat dalších 195 mld. eur. Jednalo by se tak o druhou vlnu odpisů špatných aktiv v důsledku finanční krize. O vážnosti situace hovoří i to, že Evropská unie spolu s Evropskou centrální bankou a MMF přijaly nový Evropský stabilizační mechanismus, který by měl zvýšit důvěru a stabilizovat finanční trhy a podpořit nezbytné přizpůsobení evropských zemí. Mezi ně patří strukturální reformy, upevnění fiskální disciplíny a vytvoření mechanismu pro řešení krizí.

Jiná je situace v rozvíjejících se zemích, kde dochází k výraznému oživení a s ním souvisejícímu zvýšení přílivu kapitálu. To se týká zejména Asie (s výjimkou Japonska) a Latinské Ameriky. Důvodem je značný růstový potenciál rozvíjejících se zemí, posilující měny, rostoucí ceny aktiv a nízké úrokové míry ve velkých vyspělých zemích. To vzbuzuje obavy z možného růstu inflace a vytvoření bublin na akciových trzích a na trzích aktiv.

Krise globálního finančního systému vyvolala diskusi o potřebě reformy a lepší regulace finančních trhů. Vzhledem k tomu, že řada zemí je ve fiskálně obtížné situaci a bude mít potíže při financování dluhu, což se odrazí na finančních trzích, střednědobá fiskální konsolidace se ukazuje jako nezbytná pro zdraví finančního systému. Nezbytná bude pokračující kapitalizace bank, která by nahradila ztráty a zvýšila potřebnou likviditu. Zvýšené potřeby vládního sektoru povedou k nízké nabídce úvěrů soukromému sektoru a bude třeba hledat cesty, jak podpořit zejména malé a střední podniky. Obtížným úkolem bude na jedné straně vyšší regulací zabezpečit stabilitu finančního systému

a na druhé straně neohrozit jeho efektivnost. Reforma finančního systému by měla zajišťovat větší transparentnost a dohled nad vývojem finančního sektoru, vyšší standardy pro kapitálovou vybavenost a likviditu, vyšší kontrolu hedgeových fondů a ratingových agentur a dále pak pravidla, která by ochraňovala klienty bank a zajišťovala vysokou úroveň účetních standardů. Diskutováno bylo i zavedení Tobinovy daně, která by měla omezit spekulativní toky kapitálu.

Zhoršení na trhu práce

V důsledku recese poklesla zaměstnanost a vzrostla nezaměstnanost, která představuje vážný ekonomický a sociální problém. Ztráta pracovních míst a celkových příjmů domácností vedla k nižší spotřebě domácností a přispěla k poklesu HDP, zhoršilo se splácení dluhů, zejména u hypoték, a tím se zvýšily ztráty bank a zhoršila situace na trhu nemovitostí. Vzrostla dlouhodobá nezaměstnanost, která snižuje potenciální produkt. I když je situace na trhu práce rozdílná v různých zemích, vzrůst nezaměstnanosti byl enormní a její pokles bude pomalý. V členských zemích OECD za poslední dva roky počet nezaměstnaných vzrostl o 16 mil. a zaměstnanost klesla o více než 2 % (přitom daleko více pracovníků pracovalo na kratší pracovní dobu). V USA se v roce 2009 snížila zaměstnanost o 3,8 % a v roce 2010 se předpokládá její stagnace. V eurozóně byl v roce 2009 pokles zaměstnanosti mírnější (-1,8 %), avšak v roce 2010 by měla dále klesat o 0,9 %. V důsledku toho poroste i míra nezaměstnanosti.

V USA se míra nezaměstnanosti v roce 2009 proti předchozímu roku zvýšila o 3,5 procentního bodu a dosáhla výše 9,3 %. V roce 2010

⁴ *Odpisy do konce roku 2009 dosáhly 1,5 bil. USD a zbytek jsou očekávané odpisy v roce 2010. Nejvíce byly postiženy banky v USA, Velké Británii a eurozóně. Nicméně údaje je třeba brát jako hrubě orientační pro potíže spojené s jejich odhadem.*

by se měla ještě mírně zvýšit. V zemích eurozóny se nezaměstnanost v roce 2009 silně zvýšila a v roce 2010 by měla přesáhnout 10 %. V dubnu 2010 nejvyšší míru nezaměstnanosti mělo Lotyšsko (22,5 %), následované Španělskem (19,7 %), Estonskem (19 % za první čtvrtletí 2010) a Litvou (17,4 % za první čtvrtletí 2010). Zajímavé je snížení míry nezaměstnanosti v Německu (ze 7,6 % v dubnu 2009 na 7,1 % v dubnu 2010) způsobené oživením ekonomické aktivity, tzv. skrytou nezaměstnaností v podobě nepropouštění zaměstnanců (labour hoarding) a zvýšením práce na kratší pracovní dobu. Zkušenosti z minulých recesí ukazují, že trh práce se zotavuje pomalu a že míra nezaměstnanosti zůstane vysoká i v roce 2011 (viz tabulka 5).

Dubnový World Economic Outlook věnuje nezaměstnanosti samostatnou kapitolu nazvanou Unemployment Dynamics During Recessions and Recoveries: Okun's Law and Beyond (viz následující příspěvek V. Žďárka), kde mimo jiné zkoumá souvislost mezi ekonomickým růstem a nezaměstnaností.

Mírné zvýšení míry inflace

Nebezpečí inflace v důsledku prudkého růstu cen komodit (zejména ropy, potravin a zemědělských surovin) v roce 2007 a první polovině roku 2008 bylo zažehnáno silným poklesem světových cen komodit a útlumem poptávky ve druhé polovině roku 2008 a v průběhu roku 2009. Ceny ropy klesly ze svého vrcholu v červenci 2008 (143 USD) na necelých 40 USD koncem roku. Později ceny rostly a kolísaly v rozmezí 50–80 USD. Hlavním důvodem mírné inflace však byla snížená poptávka v důsledku recese ve vyspělých zemích a útlumu ekonomické aktivity v rychle se rozvíjejících zemích jako je Čína a Indie. Míra inflace v roce 2009 výrazně klesla (ve vyspělých zemích z 3,4 % v roce 2008 na 0,1 % v roce 2009). Vývoj v roce 2010 však naznačuje mírný růst inflace v důsledku oživení ekonomické aktivity a poptávky, vzestupu cen energie a komodit, ale i v důsledku nižší výchozí základny výpočtu meziročních cenových indexů. Nevyužití kapacity, mírný růst mezd a umírněná inflační očekávání by však měla udržet míru inflace na nízké úrovni

Tabulka 5 ▶

Míra nezaměstnanosti ve vybraných zemích (v %)

	2007	2008	2009	2010	2011
USA	4,6	5,8	9,3	9,4	8,3
Japonsko	3,8	4,0	5,1	5,1	4,9
Eurozóna	7,5	7,6	9,4	10,5	10,5
Německo	8,4	7,2	7,4	8,6	9,3
Španělsko	8,3	11,3	18,0	19,4	18,7
Česká republika	5,3	4,4	6,7	8,8	8,5
Slovensko	11,0	9,6	12,1	11,6	10,7

Pramen: IMF World Economic Outlook, April 2010, s. 47.

Tabulka 6 ▶

Růst spotřebitelských cen vybraných zemí (v %)

	2007	2008	2009	2010	2011
USA	2,9	3,8	-0,3	2,1	1,7
Japonsko	0,0	1,4	-1,4	-1,4	-0,5
Eurozóna	2,1	3,3	0,3	1,1	1,3
Německo	2,3	2,8	0,1	0,9	1,0
Španělsko	2,8	4,1	-0,3	1,2	1,0
Česká republika	2,9	6,3	1,0	1,6	2,0
Slovensko	1,9	3,9	0,9	0,8	2,0

Pramen: IMF World Economic Outlook, April 2010, s. 164.

i v roce 2011. Za rok 2010 se podle projekce MMF očekává ve vyspělých zemích růst spotřebitelských cen o 1,5 %. Zhruba stejný růst by se měl udržet i v roce 2011. Japonsko se bude potýkat s deflací a spotřebitelské ceny by se měly v roce 2010 snížit o 1,4 % (viz tabulka 6). Vývoj za čtyři měsíce letošního roku v případě USA a Japonska potvrzuje prognózu MMF, protože v USA vzrostly spotřebitelské ceny v dubnu 2010 proti předchozímu roku o 2,2 % a v Japonsku pokračovala deflace a ceny se snížily o 1,2 %. V eurozóně je proti předpovědi MMF inflace vyšší, v dubnu 2010 byla míra inflace měřená harmonizovaným indexem spotřebitelských cen 1,5 % (proti 0,6 % ve stejném měsíci předchozího roku). V Evropské unii nejvyšší míru inflace zaznamenalo Maďarsko (5,7 %), následované Řeckem (4,7 %), Rumunskem (4,2 %) a Velkou Británií (3,7 %). Naproti tomu ceny poklesly o 2,5 % v Irsku a o 2,8 % v Lotyšsku.

Sílící makroekonomické nerovnováhy

Globalizace a intenzifikace obchodních a kapitálových toků mezi zeměmi podporovaly vznik značných vnějších nerovnováh. V období

expanze světové ekonomiky vzrostla globální makroekonomická nerovnováha v důsledku značné rozvinutosti finančního sektoru, liberalizace kapitálových toků a existence dostatku volných finančních prostředků, jež umožňovaly pokrýt deficity běžného účtu jedné skupiny zemí z úspor druhé skupiny zemí. Paradoxně kapitál neplynul od vyspělých zemí k rozvíjejícím, jak by se dalo předpokládat, ale největším příjemcem zahraničních úspor byla americká ekonomika, kde deficit běžného účtu v roce 2006 dosáhl 6 % HDP. Největší přebytky běžného účtu vykazovala Čína, Japonsko a země vyvážející ropu. Finanční krize ukázala značné nebezpečí plynoucí z vysokých deficitů běžného účtu, protože země s vysokými schodky se dostaly do potíží při jeho financování.

Pokles ekonomické aktivity ve druhé polovině roku 2008 a v roce 2009 a s ní spojený pokles cen ropy pomohl zmírnit značnou nerovnováhu. Americký deficit klesl v roce 2009 na 2,9 % HDP a čínský přebytek se snížil z více než 10 % v roce 2007 na 6,1 % v roce 2009. V případě americké ekonomiky depreciace dolaru podpořila vývozy a útlum americké eko-

Tabulka 7 ▶

Saldo běžného účtu platební bilance v % HDP

	2007	2008	2009	2010	2011
USA	-5,2	-4,9	-2,9	-3,3	-3,4
Japonsko	4,8	3,2	2,8	2,8	2,4
Eurozóna	0,4	-0,8	-0,4	0,0	0,1
Vyspělé země	-0,9	-1,3	-0,4	-0,4	-0,5
Čína	11,0	9,4	5,8	6,2	6,5
Střední východ a severní Afrika	15,7	15,5	1,8	5,2	7,0

Pramen: IMF World Economic Outlook, April 2010, s. 173 a 175.

nomiky zpomalil dovozy. Ke snížení schodku napomohlo i zlepšení bilance mezi úsporami a investicemi u domácností a podniků, zatímco enormní růst deficitu veřejných financí působil v opačném směru.⁵ Snížení čínského přebytku bylo výsledkem silného poklesu vývozu, zatímco dovoz poklesl mírněji v důsledku růstu domácí poptávky. S oživením ekonomické aktivity, zahraničního obchodu a růstem cen ropy se začaly nerovnováhy opět zvyšovat. Již v první etapě oživení se americký schodek běžného účtu zvýšil o 0,5 procentního bodu současně s růstem přebytku na běžném účtu Japonska a Německa. Podle projekce MMF by se měl americký schodek zvýšit na 3,4 % v letošním a 3,5 % v roce 2011 (viz tabulka 7). Ke snížení přetrvávajících nerovnováh doporučují mezinárodní organizace změny v makroekonomické politice, které by vedly ke změnám ve struktuře globální poptávky. V této souvislosti se hovoří o potřebě určité restrukturalizace ekonomického růstu

(poslední zpráva MMF má podtitul Rebalancing Economic Growth). Doporučuje se, aby země se značnými přebytky běžného účtu posílily domácí poptávku a měnový kurz, zatímco schodkové země by měly podporovat exportní orientaci cestou posílení strukturálních reforem. Je zajímavé, že MMF v samostatné analytické kapitole posledního vydání World Economic Outlook se věnuje potřebě zmírnění globální makroekonomické nerovnováhy z hlediska zemí, které vykazují přebytky běžného účtu (Getting the Balance Right: Transitioning out of Sustained Current Account Surpluses).

V Evropě to byly zejména nové členské země EU, které trpěly značnou vnější nerovnováhou (v roce 2008 činil jejich deficit běžného účtu v průměru 8 % HDP). Dvojciferné schodky vykazovaly pobaltské státy spolu s Rumunskem a Bulharskem. Ze starých členských zemí to bylo Řecko a Portugalsko. Nejvyšší schodek dosahující 24,2 % HDP zaznamenalo v roce 2008

⁵ Vztah národních úspor a investic se projevuje v saldu běžného účtu platební bilance a tedy i v potřebě jeho financování zahraničními úsporami. Platí rovnice: $S - I = CAB$, kde S = národní úspory, I = tvorba hrubého kapitálu (investice), CAB = saldo běžných transakcí rezidentů s nerezidenty (current account balance). CAB zahrnuje tři hlavní složky: saldo vývozu a dovozu zboží a služeb ($X - M$), saldo prvotních důchoďů (NY) a saldo běžných transferů (NCT) mezi rezidenty a nerezidenty, tedy $CAB = (X - M) + NY + NCT$.

Bulharsko. Nejnižší deficit z nových členských zemí měla Česká republika. Země se značnou vnější nerovnováhou musely přijmout drastická úsporná opatření, která měla vážné dopady na investice a soukromou spotřebu a prohloubila recesi. Pozitivně se však projevila ve snížení makroekonomické nerovnováhy. U pobaltských zemí se dokonce vysoké deficity změnilly v roce 2009 v přebytky, které se očekávají i v roce 2010 a 2011. Znovu se potvrdila potřeba vyvážené makroekonomické politiky, která usiluje o udržitelný růst podporovaný makroekonomickou stabilitou.

Závěr

Recese v roce 2008 a 2009, pokládaná za nejsilnější recesi v poválečném období, měla vážné dopady na výrobu, investice, zahraniční obchod, zaměstnanost a veřejné finance. Délka recese se lišila podle zemí, ale většinou trvala 4–5 čtvrtletí. Postihla především vyspělé země a vyhnula se řadě rozvíjejících se a rozvojových zemí, které i v roce 2009 zaznamenaly pozitivní růst. K mírnému oživení ve vyspělých státech došlo až ve třetím čtvrtletí 2009 a oživení je relativně silné v USA a Japonsku, zatímco v EU je nevýrazné. **Výhled** MMF na roky 2010 a 2011 očekává růst světového HDP o více než 4 %, zejména díky vysokému růstu v rozvíjejících se a rozvojových ekonomikách (růst převyšující 6 % ročně). Naproti tomu oživení ve vyspělém světě by mělo být mírné se značnými rozdíly mezi zeměmi. Ve skupině vyspělých zemí by růst HDP v obou letech 2010 a 2011 měl překročit 2 %, a to díky téměř 3 % růstu v USA. EU by měla i nadále zůstat pomalu rostoucím regionem a v růstové dynamice zaostávat za USA.

Rizikovým faktorem vývoje většiny vyspělých zemí se stal **vývoj veřejných financí** spojený s prudkým nárůstem vládního deficitu

a dluhu. Vážná situace ve veřejných financích znervóznila finanční trhy, které začaly více rozlišovat země podle stavu jejich veřejných financí. Řecko od bankrotu zachránila půjčka od Evropské unie a MMF ve výši 110 mld. eur. Nebezpečí potíží při splácení úroků a půjček však hrozí i dalším zemím s vysokými deficity veřejných financí a vládními dluhy jako je Španělsko, Portugalsko, Itálie a Irsko. Mnoho zemí se neobejde bez značných úsporných opatření. **Finanční stabilita** zůstává křehká a vyvstalo nové nebezpečí související se značným nárůstem vládních deficitů a dluhů. Finanční sektor tak může být ohrožen schopností silně zadlužených zemí splácet dluh.

V důsledku recese poklesla zaměstnanost a vzrostla **nezaměstnanost**, která představuje vážný ekonomický a sociální problém. Ztráta pracovních míst a celkových příjmů domácností vedla k nižší spotřebě domácností a přispěla k poklesu HDP, zhoršilo se splácení dluhů, zejména u hypoték, a tím se zvýšily ztráty bank a zhoršila situace na trhu nemovitostí.

Míra inflace se dostala v roce 2009 na velmi nízkou úroveň v důsledku poklesu světových cen ropy a silného útlumu poptávky. Vývoj v roce 2010 však naznačuje mírný růst inflace v důsledku oživení ekonomické aktivity a poptávky, vzestupu cen energie a komodit, ale i v důsledku nižší výchozí základny výpočtu meziročních cenových indexů. Nevyužitá kapacita, mírný růst mezd a umírněná inflační očekávání by však měla udržet míru inflace na nízké úrovni i v roce 2011.

Globalizace a intenzifikace obchodních a kapitálových toků mezi zeměmi podporovaly vznik značných **vnějších nerovnováh**. V období expanze světové ekonomiky vzrostla globální makroekonomická nerovnováha v důsledku značné rozvinutosti finančního sektoru, libe-

ralizace kapitálových toků a existence dostatku volných finančních prostředků, jež umožňovaly pokrýt deficity běžného účtu jedné skupiny zemí z úspor druhé skupiny zemí. Finanční krize ukázala značné nebezpečí plynoucí z vysokých deficitů běžného účtu, protože země s vysokými schodky se dostaly do potíží při jeho financování. I když se v době recese nerovnováhy

snížily, oživení světové ekonomiky opět vede k jejich zvýšení. MMF proto zdůrazňuje potřebu určité restrukturalizace ekonomického růstu a doporučuje, aby země se značnými přebytky běžného účtu posílily domácí poptávku a měnový kurz, zatímco schodkové země by měly podporovat exportní orientaci cestou posílení strukturálních reforem. ■

LITERATURA

ECFIN: *European Economic Forecast – Spring 2010, European Economy 2/2010*. Luxembourg: European Commission, Directorate General ECFIN – Economic and Financial Affairs 2010.

ECFIN: *The Economic Adjustment Programme for Greece, Occasional Paper 61/May 2010*. Luxembourg: European Commission, Directorate General ECFIN – Economic and Financial Affairs 2010. ISBN 978-92-79-15074-6.

ECFIN: *Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses, European Economy 7/2009*. European Commission 2009.

IMF: *World Economic Outlook*. Washington: International Monetary Fund, April 2010. ISBN 978-1-58906-915-2.

IMF: *Global Financial Stability Report: Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System*. Washington: International Monetary Fund, April 2010.

IMF: *Fiscal Monitor – Navigating the Fiscal Challenges Ahead*. Washington: International Monetary Fund, May 2010. ISBN 978-1-61635-000-0.

OECD: *OECD Economic Outlook*, Volume 2010/1, No. 87. Paris: OECD, May 2010. ISBN 978-92-64-08521-3.

DIFFICULT RECOVERY OF THE WORLD ECONOMY

Prof. Ing. Vojtěch Spěváček, DrSc.

ABSTRACT

Global financial crisis was followed by recession which lasted five quarters in Member States of OECD and EU. The decline of economic activity was deepest in developed market economies and culminated in the first half of 2009. Starting from the second half of 2009 a mild recovery can be observed. The recession led to strong deterioration of fiscal balances and the rapid accumulation of public debt. Financial stability has improved but concerns over the sustainability of government's finances could undermine stability gains. Serious economic and social problem can be seen in the decline of employment and the rise of unemployment. Inflation remains on a low level due to weak demand and moderate wage increases. Global macroeconomic imbalance with large current account deficits and surpluses need rebalancing world demand and economic growth.

KEYWORDS

Economic growth, fiscal balance, public debt, financial stability, labour market, inflation, current account balance.

JEL CLASSIFICATION

O11, E22, E24, J30, P24

Výhledy vývoje ekonomiky EU

Ing. Růžena Vintrová, DrSc.

Hluboká hospodářská recese posledních let zaostřila pozornost k výhledům ekonomického vývoje a možným východiskům v ekonomicky vyspělých i rozvíjejících se zemích a ke vzájemným vztahům jednotlivých světových regionů. Úvahy o cestách k překonání krize se staly součástí pravidelných i mimořádných zpráv a analýz jak mezinárodních, tak i národních veřejných i soukromých institucí. V jarním období vyšly zprávy tří významných mezinárodních organizací: World Economic Outlook Mezinárodního měnového fondu v dubnu 2010, European Economic Forecast Spring 2010 Evropské komise začátkem května a konečně OECD Economic Outlook Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj koncem května. Z dalších zpráv mezinárodních institucí lze jmenovat např. pravidelnou předpověď vydávanou Sdružením evropských konjunkturálních ústavů (Association of European Conjuncture Institutes) AIEC General Report z května 2010. Z českých oficiálních podkladů lze upozornit především na pravidelnou čtvrtletní zprávu Ministerstva financí České republiky Makroekonomická predikce z konce dubna 2010, doplněnou avizovaným Fiskálním výhledem z července (viz MF ČR, 2010 a, b) nebo na Zprávu o inflaci II 2010 a na Zprávu o finanční stabilitě 2009/2010 České národní banky z poloviny května a konce června (viz ČNB, 2010 a, b), na které navazuje řada analytických úvah v odborném i denním tisku.

V následujícím textu podrobněji přiblížíme údaje a závěry z materiálu Evropské komise, zpracovaného generálním ředitelstvím ECFIN (Directorate-General for Economic and Financial Affairs – viz ECFIN, 2010a). Ty budou porovnány s novějšími podklady z materiálu OECD Economic Outlook a dalšími analýzami. Obě základní zprávy ve svých předpovědích zahrnují krátkodobý časový horizont do roku 2011. I když jde o rutinně připravované materiály, vycházející pravidelně dvakrát ročně, které si obvykle přímo nekladou otázky o širších souvislostech, tentokrát vzhledem k mimořádné situaci nemohou zcela pominout některé diskuse a úvahy o příčinách krize a cestách jejího překonání, nebo o přesunu dřívější dominance americké a západoevropské ekonomiky ve světovém měřítku v důsledku zásadních změn konkurenční schopnosti ve srovnání s Čínou a dalšími prudce se rozvíjejícími rozvojovými ekonomikami. Aktuální výhled na nejbližší dva roky se změnami v tomto směru do určité míry počítá.

Prezentovaný přehled se soustřeďuje na základní charakteristiky ekonomického růstu v EU a v eurozóně ve druhé polovině současné dekády s krátkodobou předpovědí vývoje v letech 2010–2011, přičemž se analyzují rozdíly ekonomického vývoje v jednotlivých členských zemích. Podrobněji se rozebírá zhoršení finanční pozice, vysoké rozpočtové deficity a stoupající míra zadluženosti veřejného sektoru.

Pozice EU v ekonomickém oživení hlavních světových regionů

Oživení v celosvětovém měřítku započalo v mimoevropských, zejména v asijských ekonomikách, které zůstávají jeho hlavními oporami i do budoucna. V EU bylo v letech 2007–2008 sice

dosahováno rychlejšího růstu než v USA, kde recese započala, avšak již v roce 2009 ekonomika EU klesala rychleji a od roku 2010 by se měla podle předpovědi rozvíjet pomaleji než ekonomika USA. Evropská unie tak patří mezi recesí nejvíce postižené regiony. Nejhlubší jed-

Tabulka 1 ▶

Tempa růstu HDP ve světových regionech a hlavních zemích v letech 2006–2011¹⁾ (v %)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Podíl na celosvětovém HDP v % ²⁾
Svět	5,2	5,2	2,9	-0,9	4,0	4,0	100,0
EU	3,2	2,9	0,7	-4,2	1,0	1,7	21,9 ³⁾
Eurozóna	3,0	2,8	0,6	-4,1	0,9	1,5	15,4 ³⁾
Eurozóna dle OECD	-	-	-	-	1,2	1,8	-
USA	2,7	2,1	0,4	-2,4	2,8	2,5	20,7
USA dle OECD	-	-	-	-	3,2	3,2	-
Japonsko	2,0	2,4	-1,2	-5,2	2,1	1,5	6,4
Japonsko dle OECD	-	-	-	-	3,0	2,0	-
Asie (bez Japonska)	9,1	9,7	6,8	5,3	8,2	7,5	24,6
Čína	11,6	13,0	9,7	8,7	10,3	9,4	11,6
Čína dle OECD	-	-	-	-	11,1	9,7	-
Indie	9,8	9,0	6,7	5,7	8,1	8,0	4,8
Indie dle OECD	-	-	-	-	8,3	8,5	-
Latinská Amerika	5,6	5,8	4,2	-1,8	4,2	4,0	8,7
Brazílie	4,0	6,1	5,1	-0,2	5,7	4,5	2,9
MENA	5,7	5,9	5,0	1,6	4,2	5,3	4,9
CIS	8,3	8,6	5,5	-7,1	3,7	4,2	4,6
Rusko	7,7	8,1	5,6	-7,9	3,7	4,0	3,3
Rusko dle OECD	-	-	-	-	5,5	5,1	-
Subsaharská Afrika	6,7	6,9	5,6	2,0	4,7	5,9	2,4

Poznámka: Údaje za eurozónu, USA, Japonsko, Čínu, Indii a Rusko v prvním řádku podle předpovědi ECFIN, ve druhém podle OECD.

Pramen: ECFIN, Economic Forecast Spring (2010b), s. 9 a 15; OECD, Economic Outlook (2010).

¹⁾ MENA = země Blízkého východu a severní Afriky, CIS – společenství nezávislých států.

²⁾ Relativní váhy založené na HDP ve stálých cenách a paritách roku 2008.

³⁾ Vlastní odhad na základě národních účtů EUROSTAT.

norázový propad v celosvětovém rámci zaznamenalo v roce 2009 společenství nezávislých států a ekonomika Ruska (viz tabulka 1).¹

Ve srovnání předpovědi ECFIN s o měsíc starší předpovědi Mezinárodního měnového fondu nedošlo k velkým změnám. MMF předpokládá růst HDP ve světě o 0,2 až 0,3 p.b. vyšší než ECFIN (4,2 % v roce 2010 a 4,3 % v roce 2011), vyšší byla rovněž jeho předpověď na rok 2010 pro CIS a Rusko (4,0 % pro oba celky), avšak pro rok 2011 tomu bylo obráceně (3,6 % CIS, 3,3 % Rusko). Předpověď pro eurozónu se téměř nelišila (podle MMF 1,0 %, resp. 1,5 %). Růst HDP v Číně by měl být podle obou pramenů kolem 10 % (viz MMF, 2010). Předpověď OECD, publikovaná koncem května 2010, je optimističtější než předpověď ECFIN pro všechny regiony. Nejvíce se směrem nahoru liší Rusko, Japonsko a Čína (viz OECD, 2010). Na rychlém růstu rozvojových asijských ekonomik profitují zřejmě jak Japonsko, tak i Rusko více než země EU.

Přechod od poklesu k růstu ekonomiky je založen na **silném oživení světového obchodu**, jehož propad v roce 2009 dosáhl až 12 % a patřil k těm nejhlubším v celém poválečném období. Oživení zahraničního obchodu nastalo již ve druhém pololetí 2009, kdy mezičtvrtletní růst dosahoval 4 až 5 %. V roce 2010 se tempa růstu světového obchodu navracejí k 9 % meziročně podle ECFIN a až k 11 % podle očekávání OECD. Vývoz ze zemí EU mimo hranice společenství se přitom zrychlil více než celosvětový dovoz, což ukazuje na významnou roli světového obchodu v evropském hospodářském oživení (viz tabulka 2).

Charakteristiky ekonomického růstu v EU a v eurozóně

Oživení ekonomického růstu v EU je pouze nevýrazné a je založeno na vnějších podnětech,

tj. především na růstu exportu do zemí mimo EU. Domácí poptávka ještě v roce 2010 mírně klesá a v roce následujícím by se měla zvyšovat pomaleji než celkový HDP. Ještě větší propad překonávají investice do fixního kapitálu, jejichž vzestup se očekává až v roce 2011. Rovněž míra nezaměstnanosti v roce 2010 pokračuje ve vzestupu a její stabilizace se očekává až v roce následujícím. Významný příspěvek k růstu v roce 2010 poskytuje doplnění zásob (viz tabulka 3).

V eurozóně je na rozdíl od celé EU vliv propadu domácí poptávky ještě hlubší a příspěvek exportu k oživení růstu od roku 2010 naopak vyšší. Znametně vyšší je rovněž míra nezaměstnanosti, která přesahuje 10 % (viz tabulka 4).

Země EU tak těží z rychlejšího obratu globální ekonomiky, především v rozvojových zemích Asie. Tempa globálního světového obchodu se očekávají dvojnásobná oproti podzimním prognózám. Zatímco podmínky na finančních trzích se proti počátku roku 2009 znatelně zlepšily, výkyvy a volatilita se od počátku roku 2010 zvyšují. V mnoha sektorech existují hluboce nevyrovnané bilance a stupeň nejistoty zůstává vysoký.

Evropská unie musí přitom čelit řadě protichůdných vlivů na ostatních frontách, které omezují domácí poptávku. Pokračuje redukce sektoru stavebnictví a slabý zůstává pracovní trh, na němž předchází cílené udržování pracovních míst v období krize nyní odeznívá v charakteru oživení, vyznačujícího se přetrvávající nezaměstnaností. Současně se v některých zemích vyskytují též nabídková omezení, která zesilují nepříznivý vliv finanční krize na potenciální produkt (viz omezený přístup k úvěrům). Provedené analýzy naznačují možnost **celkově přitlumeného ekonomického oživení**, zadržovaného slabou soukromou poptávkou, pokud ekonomika nepřejde do nového, stabilnějšího stadia.

¹ Jarní předpověď ECFIN je vesměs příznivější než předpověď z podzimu 2009.

Tabulka 2 ▶

Tempa růstu světového obchodu (v %)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ECFIN						
Světový dovoz	9,7	6,5	4,2	-12,1	8,9	6,3
Extra EU vývoz	9,3	8,9	3,6	-11,0	9,8	6,5
Předpověď OECD						
Světový obchod	-	-	-	-	10,6	8,4

Pramen: ECFIN, Economic Forecast Spring (2010b), s. 9.

Tabulka 3 ▶

Hlavní charakteristiky ekonomického vývoje EU v letech 2006–2011¹⁾

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
HDP	3,2	2,9	0,7	-4,2	1,0	1,7
Soukromá spotřeba	2,2	2,0	0,8	-1,7	0,1	1,3
Veřejná spotřeba	2,0	1,9	2,3	2,2	1,0	0,1
Celkové investice	6,1	5,9	-0,6	-11,5	-2,2	2,5
Zaměstnanost	1,5	1,7	0,9	-2,0	-0,9	0,3
Míra nezaměstnanosti ²⁾	8,2	7,1	7,0	8,9	9,8	9,7
Inflace ³⁾	2,3	2,4	3,7	1,0	1,8	1,7
Saldo veřejných rozpočtů (% HDP)	-1,4	-0,8	-2,3	-6,8	-7,2	-6,5
Veřejný dluh (% HDP)	61,4	58,8	61,6	73,6	79,6	83,8
Saldo běžného účtu (% HDP)	-1,2	-1,1	-2,0	-1,4	-1,4	-1,3
Příspěvek ke změně HDP						
Domácí poptávka	3,0	2,8	0,8	-3,0	-0,1	1,2
Zásoby	0,1	0,1	-0,1	-1,1	0,5	0,2
Čistý vývoz	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,6	0,3

Pramen: ECFIN, Economic Forecast Spring (2010b), s. 15.

¹⁾ Roční tempa růstu v %, pokud není jinak uvedeno.

²⁾ % z pracovních sil

³⁾ Podle harmonizovaného indexu spotřebitelských cen.

Tabulka 4 ▶

Hlavní charakteristiky ekonomického vývoje eurozóny v letech 2006–2011¹⁾

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
HDP	3,0	2,8	0,6	-4,1	0,9	1,5
Soukromá spotřeba	2,0	1,6	0,4	-1,1	0,0	1,1
Veřejná spotřeba	2,1	2,3	2,1	2,3	0,9	0,3
Celkové investice	5,4	4,8	-0,6	-10,8	-2,6	1,8
Zaměstnanost	1,4	1,7	0,6	-2,1	-1,0	0,1
Míra nezaměstnanosti ²⁾	8,3	7,5	7,5	9,4	10,3	10,4
Inflace ³⁾	2,2	2,1	3,3	0,3	1,5	1,7
Saldo veřejných rozpočtů (% HDP)	-1,3	-0,6	-2,0	-6,3	-6,6	-6,1
Veřejný dluh (% HDP)	68,3	66,0	69,4	78,7	84,7	88,5
Saldo běžného účtu (% HDP)	-0,1	0,1	-1,1	-0,8	-0,6	-0,5
Příspěvek ke změně HDP						
Domácí poptávka	2,7	2,4	0,5	-2,5	-0,3	1,0
Zásoby	0,1	0,0	0,1	-0,8	0,4	0,1
Čistý vývoz	0,1	0,4	0,0	-0,7	0,8	0,4

Pramen: ECFIN, Economic Forecast Spring (2010b), s. 16.

¹⁾ Roční tempa růstu v %, pokud není jinak uvedeno. ²⁾ % z pracovních sil ³⁾ Podle harmonizovaného indexu spotřebitelských cen.

Současný ekonomický vzestup lze charakterizovat jako netypický. Počáteční opatření expanzivní hospodářské politiky vedla nejprve ke zdatnému rozmachu, který se však ztlumil hned v následujícím období. Pokud jde o vliv jednotlivých komponent na ekonomický růst, příspěvek exportu by měl být podle očekávání silnější než při předchozích oživeních. Na druhé straně slabost domácí poptávky, zvláště investiční, by měla být výraznější a déletrvající. Vyplývá to z dosud nízkého využití kapacit, z rizik „předčasného přistání“ na trzích s byty, z pákového efektu a zvýšeného odporu k riziku na kapitálových trzích. Jelikož vývoj disponibilního důchodu je brzděn nízkým růstem mezd a zaměstnanosti, může se vzestup soukromé spotřeby prosazovat pouze pomalu a postupně.

V krátkodobém časovém horizontu projekce ECFIN předpokládá, že v prvních třech čtvrtletích roku 2010 bude ekonomické oživení přitlučené a teprve koncem roku získá na síle. To vyplývá mimo jiné z uvádajícího vlivu počátečních spouštěčů, které byly nastartovány jak v EU, tak i mimo ni. Teprve až se postupně oživí jak domácí, tak i zahraniční poptávka, může během roku 2011 mezičtvrtletní růst HDP jak v eurozóně, tak i v celé EU dosáhnout kolem 0,5 %.

Rozdíly v charakteru ekonomického oživení v jednotlivých zemích

V jednotlivých zemích se očekává velice diferencované ekonomické oživení. Záleží jednak na otevřenosti ekonomiky, jednak na míře

Tabulka 5 ▶

Tempa růstu HDP ve vybraných zemích EU v letech 2006–2011 (v % HDP)¹⁾

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Německo	3,2	2,5	1,3	-5,0	1,2	1,6
Francie	2,2	2,3	0,4	-2,2	1,3	1,5
Španělsko	4,0	3,6	0,9	-3,6	-0,4	0,8
Itálie	2,0	1,5	-1,3	-5,0	0,8	1,4
Spojené království	2,9	2,6	0,5	-4,9	1,2	2,1
Rakousko	3,5	3,5	2,0	-3,6	1,3	1,6
Belgie	2,8	2,9	1,0	-3,1	1,3	1,6
Nizozemsko	3,4	3,6	2,0	-4,0	1,3	1,8
Dánsko	3,4	1,7	-0,9	-4,9	1,6	1,8
Švédsko	4,2	2,5	-0,2	-4,9	1,8	2,5
Finsko	4,4	4,9	1,2	-7,8	1,4	2,1
Irsko	5,4	6,0	-3,0	-7,1	-0,9	3,0
Portugalsko	1,4	1,9	0,0	-2,7	0,5	0,7
Řecko	4,5	4,5	2,0	-2,0	-3,0	-0,5
Česká republika	6,8	6,1	2,5	-4,2	1,6 ²⁾	2,4 ²⁾
Maďarsko	4,0	1,0	0,6	-6,3	0,0	2,8
Polsko	6,2	6,8	5,0	1,7	2,7	3,3
Slovensko	8,5	10,6	6,2	-4,7	2,7	3,6
Slovinsko	5,8	6,8	3,5	-7,8	1,1	1,8

Pramen: ECFIN, Economic Forecast Spring (2010b), s. 182; MF ČR (2010a); ČNB (2010a).

¹⁾ Roky 2010–2011 předpověď.

²⁾ MF ČR očekávalo v Makroekonomické predikci z dubna 1,5 % v roce 2010 a 2,4 % v roce 2011, ČNB předpovídala ve stejných letech tempa 1,4 % a 1,8 %.

jejího vystavení turbulencím na finančních trzích a na rozsahu interních nebo externích nerovnováh.

Ekonomický růst

S přihlédnutím k rozdílné situaci předpokládá ECFIN ve své předpovědi následující vývoj HDP ve vybraných vyspělých a nových členských zemích (viz tabulka 5).

Z velkých evropských ekonomik se v roce 2010 očekává silnější než průměrné oživení v Německu a ve Francii, i když z různých důvodů (ECFIN těmto zemím předpovídá tempo růstu HDP kolem 1,25 %). Španělsko zůstane v recesi. Ekonomický růst ve Spojeném království bude v průběhu letošního roku nabírat na síle a v roce 2011 by se roční tempo růstu HDP mohlo zdvojnásobit až na úroveň kolem 2 %. Z menších vyspělých ekonomik

Tabulka 6 ▶

Vývoj míry nezaměstnanosti ve vybraných zemích EU v letech 2006–2011 (počet nezaměstnaných v % k celkovému počtu pracovních sil)¹⁾

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Německo	9,8	8,4	7,3	7,5	7,8	7,8
Francie	9,2	8,4	7,8	9,5	10,2	10,1
Španělsko	8,5	8,3	11,3	18,0	19,7	19,8
Itálie	6,8	6,1	6,7	7,8	8,8	8,8
Spojené království	5,4	5,3	5,6	7,6	7,8	7,4
Rakousko	4,8	4,4	3,8	4,8	5,1	5,4
Belgie	8,3	7,5	7,0	7,9	8,8	9,0
Nizozemsko	7,1	6,4	5,9	6,9	7,3	7,2
Dánsko	3,9	3,8	3,3	6,0	6,9	6,5
Švédsko	7,0	6,1	6,2	8,3	9,2	8,8
Finsko	7,7	6,9	6,4	8,2	9,5	9,2
Irsko	4,5	4,6	6,3	11,9	13,8	13,4
Portugalsko	7,8	8,1	7,7	9,6	9,9	9,9
Řecko	8,9	8,3	7,7	9,5	11,8	13,2
Česká republika	7,2	5,3	4,4	6,7	8,3	8,0
Maďarsko	7,5	7,4	7,8	10,0	10,8	10,1
Polsko	13,9	9,6	7,1	8,2	9,2	9,4
Slovensko	13,4	11,1	9,5	12,0	14,1	13,3
Slovinsko	6,0	4,9	4,4	5,9	7,0	7,3

Pramen: ECFIN, Economic Forecast Spring (2010b), s. 193.

¹⁾ Podle statistik VŠPS; roky 2010–2011 předpověď.

by se nejrychlejší dynamika měla prosadit ve Švédsku – 1,8 % v roce 2010 a 2,5 % v roce 2011.

Z nových členských zemí se odlišuje Polsko, které se jako jediná země EU vyhnulo recesi, přičemž významnou roli sehrála jeho menší zahraničně-obchodní otevřenost. Zde se očekává poměrně rychlý růst kolem 2,75 % letos se vzestupem až na 3,25 % v roce příštím, což je též do velké míry dáno procesem dohánění

z poměrně nízké ekonomické úrovně. Česká republika by v letech 2010 i 2011 měla mít v evropském srovnání tempa mírně nadprůměrná. Větší dynamika se očekává na Slovensku, které však v roce 2009 mělo hlubší pokles. Z malých ekonomik dosáhne v letošním roce na růst kolem 2 % nebo více Lucembursko, Švédsko a Slovensko, zatímco pokles je očekáván v Řecku, Kypru, Irsku, Lotyšsku a v Litvě. K pozitivnímu

obratu by mohlo v roce 2011 dojít ve všech zemích s výjimkou Řecka.

Pracovní trh

Nejtěžší důsledky recese jsou pocíťovány na pracovním trhu, kde dochází ke známým zpožděním vývoje zaměstnanosti za vývojem ekonomického výkonu. I při počínajícím oživení zaměstnanost dále klesá (dle předpovědi v roce 2010 poklesne v EU o 1 %) a míra nezaměstnanosti stoupá. V únoru 2010 byla míra nezaměstnanosti v celé EU i v eurozóně asi o 2,5 procentního bodu vyšší než v období před recesí (9,5 % v celé EU a 10 % v eurozóně), přičemž v Nizozemsku a v Rakousku dosahovala jen 4 až 5 %, zatímco ve Španělsku a Lotyšsku kolem 20 %. Výhledy ukazují na oživení s dlouhodobě přetrvávající vysokou mírou nezaměstnanosti, neboť přizpůsobení na pracovním trhu bylo zatím nedostatečné jak celkově, tak zejména vzhledem k nezbytným sektorovým a odvětvovým přesunům.

Rozdíly v míře nezaměstnanosti ve vyspělých a nových členských zemích EU v dosavadním vývoji i podle předpovědi ECFIN na roky 2010–2011 jsou výrazné (viz tabulka 6).

Nejvyšší nezaměstnanost má Španělsko (téměř pětina pracovních sil) a dále Irsko s Řeckem, kde se míra pohybuje mezi 12–14 %. Z nových členských zemí má nejvyšší nezaměstnanost Slovensko, které se svými výsledky k posledním dvěma jmenovaným zemím přiřazuje. Nejnižší nezaměstnanost je v Rakousku, kde se drží na úrovni kolem 5 %. Poměrně nízká míra v rozmezí 7 až 8 % je rovněž v Dánsku, v Nizozemsku, ve Spojeném království a v Německu. Z nových členských zemí do této skupiny patří pouze Slovinsko a Česká republika, kde se míra nezaměstnanosti pohybuje rovněž o 2 až 3 procentní body pod průměrem zemí EU-27.

Míra inflace

Míra inflace zůstane v nejbližších letech nízká, neboť ochablý růst zadržuje mzdový vzestup i celkový růst inflace, i když některé jevy na trhu energetických komodit a surovin působí opačným směrem. Růst harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP) by se měl v obou letech v EU pohybovat jen kolem 1,75 %, v eurozóně by v roce 2010 mohl být ještě nižší (1,5 %). Z velkých zemí eurozóny se v Německu, Francii i Španělsku bude v obou letech pohybovat míra inflace mezi 1,3 až 1,6 %, v Itálii mezi 1,8 až 2,0 %. Výrazněji se odlišuje Irsko s poklesem HICP v roce 2010 o 1,3 % a nízkým růstem 0,8 % v roce 2011. Mimo eurozónu je poněkud odlišný vývoj inflace ve Spojeném království v roce 2010 (2,4 %), v roce 2011 by se však měl vrátit pod průměr (1,4 %).

Poměrně rychlý růst spotřebitelských cen lze dlouhodobě zaznamenat v Maďarsku, kde se i za rok 2010 očekává nejvyšší cenový vzestup v rámci EU (4,6 %). V České republice se odlišoval vývoj v roce 2008, kdy spotřebitelské ceny vzrostly o 6,3 % pod vlivem opatření vlády, týkajících se zvýšení nepřímých daní. V roce 2009 byl cenový růst na evropském průměru a předpověď na léta 2010–2011 očekává růst podprůměrný.

Cenový pokles (podle HICP) se vyskytl v roce 2009 ve 3 zemích EU, a to v Irsku, v Portugalsku a ve Španělsku (mimo EU to bylo v USA a v Japonsku), přičemž v Belgii ceny stagnovaly. Pokračování poklesu spotřebitelských cen v roce 2010 předpokládá ECFIN pouze v Irsku. Některé skryté deflační tlaky jsou však přítomné v celé EU a mohou v budoucnu nepříznivě ovlivňovat ekonomický růst. Analyzujeme-li například podrobněji všechny typy cenových indexů v České republice v 1.

Tabulka 7 ▶

Vývoj míry inflace ve vybraných zemích EU v letech 2006–2011 (harmonizovaný index spotřebitelských cen, změny v % k předchozímu roku)¹⁾

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Německo	1,8	2,3	2,8	0,2	1,3	1,5
Francie	1,9	1,6	3,2	0,1	1,4	1,6
Španělsko	3,6	2,8	4,1	-0,3	1,6	1,6
Itálie	2,2	2,0	3,5	0,8	1,8	2,0
Spojené království	2,3	2,3	3,6	2,2	2,4	1,4
Rakousko	1,7	2,2	3,2	0,4	1,3	1,5
Belgie	2,3	1,8	4,5	0,0	1,6	1,6
Nizozemsko	1,7	1,6	2,2	1,0	1,3	1,5
Dánsko	1,9	1,7	3,6	1,1	2,3	1,5
Švédsko	1,5	1,7	3,3	1,9	1,7	1,6
Finsko	1,3	1,6	3,9	1,6	1,7	1,9
Irsko	2,7	2,9	3,1	-1,7	-1,3	0,8
Portugalsko	3,0	2,4	2,7	-0,9	1,0	1,4
Řecko	3,3	3,0	4,2	1,3	3,1	2,1
Česká republika	2,1	3,0	6,3	0,6	1,0	1,3
Maďarsko	4,0	7,9	6,0	4,0	4,6	2,8
Polsko	1,3	2,6	4,2	4,0	2,4	2,6
Slovensko	4,3	1,9	3,9	0,9	1,3	2,8
Slovinsko	2,5	3,8	5,5	0,9	1,8	2,0

Pramen: ECFIN, Economic Forecast Spring (2010b), s. 189.

¹⁾ Národní index v případech absence HICP; roky 2010–2011 předpověď.

čtvrtletí 2010, pak index spotřebitelských cen sice mírně roste, neboť je ovlivněn zvýšením nepřímých daní, avšak ceny výrobců, ceny dovozu i vývozu i celkový deflátor HDP klesají (ceny průmyslových výrobců však již v květnu 2010 meziročně vzrostly o 1,5 %).

V celkovém srovnání nejsou rozdíly mezi zeměmi ve vývoji spotřebitelských cen tak výrazné jako v tempech růstu HDP nebo v míře nezaměstnanosti (viz tabulka 7).

Rozpočtové deficity a míra zadluženosti veřejného sektoru

Rozpočtové deficity a vysoká zadluženost veřejného sektoru byly dlouhodobým problémem evropských zemí i v období konjunktury. Rozpočtové přebytky nebo vyrovnané bilance příjmů a výdajů se vyskytovaly spíše výjimečně. Od poloviny současné dekády až do roku 2008 včetně existovaly přebytky pouze v Německu a v Nizozemsku, z nových členských zemí pak v Bulharsku. Až do roku

Tabulka 8 ▶

Vývoj deficitů sektoru vlády ve vybraných zemích EU v letech 2006–2011 (v % HDP)¹⁾

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
EU-27	-1,4	-0,8	-2,3	-6,8	-7,3	-6,5
Eurozóna	-1,3	-0,6	-2,0	-6,3	-6,5	-6,0
Německo	-1,6	0,2	0,0	-3,3	-5,0	-4,7
Francie	-2,3	-2,7	-3,3	-7,5	-8,0	-7,4
Španělsko	2,0	1,9	-4,1	-11,2	-9,8	-8,8
Itálie	-3,3	-1,5	-2,7	-5,3	-5,3	-5,0
Rakousko	-1,5	-0,4	-0,4	-3,4	-4,7	-4,6
Belgie	0,3	-0,2	-1,2	-6,0	-5,0	-5,0
Nizozemsko	0,5	0,2	0,7	-5,3	-6,3	-5,1
Spojené království	-2,7	-2,8	-4,9	-11,5	-12,0	-10,0
Irsko	3,0	0,1	-7,3	-14,3	-11,7	-12,1
Portugalsko	-3,9	-2,6	-2,8	-9,4	-8,5	-7,9
Řecko	-3,6	-5,1	-7,7	-13,6	-9,3	-9,9
Česká republika	-2,6	-0,7	-2,7	-5,9	-5,7	-5,7
Maďarsko	-9,3	-5,0	-3,8	-4,0	-4,1	-4,0
Polsko	-3,6	-1,9	-3,7	-7,1	-7,3	-7,0
Slovensko	-3,5	-1,9	-2,3	-6,8	-6,0	-5,4
Slovinsko	-1,3	0,0	-1,7	-5,5	-6,1	-5,2
Estonsko	2,5	2,6	-2,7	-1,7	-2,4	-2,4
Litva	-0,4	-1,0	-3,3	-8,9	-8,4	-8,5
Lotyšsko	-0,5	-0,3	-4,1	-9,0	-8,6	-9,9
Bulharsko	3,0	0,1	1,8	-3,9	-2,8	-2,2
Rumunsko	-2,2	-2,5	-5,4	-8,3	-8,0	-7,4

Pramen: EUROSTAT, Structural Indicators, 17. 5. 2010; ECFIN, Economic Forecast Spring (2010).

¹⁾ Roky 2010–2011 předpověď podle ECFIN.

2007 lze zaznamenat přebytky též ve Španělsku a Irsku, kde se však kladná bilance od roku 2009 obrátila do nejvyšších deficitů. Míru zadluženosti do 60 % HDP podle maastrichtského kritéria překračovalo v polovině dekadý 10 zemí EU-27 a vyšší byl v letech 2005 a 2006 i průměr jak za země EU-27 (61–63 %), tak i za země eurozóny (68 %).

Vývoj rozpočtových deficitů

Zhoršení finanční pozice a vysoké deficity ve veřejných financích patří mezi hlavní problémy, zesílené recesí. Cílené fiskální stimuly a působení automatických stabilizátorů v období krize měly své důsledky v prudkém vzestupu ročních deficitů, které pak rychlým tempem zvyšovaly

celkovou míru zadluženosti vládního sektoru. Zejména se projevil silný vzestup výdajů na sociální zabezpečení, mezi něž patří podpory v nezaměstnanosti, které se automaticky zvyšují v období hospodářského poklesu. Kromě toho se v některých členských státech v souladu s Evropským plánem ekonomického oživení (European Economic Recovery Plan – EERP) používaly významné stimulační balíčky, podporující investice a kupní sílu domácností, poskytující pomoc podnikům a udržující situaci na pracovním trhu.

Celkový deficit sektoru vlády v zemích EU-27 se podle předpovědi ECFIN má zvýšit ze 6,8 % HDP v roce 2009 až na 7,25 % v roce 2010, což představuje ztrojnásobení proti roku 2008. V eurozóně se očekává rovněž vzestup z 6,3 % na 6,5 % ve stejných letech. Všechny země EU s výjimkou Bulharska, Estonska a Švédska přesáhnou míru 3 % HDP, obsaženou v Paktu stability a růstu. Až s mírným oživením ekonomického růstu v roce 2011 se očekává snížení míry ročního deficitu na 6,5 % HDP v EU a kolem 6 %

v eurozóně. Rozdíly mezi jednotlivými zeměmi jsou v tomto směru velké (viz tabulka 8).

Nejvyšší deficity v letech 2010–2011 se očekávají ve Spojeném království a Irsku (10 až 12 % HDP), vysoké mají být též v Portugalsku, Řecku a Španělsku (8 až 10 % HDP). Ze zemí EU-5 se očekávají nejvyšší deficity v Polsku (přes 7 % HDP), zatímco v Maďarsku se výrazně sníží až ke 4 % HDP. Česká republika s deficitem pod 6 % HDP má v evropském srovnání i ve srovnání s průměrem zemí EU-5 deficit podprůměrný.

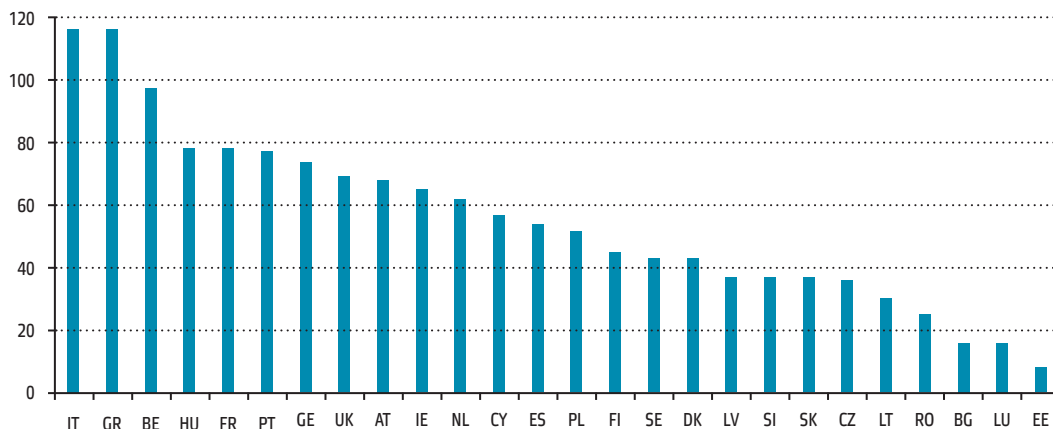
Vývoj míry zadluženosti

Vysoké deficity vládního sektoru v posledních letech zvyšují celkovou míru zadluženosti v relaci k HDP. V průměru za země EU-27 dosáhla míra zadluženosti v roce 2009 již 74 % a v letech 2010–2011 se očekává její zvýšení až na 80–84 % HDP. V eurozóně údaje za rok 2009 činí 79 % s očekáváním zvýšení na 85–89 % v následujících dvou letech.

Seřadíme-li země EU-27 v pořadí podle celkové míry zadluženosti vládního sektoru, pak

Obrázek 1 ►

Míra zadluženosti v zemích EU-27 v roce 2009 (dluh sektoru vlády v % HDP)



Pramen: EUROSTAT, Structural Indicators, 17. 5. 2010.

v roce 2009 měly nevyšší míru zadluženosti Itálie a Řecko (116 %, resp. 115 % HDP), nejnižší Estonsko (7 % HDP), velmi nízko bylo též Lucembursko a Bulharsko (15 % HDP). Pod hranici maastrichtského kritéria (60 % HDP) se umístilo pouze 15 zemí. Mezi nimi se nacházela Česká republika s 35 % HDP, což představovalo 22. místo v pořadí. Nižší zadluženost než Česká republika mělo pouze 5 zemí – nově přistoupivší Bulharsko a Rumunsko, dále menší země – Estonsko a Litva a atypické Lucembursko (viz graf 1).

V důsledku vysoce deficitních rozpočtů v období recese současná míra zadluženosti ve většině zemí EU rychle roste. Platí to i pro Českou republiku, pro kterou předpověď ECFIN počítá se zvýšením míry zadluženosti v roce 2010 na 39,8 % a v roce 2011 na 43,5 % HDP.

Závěr

Evropská unie patří k recesí nejvíce postiženým regionům a ekonomické oživení je zde zatím nevýrazné a nejisté. Zatímco ve světovém měřítku se v letech 2010–2011 očekává zhruba 4 % růst HDP, v EU a v eurozóně se očekávají jen tempa kolem 1 až 2 %. Země EU, zejména ty, jež jsou silně exportně orientované, přitom těží z rychlejšího obratu globální ekonomiky, především v rozvojových zemích Asie. Mezi jednotlivými zeměmi EU existují velké rozdíly v růstových možnostech a předpokladech. Rozličná rychlost oživení bude odrážet různé výzvy, na které musí reagovat jednotlivé ekonomiky odpovídající hospodářskou politikou.

Vázným dilematem současné doby v evropském i světovém měřítku je hledání kompromisu mezi konsolidací veřejných rozpočtů a podporou hospodářského růstu. Předčasný ústup od deficitních výdajů by mohl srazit ekonomiku zpět do recese, zvyšování zadluženosti by mohlo ohrozit finanční stabilitu země. Nalezení správného po-

měru mezi oběma riziky je obtížné a je velkým uměním hospodářské politiky.

Na nebezpečí deficitního fetišismu upozorňuje např. nositel Nobelovy ceny za ekonomii z roku 2001 profesor J. E. Stiglitz, dřívější viceprezident a hlavní ekonom Světové banky ve statí Rizika snižování schodku (viz Stiglitz, 2010). Odvolává se přitom na zkušenost USA z Velké krize 30. let a z Japonska z pozdních 90. let, kdy předčasný ústup od stimulačních rozpočtových opatření uvrhl ekonomiku do dlouhodobé stagnace. Před posedlostí snižovat rozpočtové deficity varuje rovněž současný prezident Světové banky Robert Zoellick ve svém vystoupení z 3. června 2010. Podobná upozornění pocházejí i z Mezinárodního měnového fondu, i když právě tato instituce v minulých desetiletích často předpisovala ohroženým zemím tvrdou rozpočtovou kázeň. Jde především o podporu takových veřejných výdajů, které mohou v delším časovém horizontu zvýšit ekonomický růst, jako jsou investice do vzdělání, technologií nebo infrastruktury.

Prostor pro řešení závisí na míře zadluženosti jednotlivých zemí a jejich schopnosti splácet dluhy. Průměrná míra zadluženosti (poměr kumulovaného dluhu k HDP) byla v EU-27 v roce 2009 již 74 % a v letech 2010–2011 se očekává její zvýšení až na 80–84 % HDP. Míru zadluženosti 60 %, dohodnutou v maastrichtských kritériích, překračovalo v roce 2009 12 zemí EU a v letech 2010–2011 k nim přibudou další. Finanční trhy používají pro charakteristiku schopnosti splácení dluhů ukazatel poměru mezi splácenými úroky a příjmy rozpočtu. V České republice zatím patří oba tyto ukazatele v rámci EU do nejpříznivější skupiny – míra zadluženosti v roce 2009 činila 35 % HDP a poměr mezi splácenými úroky z veřejného dluhu a příjmy rozpočtu 4 %. Avšak prudký vzestup

ročních deficitů veřejných rozpočtů v důsledku recese, celková změna klimatu na finančních trzích a rychlejší proces stárnutí obyvatelstva si vynucují potřebu poměrně radikální fiskální konsolidace i zde, aby se došlo k vyrovnanějším rozpočtům a zastavil se růst zadluženosti v následujících letech.

Pro země EU ohrožené ztrátou důvěry finančních trhů jako Řecko, Španělsko, Portugalsko, Irsko a Itálie je řešení schodků veřejných financí absolutní prioritou, a to i na úkor ekonomického růstu. Z těchto důvodů předpověď ECFIN očekává, že i při postupujícím oživení v celé EU bude ještě v Řecku, Španělsku a Irsku v roce 2010 pokračovat pokles HDP (v Řecku i v roce 2011). Z velkých evropských ekonomik se očekává silnější než průměrné oživení v Německu a ve Francii. K nejrychlejšímu růstu HDP

v letech 2010–2011 by podle předpovědi mělo dojít v Polsku a na Slovensku (kolem 3 až 4 %).

Tíživým problémem pro recesi nejvíce postižené země je vysoká nezaměstnanost. V průměru za EU-27 dosáhne podle očekávání míra nezaměstnanosti v letech 2010–2011 kolem 10 %, ve Španělsku však postihne pětinu a v Irsku s Řeckem mezi 12–14 % pracovních sil. Z nových členských zemí má nejvyšší míru nezaměstnanosti Slovensko (13 až 14 %).

Klíčovými problémy krátkodobého i střednědobého výhledu ekonomik členských zemí EU jsou situace na finančních trzích a globální nerovnováhy. Postup nápravy finančního systému ovlivní budoucí obrat v uspokojování poptávky po úvěrech. Způsob řešení globálních nerovnováh určí udržitelnost budoucího oživení ekonomiky. ■

LITERATURA

ČNB: *Zpráva o inflaci II*. Praha: Česká národní banka, květen 2010.

ČNB: *Zpráva finanční stability 2009/2010*. Praha: Česká národní banka, červen 2010.

ČSÚ: *HDP – Národní účty*. Český statistický úřad 2010.

ECFIN: Statistical Annex of European Economy. Spring 2010. Luxembourg: European Commission, Directorate General ECFIN – Economic and Financial Affairs 2010(a).

ECFIN: Economic Forecast Spring (2010). Luxembourg: European Commission, Directorate General ECFIN – Economic and Financial Affairs, European Economy 2/2010(b).

EUROSTAT: *National Accounts (database)*. Luxembourg: EUROSTAT 2010(a).

EUROSTAT: *Structural Indicators (database)*. Luxembourg: EUROSTAT 2010(b).

IMF: *World Economic Outlook*. Washington D. C., International Monetary Fund 2010.

ISBN 978-1-58906-915-2.

KOLEKTIV CES VŠEM, NOZV NVF: *Konkurenční schopnost České republiky 2008–2009*.

Praha: Linde 2010. ISBN 978-80-86131-87-0.

MF ČR: *Makroekonomická predikce České republiky*. Praha: Ministerstvo financí ČR, duben 2010(a).

MF ČR: Fiskální výhled ČR. Praha: Ministerstvo financí ČR, červen 2010(b).

OECD: *OECD Economic Outlook, No. 87, Preliminary Version*. Paris: OECD 2010.

ISBN 978-92-64-08521-3.

STIGLITZ, J. E.: Rizika snižování schodku. *Ekonom*, 2010, č. 12, s. 50. ISSN 1210-0714.

PROSPECTS OF EU ECONOMY

Ing. Růžena Vintrová, DrSc.

ABSTRACT

EU belongs to the hardest-hit regions by recession. The economic growth is predicted to be lower in EU for this year and next (1 and 1.5 %) than in the world average (4%). Economic recovery is mild and uncertain and differs much in individual countries. Economics with strong exports are able to participate more on the global upturn and improving financial conditions. However the domestic demand is sluggish and unemployment is high in the most of EU countries. To find and reach the appropriate compromise between the further support of economic growth and stabilization of deteriorated fiscal balances is very difficult. The most endangered economies have no choice and must solve their high indebtedness on detriment of economic growth.

KEYWORDS

Economic recession and economic recovery, automatic stabilisers, exit strategy, economic growth, jobless recovery, rate of unemployment, rate of inflation, fiscal balance, public debt, financial stability.

JEL CLASSIFICATION

E01, E24, E32, F15, F43, J01

Dynamika trhu práce v době krize a obnova vnější rovnováhy pohledem MMF

Ing. Václav Žďárek, A.S.C.

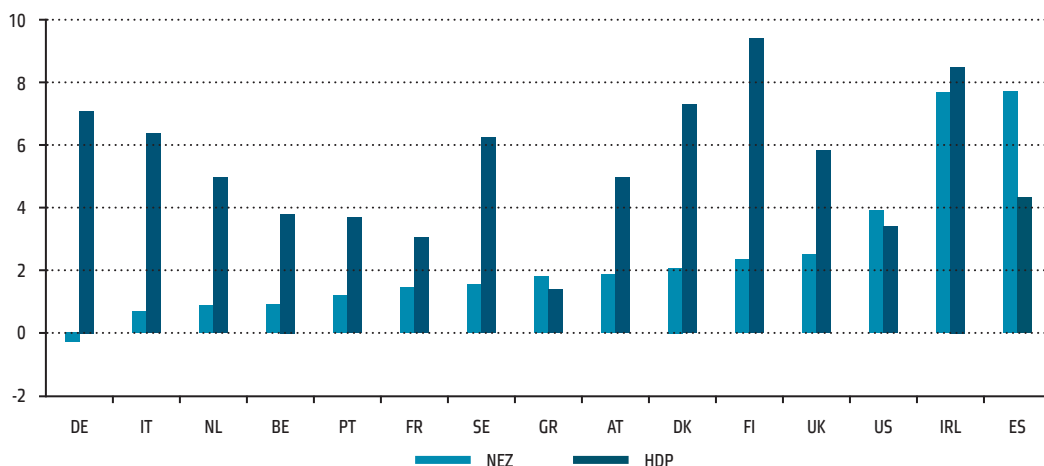
Příspěvek shrnuje text dvou tematických kapitol dubnového vydání pravidelné bianuální publikace World Economic Outlook (WEO). V úvodní části se věnujeme problematice dynamice na trhu práce ve vyspělých ekonomikách pomocí Okunova zákona. Dále je kladen důraz na problémy spojené s obdobími, v nichž probíhaly ekonomické krize a rozebrána je i problematika související s nerovnováhou běžného účtu (korekce přebytků běžného účtu platební bilance) a analyzovány vybrané souvislosti této změny na ekonomický růst.

Dynamika trhu práce – před a v době krize pomocí Okunova zákona

V současné době stále ještě probíhající finanční krize¹ transformovaná i do podoby krize ekonomické je spojena s dopady na řadu oblastí ekonomiky a odráží se v mnoha strukturálních charakteristikách. Jednou z nejvíce sledovaných je vliv na trh práce, protože mnoho vyspělých ekonomik se potýkalo s nerovnováhami, odlišnou mírou flexibility trhu práce a relativně vysokou mírou nezaměstnanosti i v období před započatím finanční krize.

Obrázek 1 ►

Změna míry nezaměstnanosti a HDP, vybrané země EU a USA



Poznámka: Míra nezaměstnanosti – změna v procentních bodech mezi vrcholem a sedlem stávající krize, změna HDP v procentech. Údaje pro Řecko a Španělsko do třetího čtvrtletí 2009 (bod obratu nebyl do té doby dosažen). NEZ – míra nezaměstnanosti.

Pramen: MMF (2010), obr. 3.1, vlastní úprava.

1 MMF používá v celém textu výraz „the Great Recession“.

Odlišné strukturální charakteristiky se projeví i v reakci trhu práce na vývoj reálné ekonomiky. Zatímco v některých ekonomikách došlo k výraznému nárůstu míry nezaměstnanosti (při odlišných změnách reálného HDP), německá ekonomika dokonce vykázala mírný pokles míry nezaměstnanosti (viz obrázek 1). Je zřejmé, že tomu tak bylo nejen z důvodu změn v reálné aktivitě samé, které měly odlišnou povahu (dopad finanční krize a splasknutí bubliny na trhy nemovitostí v USA v řadě zemí, v případě Německa však šlo zejména o vliv výrazného poklesu externí poptávky), ale též vlivem dalších charakteristik ekonomického prostředí (aplikované politiky, institucionální prostředí atd.)

Publikace MMF se proto v kapitole třetí **zaměřila na tyto otázky:**

- dynamika vývoje nezaměstnanosti během finanční krize;
- kde lze najít důvody pro odlišné reakce trhu práce při obdobných změnách reálné aktivity;

- predikce vývoje pro nejbližší období a hospodářsko-politická doporučení (krátkodobého i dlouhodobého rázu).

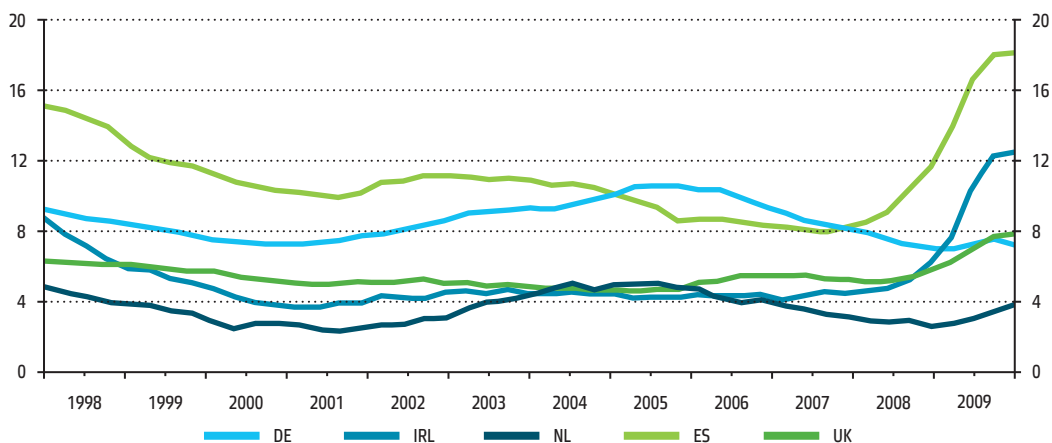
Pro empirickou analýzu MMF využil data za posledních více než 30 let pro vybrané vyspělé ekonomiky (celkem 21 zemí), aby analyzoval dynamiku trhu práce, a to pomocí Okunova zákona. Dále byl analyzován vliv institucí a politik a dalších faktorů (jako je nejistota), jež mohou vysvětlit změny Okunova zákona mezi zeměmi v čase (trh práce a jeho dynamika).

Trh práce a vliv finanční krize

Obrázek o vývoji trhu práce během krize lze získat porovnáním vývoje v Německu a ve vybraných zemích EU (viz obrázek 2). Vývoj nezaměstnanosti byl do značné míry tažen změnami zaměstnanosti než změnami v mírách participace jednotlivých věkových skupin. Detailní analýza ukazuje, že ty ve většině zemí zůstaly na předkrizové úrovni (výjimkou bylo Irsko, kde od roku 2008 docházelo k poklesu míry participace).

Obrázek 2 ▶

Vývoj míry nezaměstnanosti, vybrané země EU, 1998:Q1–2009:Q3 (v %)



Poznámka: Vrchol cyklu: DE: 2002:Q3, 2004:Q1, 2008:Q1; IRL: 2001:1, 2008:Q2; NL: a ES: 2008:Q3; UK: 2008:Q1.

Pramen: MMF (2010), obr. 3.2, vlastní úprava.

Okunův zákon a jeho stabilita

Okunův zákon je jedním z možných empirických pohledů na vztah mezi změnami míry nezaměstnanosti a změnami ve vývoji reálného produktu. Formálně lze tento vztah zapsat v podobě

$$Y_t/Y_t^* = 1 + \lambda (u_t^* - u_t)$$

kde (Y_t/Y_t^*) je koeficient poměru produktu, u_t je skutečná míra nezaměstnanosti, u_t^* je míra nezaměstnanosti odpovídající plné zaměstnanosti a λ je koeficient citlivosti (v čase se mění). Okunův zákon lze alternativně zapsat (viz 2) jako vztah mezi změnami reálného produktu (ΔY_t) a změnu míry nezaměstnanosti (Δu_t). S takto vymezeným Okunovým zákonem pracuje i text MMF

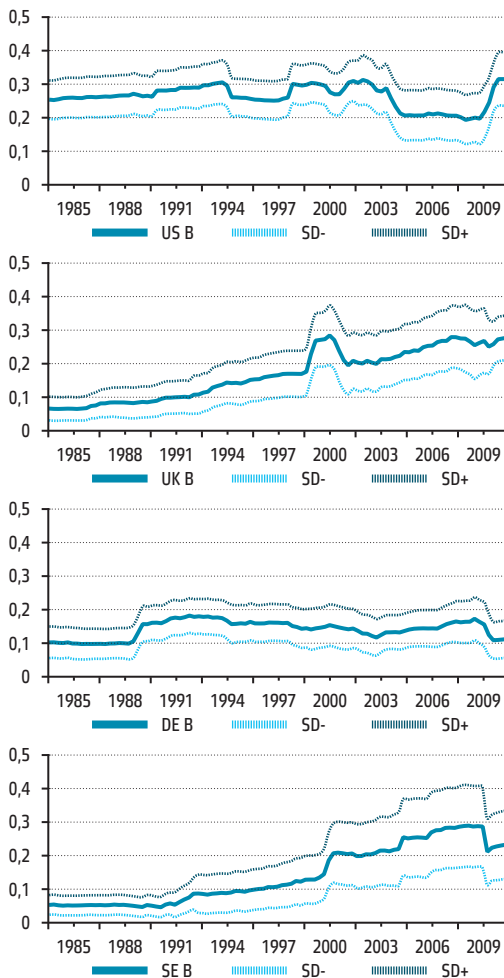
$$\Delta u_t = \alpha - \beta \cdot \Delta Y_t$$

kde α je konstanta a β (beta) je elasticita míry nezaměstnanosti vůči reálnému produktu.²

První aplikace je spojena s textem Arthura Okuna (viz Okun, 1962). Odhady závislosti obou veličin byly spojeny s koeficientem v rozmezí 0,2–0,4 (hodnota koeficientu β v rovnici 2) pro ekonomiku USA za posledních více než 40 let. V případě dalších zemí (evropských i mimoevropských) byla variabilita podstatně vyšší. Protože je stabilita daného vztahu vystavena potenciální kritice (tzv. Lucas critique),³ je zapotřebí parametr odhadovat na základě dílčích period nebo dovolit flexibilitu daného parametru (nestabilitu lze dobře vidět na příkladech jednotlivých zemí na obrázku 3). Vyšší hodnota parametru β , tj. vyšší elasticita, zároveň znamená, že případné změny reálného produktu se výrazněji projeví na trhu práce (v míře nezaměstnanosti).

Obrázek 3 ▶

Koeficient Okunova zákona (beta) v čase, vybrané země EU a USA, 1985:Q1–2009:Q3 (v %)



Poznámka: Vrchol cyklu: DE: 2002:Q3, 2004:Q1, 2008:Q1; IRL: 2001:1, 2008:Q2; NL: a ES: 2008:Q3; UK: 2008:Q1. B – beta koeficienty absolutní hodnota odhadnuté elasticity nezaměstnanosti vůči HDP ze statického Okunova zákona. Regrese počítána na oknu za 40 čtvrtletí. SD+/SD- – směrodatná odchylka (+1/-1).

Pramen: MMF (2010), obr. 3.5, vlastní úprava.

2 Poměr obou parametrů α/β představuje minimální výši růstu výstupu potřebnou k snížení míry nezaměstnanosti při dané pracovní síle a tempu růstu produktivity práce.

3 Je více než problematické předpokládat neměnnost daného vztahu (Okunova zákona) např. v období, kdy jsou realizovány reformy měnící strukturální parametry dané ekonomiky jako je reforma trhu práce.

V případě námi uvedených zemí lze odlišit dočasnou změnu trendu (episodic shift) a trvalou změnu. Pro ekonomiky USA (první panel v obrázku 3) je to např. zlom na počátku 90. let 20. století (zřejmě vliv aplikací nových technologií vedoucí k doposud nejdelší periodě ekonomického růstu), resp. po roce 2001 (změny globálního ekonomického prostředí), jež byly následovány návratem k původním hodnotám. Za celé sledované období je patrný mírný nárůst hodnoty koeficientu, znamenající vyšší elasticitu (vyšší míru citlivosti). Naopak výrazný nárůst lze pozorovat v případě britské ekonomiky a strukturální zlom (druhý panel), který nastal po roce 1997 (jedním z vysvětlení by mohl být i vliv změny měnové politiky Bank of England v roce 1997). Obdobně výrazný nárůst nastal i v případě Švédska (čtvrtý panel), kde se hodnota beta koeficientu zvýšila z cca 0,05 na 0,24 ve sledovaném období, a to zřejmě vlivem několika strukturálních změn (reformy ekonomiky v 90. letech minulého století). Naopak relativně stabilní hodnota beta koeficientu byla v Německu (třetí panel). Strukturální zlom na počátku 90. let minulého století souvisí se sjednocením obou států a výraznými změnami na trhu práce (nepružný východoněmecký trh práce vs. flexibilní západoněmecký). Druhý patrný zlom okolo roku 2006 může být spojen s dalšími reformami trhu práce (Harz) nebo prvními dopady finanční krize. Zajímavým rysem je i pokles elasticity v Německu a Švédsku na počátku finanční krize a naopak růst v případě ekonomik USA a Velké Británie.

MMF odhadl hodnoty beta parametru Okunova zákona (vztahu produkce a nezaměstnanosti) pro vybrané země na základě čtvrtletních údajů za období 20 let. Toto období zahrnuje několik ekonomických cyklů (definice cyklu vycházela z identifikace vrcholu a dna krize pro čtvrtletní HDP). Variabilita parametru byla kromě změn HDP ovlivněna i dalšími faktory souvisejícími s reformami institucí trhu práce, a to zejména:⁴

- **změnami v úrovni ochrany zaměstnanců** (přísnější regulace snižuje možnosti reakce nezaměstnanosti na změny produkce);
- **podporou v nezaměstnanosti** (aproximované pomocí míry nahrazení⁵), kde však existuje výrazný rozdíl mezi obdobími krizí, kdy vyšší náhrady omezují prostor pro změny mezd (vyšší počet nezaměstnaných), a obdobími obnovy ekonomické aktivity, kdy vyšší náhrady vedou k vyšším očekáváním uchazečů o práci (a limitují zaměstnanost);
- **dočasnými pracovními úvazky** (nižší míra ochrany oproti pracovníkům s trvalými úvazky), což vede k slabším reakcím nezaměstnanosti na vývoj ekonomického cyklu;
- **mzdovou flexibilitou**, neboť je podstatný rozdíl mezi více a méně centralizovanými systémy kolektivního vyjednávání a stanovování mezd. Zatímco decentralizované systémy umožňují pružně reagovat na změny poptávky (např. redukce mezd v Japonsku v roce 2009), centralizované systémy často vykazují vysokou míru rigidity (např. ve Španělsku tarifní mzdy v roce 2009 vzrostly i při poklesu HDP).⁶

Následně byly vypočteny hodnoty míry nezaměstnanosti, které odpovídají odhadnutým beta koeficientům a ty porovnány s aktuálními

4 Podobnější diskuse dané problematiky je obsahem boxu 3.1 uvedeného materiálu.

5 Existuje řada definic, kdy je poměřován důchod v případě nezaměstnanosti k předchozímu výdělků. Nejčastěji je používána tzv. hrubá a čistá míra nahrazení (v absolutním nebo relativním vyjádření).

6 Existují různá vysvětlení pro strnulost (rigidity) trhu práce. Mezi nejčastěji uváděná patří koncepty z 80. let minulého století, jako jsou efekty hystereze, insider-outsider theory, efficiency wages theory apod.

hodnotami. Tato dvoustupňová metoda výpočtu umožňuje identifikovat další (specifické) faktory, které kromě reálného HDP vedly ke změnám v míře nezaměstnanosti. Podle MMF to byly zejména tyto vlivy:

- **finanční krize a následující pokrizové období** je zpravidla spojeno s výraznějším růstem nezaměstnaností a hlubším poklesem HDP, který může být dále ovlivněn např. úvěrovými limity pro podniky (credit crunch);⁷
- **šoky ovlivňující individuální sektory** – bublina na trhu nemovitostí bude mít vliv na stavebnictví a některé části služeb; finanční krize bude ovlivňovat finanční sektor; negativní poptávkový šok se odrazí v produkci obchodovatelných statků atd. Růst HDP tedy bude negativně ovlivněn, a to s odpovídajícími dopady na zaměstnanost (výraznější pro méně produktivní odvětví);⁸
- **nejistota** vedoucí k rozšiřování stávajících úvazků, zaměstnávání na částečné úvazky a nikoliv k zaměstnání dodatečných pracovníků;
- **politiky**, jež mohou ovlivnit vztah mezi nezaměstnaností a produktem (zmírněním dopadů nebo naopak jejich zesílením).⁹

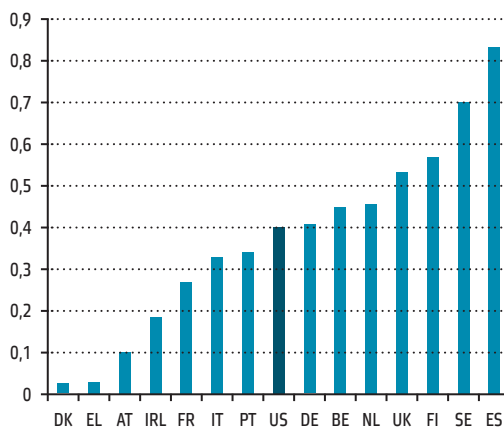
Okunův zákon – empirické odhady

Okunův zákon pracuje jak s krátkodobými, tak dlouhodobými dopady na veličiny, které se mohou vzájemně odlišovat, a to z důvodu existence zpoždění, např. mezi šokem postihujícím ekonomiku a propouštěním pracovníků, nejistotou ohledně podoby daného šoku vedoucí k odlišnostem mezi dočasnými nebo permanentními změnami. MMF se v empirické analýze zaměřil

na dlouhodobé dopady a dynamické koeficienty. Ty umožňují zachytit odlišnou dynamiku v období krize a mimo ni a rovněž diference mezi institucionálními prostředními jednotlivých zemí v čase.

V obrázku 4 jsou vyneseny průměrné hodnoty beta koeficientů pro vybrané analyzované vyspělé ekonomiky za období 1985–2009. Názorně je vidět výrazná diferenciacie mezi zeměmi EU, přičemž průměrná hodnota beta koeficientu pro vyspělé ekonomiky ve sledovaném vzorku zemí se zvýšila na 0,36 v prvním desetiletí 21. století oproti 0,25 v 90. letech, resp. 0,28 v 80. letech minulého století. Variabilita koeficientů se pohybuje od 0,8 ve Španělsku a 0,7 ve Švédsku po hodnoty blízké nule v Dánsku a Řecku.

Obrázek 4 ▶
Beta koeficient Okunova zákona, vybrané země EU a USA



Poznámka: Průměrná hodnota koeficientu změny zaměstnanosti při změně HDP.

Pramen: MMF (2010), obr. 3.7, vlastní úprava.

7 *Vliv firemních bilancí zesilujících vliv daného cyklu (viz Bernanke a Gertler, 1989) nebo vliv nutnosti snížení finanční páky (viz Sharpe, 1994) nebo vliv bubliny na trhu aktiv na podnikovou sféru (dopady na podnikové bilance – viz Driffill a Miller, 2010) založené na modelu Kiyotakiho a Moora (viz Kiyotaki a Moor, 1997).*

8 *Jako je stavebnictví nebo některé části prvovýroby nebo zpracovatelského průmyslu.*

9 *Jako je finanční podpora pro snížení počtu pracovních hodin při zachování zaměstnanosti ve firmě na stávající úrovni atd.*

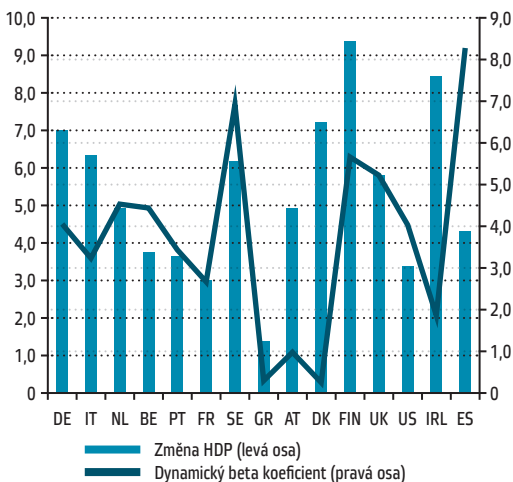
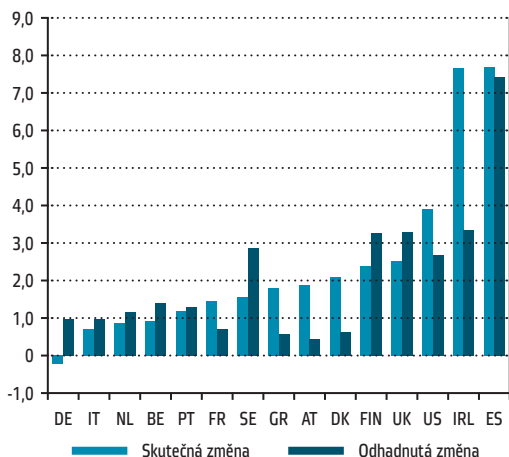
Jak se na síle reakce nezaměstnanosti při změně HDP projevil vliv institucí? **Empirické odhady ukazují, že:**

- nižší stupeň ochrany zaměstnanců a vyšší podíl zaměstnaných na částečné úvazky vedl k vyšší reakci nezaměstnanosti na změnu HDP;
- koeficient míry nahrazení vedl k vyššímu zániku míst než k jejich tvorbě;
- odhady velikosti dopadů obou efektů jsou velmi rozdílné (např. nárůst počtu dočasných pracovních kontraktů o 10 p.b. vede k růstu koeficientu o 0,15; změna v úrovni ochrany zaměstnanců o 10 p.b. k poklesu koeficientu o -0,6).

V druhém kroku je analyzován dopad specifických faktorů (čtyři výše uvedené, tj. finanční krize, nejistota atd.) na vztah míry nezaměstnanosti a produktu. Vliv výše zmíněných faktorů je dán rozdílem hodnot určených na základě predikce modelu nezahrnujícího období s uvedenými externími vlivy (out-of-sample-forecast) a skutečné výše nezaměstnanosti během období působení daného faktoru (např. finanční krize) a v období návratu k „normálu“.

Pro finanční krize byl nalezen signifikantní dopad recese na nezaměstnanost (přibližně 0,7 p.b.), v období obnovy má rovněž dopad přibližně ve výši 0,3 p.b. Dopad splasknutí bubliny na trhu nemovitostí, jenž se projevuje v některých odvětvích ekonomiky (stavebnictví), zvyšuje míru nezaměstnanosti cca o 0,1 p.b.; během období obnovy není vliv odlišný od nulového dopadu. Sektorové šoky se projevují nárůstem míry nezaměstnanosti cca o 0,2 p.b.¹⁰, v období obnovy není signifikantní dopad. Posledním faktorem je vliv nejistoty, který byl aproximován variabilitou HDP.¹¹ Problémem je dostupnost

Obrázek 5 ▶
Rozklad změny míry nezaměstnanosti během stávající ekonomické krize, vybrané země EU



Poznámka: hodnota koeficientu založená na údajích za posledních 20 let; dynamický beta koeficient – hodnota; změna HDP = absolutní změna HDP v procentech.

Pramen: MMF (2010), obr. 3.8, vlastní úprava.

¹⁰ Jejich identifikace byla založena na rozptýlenosti výnosů akcií – výraznější rozptýlení v srovnání s očekávanou výnosností bylo chápáno jako indikátor výskytu sektorového šoku.

¹¹ Ten by měl měřit specifickou nejistotu pro jednotlivé země. Měřitko nejistoty, např. v podobě indexu volatility VIX (nebo index EMBI), který může být použit jako proxy pro globální stupeň nejistoty, zde není možné použít.

této proměnné pro sledované období, avšak dopad nebyl nalezen jako významný.

Nezaměstnanost a probíhající finanční a ekonomická krize

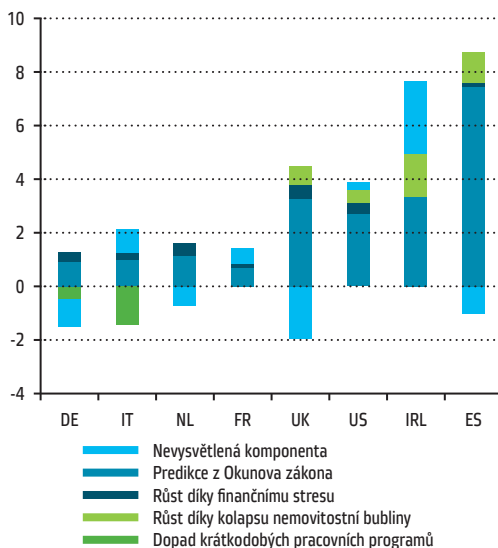
Pokusme se však propojit teoretické odhady se stávající krizí, kde kromě dopadů spojených s finanční krizí došlo i k výraznému poklesu cen aktiv (nemovitostí) v řadě zemí. MMF se pokusil identifikovat dopady spojené s vlivy dílčích (čtyř specifických) faktorů uvedených výše.

Obrázek 5 v horním panelu srovnává skutečné a předpovězené změny míry nezaměstnanosti, dolní panel hodnoty dynamických beta koeficientů a výši změny HDP mezi vrcholem a dnem ekonomického cyklu. Pokud se zaměříme na jednotlivé země, tak lze z obrázku vidět, že model MMF je relativně dobrý v predikci vývoje pro jednotlivé země (např. Portugalsko, Španělsko), méně již pro jiné (Dánsko, Řecko). Problémem je např. Irsko, které vykázalo druhý nejvyšší pokles HDP mezi analyzovanými zeměmi, ale Okunův koeficient je jeden z nejmenších ($< 0,2$). Naopak pro některé země model „přeceňuje“ skutečný dopad na míru nezaměstnanosti (Finsko, Švédsko, Velká Británie).

Pokud jsou přidány i specifické faktory, které byly analyzovány v předchozí části textu, lze z obrázku 6 vidět, že některé z těchto faktorů přispěly k predikované změně míry nezaměstnanosti. Jejich podíl je však velmi proměnlivý – kupř. vliv problémů spojených s nestabilními finančními trhy je spojen s cca 0,4–0,6 p.b. vyšší nezaměstnaností v Nizozemsku. V řadě případů však podíl nevysvětlené volatility zůstává relativně významný (Velká Británie). Jedním z dalších faktorů může být vliv krátkodobých pracovních kontraktů, které byly využity pro analýzu údajů za Německo a Itálii.

Protože pro většinu zemí nejsou tato data k dispozici, není možné provést srovnání. V případě dvou uvedených zemí bez použití této dodatečné informace by byl nalezen dopad na nárůst nezaměstnanosti odpovídající cca 1/3 nevysvětlené německé komponenty, resp. pozitivní nevysvětlený podíl pro Itálii. Obdobné dopady by bylo možné očekávat i pro Japonsko nebo Nizozemsko, které rovněž využívají velké množství krátkodobých pracovních kontraktů.¹² Pro některé země jsou mezi dalšími uváděnými faktory i vlivy mzdové dynamiky¹³ nebo nižší růst nezaměstnanosti byl ovlivněn dopady krize v relativně méně pracovně náročných, tj. produktivních odvětvích.

Obrázek 6 ▶ Rozklad změny míry nezaměstnanosti a dodatečné vlivy, vybrané země EU



Poznámka: data pro Irsko nezahrnují index finančního stresu. Údaje pro Německo a Itálii zahrnují podrobné údaje pro krátkodobé pracovní programy umožňující jejich převod na plný pracovní ekvivalent.

Pramen: MMF (2010), obr. 3.9, vlastní úprava.

¹² Blíže jsou uvedené souvislosti analyzovány v boxu 3.2 zprávy MMF WEO.

¹³ Ekvivalentně odpovídající prodloužení pracovní doby bez nárůstu dodatečných plateb. Lze uvažovat o Japonsku a rovněž Velké Británii (viz Bank of England (2010), Section 4: Costs and Prices, s. 36).

Jaké jsou však vyhlídky pro nadcházející období? Stávající finanční (ekonomická) krize je v řadě ohledů atypická (propojení a synchronizace dopadů na vyspělé země, splasknutí bublin na trzích aktiv atd. což se samozřejmě odrazí i na délce období potřebné k obnově ekonomického růstu a následně snížení míry nezaměstnanosti. V případech standardních krizí je délka období potřebná k obnově pozitivního růstu zaměstnanosti následovaného pozitivními přírůstky HDP přibližně tři čtvrtletí. Dodatečná dvě čtvrtletí jsou zpravidla spojena s pokračujícím růstem nezaměstnanosti než je dosaženo jejího maxima. Protože stávající krize je atypická, MMF předpokládá, že míra nezaměstnanosti zůstane relativně vysoká až do konce roku 2011 (kolem 9%). Tato predikce však nebere do úvahy řadu dalších faktorů, jež mohou ovlivnit míru nezaměstnanosti jako jsou opatření podporující práci na kratší pracovní úvazky, která mohou vést k růstu produktivity a množství odpracovaných hodin a ne k růstu počtu zaměstnaných osob.

Existují tedy nějaká doporučení pro nositele hospodářské politiky, která by bylo možno aplikovat a podpořit tak snížení míry nezaměstnanosti? Podrobný přehled doporučení přesahuje rámec textu i analýzy MMF a lze jej nalézt např. v textu OECD (viz OECD, 2009). Zde se zaměříme na tři doporučení MMF:

- a) příspěvky na zaměstnávání osob;
- b) podpora mobility osob mezi odvětvími a pracovními místy;
- c) omezení duality na trhu práce.

Ad a) Stávající krize je spojena s výraznou nejistotou, která se projevila téměř ve všech sférách ekonomiky a odrazila se v redukcí růstu zaměstnanosti. Pokud by byly zavedeny dočasné příspěvky na podporu zaměstnanosti (např. ve formě daňových kreditů snižujících náklady na pracovníky), mohlo by dojít k růstu zaměstnanosti. Důvodem je skutečnost, že v prostředí nejistoty ekonomické subjekty raději volí strategii „wait and see“. Problémem tohoto druhu podpor je otázka nákladů a efektivnosti.¹⁴

Ad b) Krátkodobé programy by neměly omezovat strukturální změny v ekonomice a neměly by přetrvávat, pokud je ekonomické prostředí stabilizováno. Optimální design by proto měl zohlednit ekonomický cyklus a výše podpor by měla být omezoována s růstem množství podpory pro jednu firmu. Specifikem je ukončení podpor (exit strategie).¹⁵

Ad c) Podpory obecně vedly k nárůstu koeficientu beta, tj. vyšší citlivosti nezaměstnanosti na změny produktu (vyšší počet zaměstnaných, resp. propuštěných během ekonomického cyklu). Dualita mezi zaměstnanci se může projevat i v případě zaměstnaneckých výhod, méně pak u doprovodných školení atd. Více pracovních míst na kratší nebo dočasné úvazky je zpravidla spojeno s ekonomickými problémy (období krize nebo počátek 90. let minulého století) a dochází tedy k tlakům na jejich omezení. To by však vedlo k výrazným dopadům na zaměstnanost v důsledku vyšší nepružnosti trhu práce.

¹⁴ Firma zaměstná osobu, kterou by zaměstnala i bez podpory (deadweight costs), resp. osobu, která je „s podporou“ a nikoliv osobu bez podpory (substitution effects). První efekt by měl být minimalizován a může tomu tak být v případě, že podpory jsou vysoké (více osob je zaměstnáno). Druhý efekt není automaticky špatný, neboť znamená, že podpory by měly být orientovány na zaměstnávání osob, které jsou např. delší než stanovenou dobu bez práce, znevýhodněné skupiny osob. Důležitou součástí je generalita podpor a nikoliv jejich selektivita a dočasnost dané podpory omezující fiskální dopady. Empirická evidence však dokládá vysoké dopady prvního efektu, relativně malé v případě druhém a negativní korelaci výše podpor a prvního efektu.

¹⁵ Jedním z návrhů je tzv. pojištění proti ztrátě mzdy, řešící situaci poklesu mzdy osoby. To by ale mělo podpořit i meziodvětvovou mobilitu a mobilitu mezi pracovními místy. Opatřením proti zneužívání tohoto nástroje ze strany firem může být klauzule vyžadující mzdu dané osoby odpovídající alespoň průměrné mzdě v dané profesi.

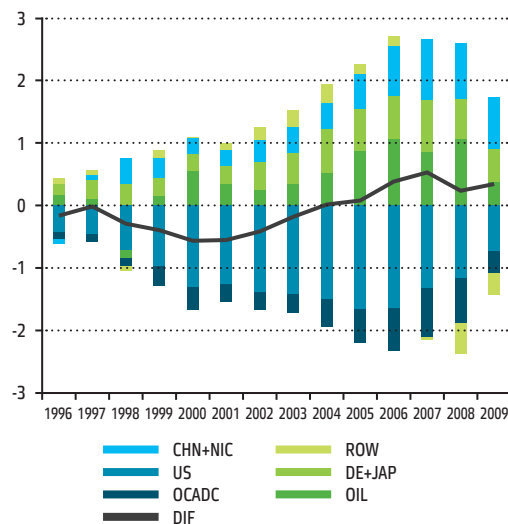
Jedním z možných opatření je podpora kontraktů na dobu neurčitou s postupným nárůstem nákladů na propuštění dané osoby. Tím by se částečně vyrovnala situace osob pracujících s omezeným a neomezeným typem úvazku. Zároveň by se zlepšila situace propuštěných osob (podpory v nezaměstnanosti), která je doprovodným jevem růstu počtu osob pracujících na částečné úvazky.

Globální nerovnováhy

Globální nerovnováhy, které charakterizovaly světovou i jednotlivé ekonomiky během přelomu století a v téměř celém prvním desetiletí nového století, byly do značné míry odbourány probíhající finanční a ekonomickou krizí. Obrázek 7 zachycuje vývoj globálních nerovnováh podle vybraných bloků zemí během více než deseti posledních let. Zde jsou dobře patrné výrazné přebytky i deficity zemí vyvážejících ropu či vybraných asijských nově industrializovaných ekonomik, resp. USA. Zatímco léta 2007 a 2008 byly roky, kdy se již nerovnováhy nerozšiřovaly, výrazný pokles nastal až v roce 2009 v souvislosti s cyklickým vývojem světové ekonomiky. Např. ekonomika USA díky poklesu poptávky po importech (z důvodu snížení spotřeby domácností a investiční poptávky) výrazně zredukovala negativní saldo běžného účtu. Snížení přebytkového salda se odehrálo i v ekonomikách vykazujících přebytky (Japonsko či Německo), resp. v zemích exportujících ropu (i díky poklesu cen). Velkou výzvou pro přebytkové ekonomiky je, jak se vyrovnat s tímto poklesem externí poptávky a tedy i nižšími přebytky v budoucnosti. Oba tyto vlivy se rovněž odrazí na vývoji globální ekonomiky.

MMF se v souvislosti s globálními nerovnováhami zaměřil na problémy zemí, které se rozhodly odbourat dlouhodobé přebytky běž-

Obrázek 7 ▶
Globální nerovnováhy
(saldo běžného účtu v % světového HDP)



Poznámka: US – USA; DE + JAP – Německo a Japonsko; CHN + NIC – Čína a nově industrializované ekonomiky (Hongkong, Indonésie, Korea, Malajsie, Filipíny, Singapur, Tchaj-wan); OIL – země exportující ropu; OCADC – ostatní země s deficitem běžného účtu; ROW – zbytek světa; DIF – statistická diskrepance.

Pramen: MMF (2010), obr. 4.1, vlastní úprava.

ného účtu pomocí změny politiky jako je změna měnového kurzu. Hlavními body, které byly v textu analyzovány, jsou:

- jaká byla situace ekonomiky před změnou režimu, jaké politiky byly aplikovány;
- jaké politiky byly aplikovány během změny;
- jaké byly dopady změny na ekonomické veličiny v dané ekonomice;
- existují-li doporučení pro ekonomiky za stávající ekonomické situace.

Nerovnováha běžného účtu

Abychom mohli analyzovat nerovnováhy běžného účtu, je zapotřebí vymezit pojem samotný. MMF využil údaje za 50 let (46 vyspělých a tran-

zitivních ekonomik v období 1960–2008)¹⁶ pro vybrané ekonomiky, identifikoval situace, kdy vykazovaly přebytky běžného účtu a následně došlo k jejich redukci. V druhém kroku byly identifikovány ty situace, které byly vyvolány změnami v politikách jako je změna měnového kurzu nebo makroekonomické stimuly.

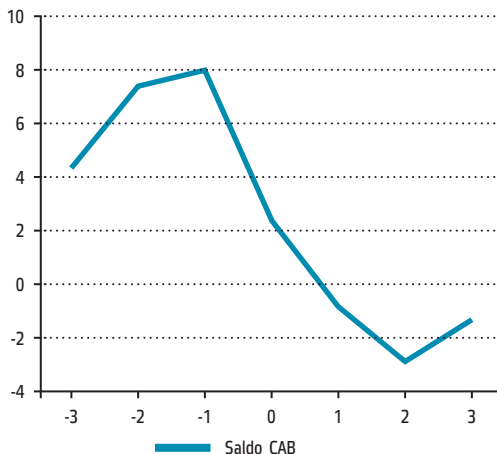
Korekce běžného účtu (*surplus reversal*)

Představuje situaci udržitelného a dlouhodobého poklesu přebytku běžného účtu platební bilance navazujícího na období s výraznými přebytky. Příkladem může být Korea, která snížila přebytek běžného účtu platební bilance v roce 1989 (viz obrázek 8). Korekci běžného účtu lze definovat i formálně (operacionalizovat), aby ji bylo možno použít pro identifikaci podobných situací v jiných ekonomikách. MMF využil několik charakteristik:

- **přebytky** běžného účtu byly **alespoň dvě procenta** HDP (dva ze tří let předcházejících korekci);
- **podstatné snížení přebytků** po korekci (nejméně o 2 % HDP méně než průměr předchozích tří let);
- **udržitelné snížení přebytků** (nešlo o jednorázový pokles představovaný podmínkou, že maximální přebytek během tří následujících let po změně je nižší než minimální přebytek v předcházejících letech).

Změna salda běžného účtu je ovlivněna změnou politik, které mohou být spojeny jak se změnou kurzového režimu, tak se změnou parametrů měnové nebo fiskální politiky nebo strukturální politiky. Zatímco celkový počet korekcí ve sledovaném vzorku zemí byl v průměru dvě pro jednu ekonomiku, počet spojený se změnami

Obrázek 8 ▶
Příklad korekce přebytků běžného účtu, Korea 1989 (saldo běžného účtu v % HDP)



Poznámka: Korekce nastala v časovém okamžiku 0.

Pramen: MMF (2010), obr. 4.2, vlastní úprava.

politik byl v průměru méně než jeden.

Na základě údajů pro 28 korekcí přebytků běžného účtu v uplynulých 50 letech byly nalezeny následující **charakteristiky daných ekonomik:**

- byly sníženy přebytky v průměru o 5,1 % HDP a po korekci byla výše přebytků v průměru 0,4 % HDP;
- korekce byla spojena s poklesem domácích úspor (o 2,1 p.b.) a růstem investic (o 3,3 p.b.);
- v průměru rostly importy dané ekonomiky o 4,2 p.b. a exporty zůstaly nezměněny;
- korekce byly spojeny s apreciací měnového kurzu (před korekcí byly nalezeny jako podhodnocené). Více než polovina korekcí byla spojena s apreciací nominálního i reálného efektivního měnového kurzu (9,2 % a 10,5 % v průměru), výraznější v případech

¹⁶ *Nebyly uvažovány malé ekonomiky (s méně než 1 milionem obyvatel), tranzitivní ekonomiky, bývalé země sovětského bloku (dnešní země CEE a CIS) a země exportující ropu a neropné komodity (z důvodu vlivu šoků směných reakcí). Součástí kapitoly je i detailní rozbor situace v pěti vybraných případech (Japonsko ve dvou případech, Německo, Korea a Tchaj-wan).*

více podhodnoceného kurzu;

- nebezpečí přestřelení měnového kurzu (overshooting) nebylo významné, pokud nastalo; tím se tato situace odlišuje od případů deficitů vedoucích k depreciaci měnového kurzu (a častým přestřelením).¹⁷

Korekce a její vliv na ekonomický růst

Dopad korekce na ekonomický růst je determinován faktory, které vedly ke vzniku přebytku a následně změně některé z politik. MMF identifikoval tři možné situace a jejich dopady na ekonomický růst:

- a) korekce přebytků byla uskutečněna **apreciací reálného měnového kurzu**. Následně by mohly růst importy a poklesnout exporty dané ekonomiky a rovněž produkce obchodovatelných statků by měla zpomalit.¹⁸ Výsledkem je nižší ekonomický růst. Pokud podhodnocený kurz chtěl omezit dopady např. nedokonalého institucionálního prostředí (viz Rodrick, 2008), mohl by být dopad na růst i dlouhodobějšího rázu;
- b) korekce přebytků byla dána **změnou makroekonomických politik** (expanzivní měnová nebo fiskální politika podporující domácí poptávku). Výsledkem je růst importů, snížení přebytků běžného účtu a zvýšení tempa ekonomického růstu, a to v závislosti na výchozích podmínkách a struktuře politik;¹⁹
- c) korekce přebytků z důvodu **odstranění imperfekcí a distorzí v ekonomice** by měla za následek růst úspor (opatrnostní mo-

tiv), nízkou míru investic a vyšší přebytek běžného účtu. Vysoký podíl opatrnostních úspor je důsledkem chybějícího systému sociálního zabezpečení včetně penzí, nerozvinutých finančních institucí a nedostatečných mezinárodních mechanismů, které by omezily problém výskytu náhlých šoků (tzv. sudden stops). Pokud by se podařilo eliminovat nebo alespoň omezit tyto distorze, mohlo by dojít k růstu spotřeby, poklesu úspor a snížení přebytku běžného účtu a zvýšení ekonomického růstu. Vysoká míra podnikových úspor (nízká míra investic) může být reakcí na nedostatečnou veřejnou správu, imperfekce na trzích (např. nefungující finanční systém, tzv. credit lunch nebo restriktivní opatření pro zahraniční kapitál). Omezení těchto distorzí by podpořilo investice, snížilo přebytek běžného účtu a podpořilo ekonomický růst.

Mezi **další okolnosti**, které ovlivní skutečný dopad na ekonomický růst, je situace světové ekonomiky, doprovodná opatření spojená se změnou politiky, strukturální politiky či situace ekonomik (např. nacházející se blízko potenciálu, kde již není prostor pro případné zvýšení tempa růstu).

Jaké jsou empirické zkušenosti ekonomik, které prošly situací korekce přebytků běžného účtu? Empirická evidence dopadů na ekonomický růst neprokazuje signifikantní dopady korekce a je robustní vůči různým specifikacím a není ovlivněna odlehlými pozorováními. Na straně druhé variabilita temp růstu je rela-

¹⁷ Vysvětlení lze hledat ve skutečnosti, že měnový kurz je upravován podle potřeby (nákupy zahraničních měn a tedy změny devizových rezerv mohou regulovat žádoucí výši změny) a není zde nutnost této změny jako v případě deficitů běžného účtu.

¹⁸ V zásadě jde o inverzní podobu Marshall-Lernerovy podmínky, tj. hlavní roli hraje výše elasticit po exportovaných a importovaných komoditách.

¹⁹ Fiskální stimulus povede k apreciaci měnového kurzu a vyšší produkci neobchodovatelných než obchodovatelných statků. (Měnový impuls by měl opačné dopady.)

tivně vysoká.

Jaké jsou zdroje ekonomického růstu v situaci, kdy došlo ke korekci přebytků běžného účtu? MMF provedl **dekompozici faktorů na poptávkové a nabídkové**. V první skupině byly čisté exporty a domácí poptávka, v druhé zaměstnanost a kapitál per capita a souhrnná produktivita faktorů (využita byla standardní Cobb-Douglasova produkční funkce). Výsledky dekompozice jsou zachyceny na obrázku 9. V horním panelu jsou výsledky pro dekompozici uskutečněnou pro příspěvky k růstu plynoucí poptávkové strany, v dolním panelu pro dekompozici založenou na nabídkových faktorech. Výsledky ukazují, že **korekce přebytků vede k:**

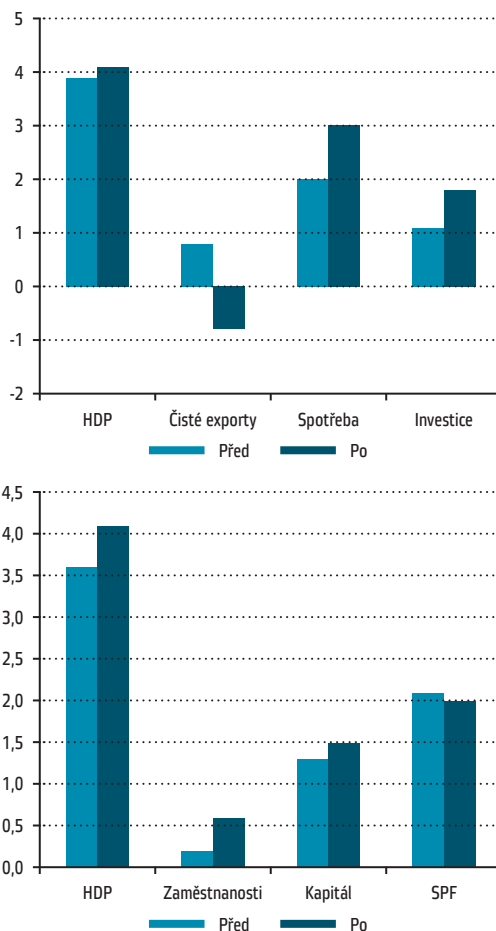
- poklesu čistých exportů, které jsou však kompenzovány nárůstem domácí poptávky (spotřeby a investic) a dopad na HDP je neutrální, resp. mírně pozitivní;
- pozitivním změnám v zaměstnanosti a v zásobě kapitálu a mírnému snížení souhrnné produktivity faktorů (SPF).

Mezi **další charakteristické rysy spojené s korekcí přebytků** lze řadit změnu podílu neobchodovatelného sektoru v ekonomice (nárůst), může dojít i ke změně struktury exportu dané ekonomiky (přechod k technologicky náročnějším typům produktů).

Jaké jsou další faktory, které mohou vysvětlit variabilitu výsledků pro dopady na HDP? Jde o faktory, mezi které patří:

- výchozí situace ekonomiky – ekonomický růst (výrazný růst před korekcí nebo naopak stagnace);
- stav zahraniční konjunktury (příznivé nebo nepříznivé), výchozí výše přebytku běžného účtu, míra úspor a míra investic;
- politiky – výše změny měnového kurzu, strukturální charakteristiky jako je např.

Obrázek 9 ▶
Příspěvky k růstu HDP (procentní body, před a po korekci běžného účtu)



Poznámka: Na základě údajů pro 26 zemí (poptávka), pro 20 zemí (nabídka).

Pramen: MMF (2010), obr. 4.5, vlastní úprava.

liberalizace zahraničního obchodu. Růst je tedy dán řadou faktorů, které se mohou vzájemně ovlivňovat (zesilovat nebo zeslabovat vliv) a změna měnového kurzu je pouze jedním z mnoha dílčích faktorů. Kupříkladu konjunktura světové ekonomiky může částečně

kompenzovat apreciaci měnového kurzu, resp. pro vyspělé ekonomiky, ekonomiky se strukturálními změnami, resp. ekonomiky orientující se na exportně náročné produkty jsou negativní dopady měnového kurzu méně významné.

Závěr

Jaká jsou tedy případná doporučení, jsou-li nějaká, pro ekonomiky, které stojí před korekcí přebytků běžného účtu, a to v situaci probíhající ekonomické krize? Korekce není nutně spojena se snížením tempa ekonomického růstu, protože vliv jednotlivých faktorů může vést k pozitivnímu nebo neutrálnímu dopadu.

Je tomu tak i po apreciaci měnového kurzu, kdy makroekonomické politiky, změna chování firem, resp. externí prostředí rovněž mohou ovlivnit výsledný dopad na ekonomický růst. Problémem makroekonomických politik jsou dopady na vnitřní a vnější rovnováhu, a to buď přímo nebo nepřímo (vyšší tempo růstu domácí poptávky vedoucí k cenovým tlakům nebo vliv na ceny aktiv). Strukturální reformy mohou též ovlivnit dopady korekce salda, a to např. liberalizace zahraničního obchodu, změna v regulaci pohybu mezinárodního kapitálu, reforma sektoru produkujícího neobchodovatelné komodity. ■

LITERATURA

- Bank of England: Inflation Report. London: Bank of England, February 2010.
- BERNANKE, B., GERTLER, M.: Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations. *The American Economic Review*, vol. 79, March 1989, no. 1, s. 14–31.
- DRIFFILL, J., MILLER, M.: Liquidity Constraints and Non-market Clearing: A Recipe for Recessions? Mimeo, *Working Paper*, Warwick University 2010.
- KIYOTAKI, N., MOOR, J.: Credit Cycles. *Journal of Political Economy*, vol. 105, April 1997, č. 2, s. 211–248.
- MMF: World Economic Outlook. IMF: Washington D.C., April 2010. ISBN 978-1-58906-915-2.
- OECD: OECD Employment Outlook. Paris 2009. ISBN 978-92-64-06791-2.
- OKUN, A. M.: Potential GNP: Its Measurement and Significance. ASA. Proceedings of the Business and Economics Statistics Section 1962, dostupné z: <http://cowles.econ.yale.edu/P/cp/p01b/p0190.pdf> (reprint).
- RODRIK, D. The Real Exchange Rate and Economic Growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2008, s. 365–412.
- SHARPE, S. A.: Financial Market Imperfections, Firm Leverage, and the Cyclicity of Employment. *The American Economic Review*, vol. 84, September 1994, no. 4, s. 1060–1074.

LABOUR MARKET DYNAMICS DURING A RECESSION AND RESTORATION OF CURRENT ACCOUNT BALANCE ACCORDING TO THE IMF

Ing. Václav Žďárek, A.S.C.

ABSTRACT

The text summarizes and highlights key points of two chapters of the new edition of the biannual publication World economic outlook published by the IMF. Firstly, it describes labour market dynamics using the Okun's law. It studies this dynamics during a recession and offers implications for the ongoing financial crisis. Secondly, it overviews selected aspects associated with transitioning out of sustained current account surpluses. It pays special attention to these changes and analyses their impact on economic growth.

KEYWORDS

Unemployment, Okun's Law, current account adjustment.

JEL CLASSIFICATION

F32, J64

Vývoj měnových podmínek v kontextu současné finanční krize

Ing. Martin Slaný

Finanční krize během posledních třech dekad nabývají na intenzitě, jak dokládají i mnohé nedávné studie (např. Bordo, 2007). V poslední čtvrtině minulého století došlo k zdvojnásobení četnosti jejich výskytu. Finanční krize postihují jak rozvinuté, tak rozvojové, resp. rozvíjející se ekonomiky, u kterých je pozorována četnost obecně vyšší. S ohledem na nejednoznačnost vymezení pojmů (viz dále) se autoři poměrně výrazně liší v počtu identifikovaných krizí. Až extrémní počet výskytů finanční krize našli třeba Laeven a Valencia (2008). Za posledních 40 let, když pomineme aktuální globální finanční krizi, určili téměř čtyři stovky nejrůznějších finančních krizí po celém světě. Stejný rozpor existuje v teoretických vysvětleních. S růstem počtu a závažnosti dopadů roste i počet přístupů, které se snaží vysvětlit finanční krizi, její průběh, spouštěcí mechanismus a vymežit dopady do finančního systému i reálné ekonomiky. S příchodem globální finanční krize se opětovně zvedl zájem i teoretických ekonomů o danou problematiku, který po éře finančních krizí druhé poloviny 90. let poněkud upadal.

Ačkoliv na rozdíl od krize reálné ekonomiky neměla finanční krize žádné přímé dopady na českou ekonomiku (v podobě sanace bankovního, resp. finančního sektoru), neznamená to, že naše ekonomika její důsledky nepocítila. Tato finanční nestabilita přinesla rovněž do naší ekonomiky značnou nerovnováhu. Cílem příspěvku

je po krátkém teoretickém exkurzu analyzovat, zda ekonomika ČR prošla během posledních tří let obdobím zvýšené nerovnováhy se zřetelem na vývoj vybraných měnových ukazatelů. Snahou je toto období finanční krize porovnat jak s předcházejícím vývojem, zejména obdobím naší finanční krize roku 1997–98, tak porovnat z hlediska zvýšené volatility měnových veličin vývoj u nás se zeměmi středoevropského regionu – Polskem a Maďarskem. Empirická část analyzuje časové řady vybraných šesti veličin – průběh odchylky hodnot jejich cyklických složek od dlouhodobého trendu dané časové řady. Dále analyzuje nerovnováhu, případně se snaží napovědět, zda v ČR existovalo (existuje) zvýšené nebezpečí finanční (měnové) krize. V závěru je sestrojen indikátor kompozitní cyklické složky těchto šesti ukazatelů. Ten je vytvořen pro ČR od roku 1996 až do prvního čtvrtletí roku 2010 a poté je obdobný indikátor porovnáván mezi ČR, Polskem a Maďarskem za období 2002–2009.

Teoretická východiska

Vymezení pojmu „finanční krize“ není zcela jednoduchou záležitostí. Ačkoliv se v průběhu výzkumu posledních třiceti let jednotlivé přístupy k chápání finanční krize sblížují, stále existují podstatné rozdíly mezi jednotlivými autory a neexistuje jedna všeobecně přijatá definice. Ve své monografii uvádí Dvořák (2008, s. 169)

širší formulaci: „Při vymezení pojmu finanční krize je podstatný fakt, že příčiny ekonomických problémů se nenacházejí v reálné ekonomice, ale vznikají ve finančním systému.“ Jiní autoři definici přímo vztahují ke svému vysvětlení příčin finanční krize. Např. Mishkin (1999, s. 1) poskytuje tuto: „Finanční krize je narušení finančních trhů, kde dochází ke zintenzivnění problémů nepříznivého výběru a morálního hazardu, takže finanční trhy nejsou schopny efektivně distribuovat kapitál k těm subjektům, jež nabízejí nejproduktivnější investiční příležitosti.“ Nejčastěji autoři (Bordo, 2007; Dvořák, 2008) pod tímto širokým pojmem chápou tyto typy finančních krizí:

- krize měnová (currency crisis),
- krize bankovní (banking crisis),
- dvojitá krize (twin crisis),
- krize dluhová (debt crisis),
- krize systémová (systematic crisis).

V souvislosti s analýzou měnových podmínek se zaměříme podrobněji na měnové krize. Bordo (2007, s. 2) definuje měnovou krizi jako „tržní útok na směnný kurz měny“. Jde tedy o převod finančních aktiv z domácí ekonomiky do zahraničí, který se projeví depreciací domácí měny (v případě pevného měnového kurzu devalvací). Empirický přístup poskytují třeba Frankel a Rose (1996, s. 3), kteří za „currency crash“ považují „nominální depreciaci kurzu o minimálně 25 procent.“ Měnovou krizí lze nazvat i situaci, kdy centrální banka v režimu fixního kurzu ubrání kurz domácí měny před jeho devalvací. Měnové autority se nejčastěji snaží řešit nastávající měnovou krizi intervencemi na devizovém trhu, zvýšením úrokových sazeb.¹ Měnová krize se tedy nemusí projevit pouze skutečnou devalvací či depreciací měny, ale i negativními jevy provádějícími úspěšnou obranu kurzu.

Měnové krize nejsou dnes jen krizemi finančních trhů, ale mají i své dopady do reálné ekonomiky. Takto chápe měnovou krizi i Mandel a Tomšík (2008, s. 235): „Měnová krize je zpravidla chápána jako výrazná depreciace (či vynucená devalvace) měnového kurzu, která vede k národohospodářským ztrátám v podobě poklesu reálného ekonomického růstu a zvýšení inflace.“ Propojení mezi finančním sektorem a reálnou ekonomikou jsou dány např. tím, že firmy často čerpají úvěr v cizí měně, a pokud nejsou zajištěny proti kurzovým ztrátám, mohou se devalvací kurzu dostat do problémů se splácením svých závazků. Problémy mohou mít i importně náročná odvětví, která dříve využívala silné měny v podobě levných dovozů surovin ze zahraničí. Dalším možným kanálem přenosu může být v případě úspěšné obrany kurzu zvýšení úrokových sazeb a jeho negativní dopad na agregátní poptávku (zejména na investiční aktivitu a spotřebu). Výsledkem měnové krize tak nejčastěji bývá pokles výstupu (zapříčiněný zvýšením úrokových sazeb) nebo růst cenové hladiny (z důvodu depreciace domácí měny).

Moderní modely finančních krizí jsou spojeny zejména s krizemi měnovými, proto jsou modely měnových krizí nejvíce propracované a lze je dělit dle několika kritérií. Jednou z možností je dělení dle příčin, které krizi vyvolají. S tímto pojetím se můžeme setkat v práci Musílka a kol. (2004) či Radeleta a Sachse (1998). V literatuře se však lze nejčastěji setkat s členěním do tzv. generačních modelů. De facto jde o seskupení modelů podle charakteristik, které jsou pro dané modely shodné. Členění dle generací odpovídá členění dle doby vzniku daných modelů:

- modely první generace, které se datují mezi lety 1979 – přelom 90. let,
- modely druhé generace, které se řadí mezi léta 1994–1997 a

1 V případě zemí s měnovým výběrem je snad jediným kanálem, jak zvýšit likviditu v ekonomice, snížení povinných minimálních rezerv.

- modely třetí generace od roku 1997 do počátku tohoto století.

Podívejme se na jednotlivé modely blíže, neboť budou inspirující pro výběr sledovaných veličin v empirické části příspěvku. **Modely první generace** bývají nejčastěji označovány jako modely krizí běžného účtu platební bilance. Jejich autory jsou zejména Krugman (1979) a Flood a Graber (1984). Krugman (1979) zkoumal okolnosti, za kterých již není vláda schopna udržet fixní měnový kurz. Východiskem modelu je, že nominální měnový kurz je určen absolutní verzí parity kupní síly. Pokud chce vláda udržet fixní měnový kurz, nesmí dojít ke změně cenové hladiny v porovnání s cenovou hladinou v zahraničí. Stabilita cenové hladiny je v modelu spojena se stabilní nabídkou peněz v domácí ekonomice. Tu tvoří především úvěry domácností a vládě a dále devizové rezervy přepočtené do domácí měny. Pokud vláda bude provádět expanzivní fiskální politiku, růst domácího úvěru vládě (aby bylo dodrženo stabilní množství peněz v ekonomice) vyvolá tlak na pokles devizových rezerv. Pokud centrální banka bude monetizovat vládní rozpočtový schodek či by chtěla držet stabilní devizové rezervy (resp. neproporcionální pokles rezerv), docházelo by při růstu domácího úvěru vládě k růstu množství peněz v ekonomice, a tím i růstu domácí cenové hladiny. Dle absolutní verze parity kupní síly to vyvolá devalvační tlaky na kurz a na pokles omezených devizových rezerv. Jedná se o model, kde důsledky krize jsou předvídatelné. Faktory, které by mohly identifikovat příchod krize, shrnuje Frankel a Rose (1997, s. 6): měnová a fiskální expanze, pokles cenové konkurenceschopnosti, deficit běžného účtu platební bilance, ztráty devizových rezerv. Měnová krize je výsledkem racionální reakce trhu na konfliktní vnitřní a vnější makroeko-

nomický cíl. Příčinou je dlouhodobá monetizace vládního dluhu centrální bankou, což je nekonzistentní s režimem fixního měnového kurzu.

Mezi autory, kteří rozpracovali modely druhé generace, patří zejména Obstfeld (1994, 1995), částečně již ve své práci z 80. let (1986) a dále např. Sachs, Tornell a Velasco (1996). Modely druhé generace reagovaly na některé výtky vůči modelům první generace: že jde o modely s perfektními očekáváními, stojí na řadě nereálných předpokladů a obsahují jednoduché a mechanické chování centrální banky (jednoduše monetizuje vládní deficit bez ohledu na dopad na měnový kurz či že brání kurz devizovými intervencemi).² Centrální banka v realitě využívala spíše zpřísnění měnové politiky přes růst úrokových sazeb, než že by slepě „vyprodávala“ své zásoby deviz. Otázkou také bylo, proč byly finanční krizí postiženy země, které měly „umravněnou“ hospodářskou politiku. Do modelů druhé generace byly přidány tři nové úvahy (Krugman, 1997):

- musí existovat důvod, proč by vláda chtěla vzdát fixní kurz,
- musí existovat důvod, proč by vláda chtěla bránit měnový kurz,
- náklady bránění fixního kurzu rostou samy o sobě s tím, jak lidé očekávají, že kurz bude opuštěn.

Tyto modely obsahují politiku centrální banky endogenně. Pracují s volbou centrální banky: udržet fixní měnový kurz či ho nechat devalvovat. Udržet fixní měnový kurz může centrální banka buďto intervencemi (ty však, jak ukazují modely první generace, mohou být rychle vyčerpány) nebo může dojít k „utažení“ měnové politiky růstem úrokových sazeb, což ale sníží agregátní poptávku a potažmo má negativní dopad na zaměstnanost a hospodářský růst. Pokud

2 *Sám Krugman (1979) ve svém článku několikrát uvádí, že jeho model je jednoduchý s mnohými nerealistickými předpoklady.*

vládní dluhopisy jsou nakoupené převážně domácími subjekty, povede navíc růst krátkodobých úrokových sazeb ke zvýšení dluhové služby vlády. Nebránit kurz má však rovněž své náklady – negativní dopad na cenovou hladinu, v případě denominovaného dluhu v cizí měně vliv na růst dluhové služby vlády. Nedodržení inflačního cíle se projeví v delším období ztrátou kredibility měnové politiky, která se získává zpět velmi těžko. Jak shrnuje Krugman (1998, s. 2), existuje „trade-off mezi krátkodobou makroekonomickou flexibilitou a dlouhodobou kredibilitou.“

Chování vlády sledují subjekty na trhu. Pokud jsou např. náklady na opuštění fixního kurzu nízké, podpoří to očekávání investorů a útěk od domácí měny. Základní příčinou krize je tedy opět spekulace na měnu (na fixní kurz). Nemusí to však být fundamentální důvod, který krizi spustí. Devalvace domácí měny je v modelech druhé generace endogenní, vynucená sebenaplňujícími se očekáváním spekulantů. Dokud investoři věří v udržitelnost kurzu, nemají důvod stahovat svá aktiva. Jak výstižně uvádí Obstfeld (1996, s. 3): „Spekulativní očekávání závisí na předpokládané reakci vlády, která závisí na tom, jak změny cen, které jsou samy o sobě naplňovány očekáváním, ovlivní ekonomickou a politickou pozici vlády.“ „Dokonce fixní měnový kurz, který by mohl být udržitelný po neurčitě dlouhou dobu bez spekulativních útoků, může podlehnout nepříznivému tržnímu sentimentu“ (Obstfeld, 1995, s. 2–3). Vzhledem k tomu, že udržení měnového kurzu s sebou nese náklady pro ekonomiku, může centrální banka přistoupit k opuštění fixního kurzu ještě dříve, než jsou k tomu „reálné“ důvody. S pomocí sebenaplňujícího se pesimismu může být pak země postižena zbytečnou krizí bez fundamentálních důvodů

v ekonomice či hospodářské politice. Ačkoliv, jak dodává Krugman (1997, s. 6), „měnová krize je i v modelech druhé generace výsledkem nekonzistenčnosti politiky dlouhodobé udržitelnosti fixního měnového kurzu.“

Modely třetí generace vycházejí ze širšího pojetí, kdy již nejde úzce jen o krize měnové. Příčiny jsou komplexnější a dopady na ekonomiku a finanční systém dramatičtější. Jak píše Bordo (2007, s. 3), „třetí generace krizí je definována jako dvojitá krize (twin crisis) doprovázená dluhovým defaultem.“ Navazují na modely druhé generace v tom, že dále zkoumají kanály náklady, kterými může být finanční krizí postižena i „zdravá“ ekonomika, resp. ekonomika s umravenou hospodářskou politikou.³ V návaznosti na krizi v jihovýchodní Asii se práce věnují faktorům, které doposud v modelech zůstaly opomenuty (Krugman, 1998): úloze finančních institucí a zprostředkovatelů, úloze tržních selhání (asymetrie informací) a vývoji cen na trzích aktiv. Měnová krize zde není primárním problémem, je spíše následkem, např. spekulací s nejrůznějšími aktivy. Oproti první generaci (částečně i druhé) dochází k otočení kauzality. „Depreciace nominálního měnového kurzu se stává spíše symptomem než fundamentální příčinou krizí“ (Krugman, 2001, s. 8). Příčinou není ani hospodářská politika vlády. Naopak někteří autoři se domnívají, že účinný a dostatečně razantní impuls ze strany hospodářsko-politických autorit může zabránit tomu, aby se země dostala do nerovnováhy. Typický pro finanční krize třetí generace je výrazný dopad na reálnou ekonomiku a kumulace problémů v důsledku propojení trhů. Finanční krize přestala být definitivně problémem jen měnové politiky. Dochází k posunu od makroekonomických faktorů k veličinám mikroekonomickým.

3 Někteří autoři (Krugman, 2001) se dokonce snaží oddělit modely tzv. čtvrté generace, které zkoumají systemickou finanční krizi. Tento přístup však není autory všeobecně přijatý. Mnohé tyto modely zahrnované do čtvrté generace se zásadním způsobem neliší od modelů třetí generace.

Výsledkem finanční krize může být ztráta výstupu po několik let. Z dat nejrůznějších autorů je zřejmé, že recese doprovázená finanční krizí má mnohem větší následky ve ztrátě výstupu než recese bez finanční krize (současná recese je toho důkazem). Opomenout bychom neměli ani náklady politické.

Analýza nerovnováhy měnových podmínek

Od poloviny 90. let se vyskytla řada textů, které se snaží vyvinout techniky k předpovídání měnových (finančních) krizí. Pionýrskými autory jsou Frankel a Rose (1996) a Kaminsky et al. (1997) a dále publikace Mezinárodního měnového fondu. Tyto práce se soustřeďují zejména na předpovídání krizí měnových. Jak ukazují data (Bordo, 2007), narůstá počet měnových krizí, které jsou doprovázené krizemi bankovními či dluhovými, ačkoliv absolutně mají měnové krize stále větší četnost, což částečně umožňuje tyto indikátory měnových krizí použít i pro analýzu příchodu krize finanční. Sledovaných ukazatelů je velké množství a jednotlivé empirické studie se výrazně liší v jejich výběru a důrazu při předvídání (vysvětlení) krize. Přesto lze nalézt několik ukazatelů, u kterých panuje širší shoda mezi autory: jde zejména o vývoj měnového kurzu, devizové rezervy, reálný efektivní kurz a další (blíže Kaminsky et al., 1997 či Abiad, 2003). Z hlediska použitých metod mezi nejvýznamnější přístupy v oblasti empirie finančních krizí patří signální přístup (v české literatuře jej používá např. Pazour, 2004a, 2004b), logitové a probitové modely či VAR modely. V našem přístupu bude dále brán ohled nejen na teoretickou literaturu, ale rovněž na výběr veličin v empirických studiích. Přístup bude vycházet rovněž ze studie Goldsteina a Turnera (1996), kteří dochá-

zejí k závěru, že jednou z příčin finanční krize může být volatilita makroekonomických veličin, která zohledňuje vyšší nejistotu v ekonomice. Ta může být sama o sobě příčinou krize.

V následující části se pokusíme vybrat některé ukazatele, které by mohly indikovat nerovnováhu a případný příchod měnové (finanční) krize. Stěžejní bude sledovat směrodatnou odchylku od dlouhodobého trendu vývoje daných ukazatelů. Poté se pokusíme vytvořit „kompozitní“ indikátor cyklické složky daných ukazatelů,⁴ který by měl rovněž indikovat případnou měnově-finanční nerovnováhu v ekonomice. Cílem není uchopit všechny významné indikátory finanční stability (ve smyslu chápání finanční krize jako krize systemické⁵), ale zaměřit se jen na ukazatele, které mají souvislost primárně s krizí měnovou. Cílem není ani konstrukce předpovědního modelu, a tak problematika toho, jaká veličina je spouštěčem krize či její „obětí“ je upozaděna. Jde spíše o analýzu post factum založenou na jednoduchém empirickém přístupu.

Zejména s přihlédnutím k pracím Pazoura (2004a, 2004b), Akada (2003), Kaminského et al. (1997) byly vybrány následující ukazatele, u kterých v literatuře panuje největší shoda:

- poměr měnového agregátu M2 ku devizovým rezervám,
- reálný efektivní měnový kurz (REER),
- index akciového trhu (index PX Burzy cenných papírů Praha),
- měnový kurz k nejvýznamnější zahraniční měně (CZK/EUR, resp. před rokem 1999 k ECU),
- vývoj krátkodobých úrokových sazeb (zvolena tříměsíční úroková sazba na mezibankovním trhu PRIBOR),
- kompozitní indikátor důvěry podnikatelů.

4 Nutno poznamenat, že někteří autoři konstrukci takového kompozitního indikátoru vidí vzhledem k možnosti vzájemné korelace mezi proměnnými skepticky (podrobněji Eliasson a Kreuter, 2002).

5 Do budoucna by bylo zajímavé rozšířit paletu proměnných o další: např. o poměr běžného účtu platební bilance k DHP, směnné relace či další makroekonomické veličiny.

Data

Vybrané ukazatele byly sledovány na bázi čtvrtletních dat. Ta na rozdíl od dat ročních zohledňují i náhlé výkyvy proměnných, ke kterým může docházet (resp. při finanční krizi i dochází) během jednoho roku u veličin jako devizové rezervy, měnový kurz, ale třeba i očekávání podnikatelských subjektů ztělesněná v indikátoru důvěry. Zároveň je výhodou kvartálové periodicity snadná dostupnost. Pozornost je věnována období od prvního čtvrtletí roku 1996 do prvního čtvrtletí 2010. Výběr není náhodný, jelikož jedním z cílů příspěvku je porovnat velikost a délku nerovnováhy během globální finanční krize s finanční krizí druhé poloviny 90. let. Úskalím výběru takto dlouhé časové řady je samozřejmě to, že na jejím počátku došlo ke změně režimu měnové politiky České národní banky, která od roku 1998 přešla na politiku cílování inflace. Pozornost je třeba věnovat i tomu, že na počátku sledovaného období se měnil režim měnového kurzu koruny z fixního kurzu (resp. kurzu s pásmem oscilace) na plovoucí kurz (řízený floating).

Metoda pozorování

U výše jmenovaných ukazatelů byla sledována jejich volatilita, resp. odchylky od trendu. Byla vyňata cyklická složka, dána do poměru k trendovému vývoji a pomocí toho stanovena odchylka od trendu.⁶ Klíčové bylo stanovení trendu. Ten byl určen pomocí Hodrickova-Prescottova filtru v programu Demetra. Hodrickův-Prescottův filtr je jedna z nejpoužívanějších metod pro rozklad časové řady na trendovou a cyklickou složku. Pracuje s minimalizací vztahu:

$$\sum_{t=1}^T (y_t - \tau_t)^2 + \lambda \sum_{t=2}^{T-1} [(\tau_{t+1} - \tau_t) - (\tau_t - \tau_{t-1})]^2$$

Hodrickův-Prescottův filtr lze poměrně jednoduše aplikovat na jakoukoli časovou řadu a z hle-

diska požadavků na časovou řadu je poměrně nenáročný. Nevýhodou je problém konců časové řady, kdy koncové údaje neumí tento filtr dostatečně vyhladit. Alternativou k tomuto filtru bylo použití složitějších metod klouzavých průměrů jako třeba Barterův-Kingův filtr. S ohledem na požadavek naší analýzy by však šlo o zbytečně komplikovaný přístup.

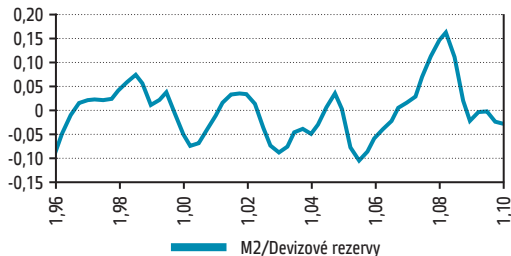
Hodnota parametru λ byla zvolena dle Hodricka a Prescottta (1997) v souladu s tím, že použitá data jsou čtvrtletního charakteru (tedy $\lambda = 1600$). Po očištění dat na cyklickou složku a trend byl učiněn jejich poměr, který můžeme prezentovat jako krátkodobou cyklickou volatilitu dané proměnné. Výsledky grafické analýzy ukázaly značnou volatilitu odchylek od trendu. V následující části bude vysvětlen podrobněji výběr zkoumaných ukazatelů a zhodnocena jejich volatilita dle uvedeného postupu.

Volba ukazatelů a jejich volatilita

Poměr měnového agregátu M2 k devizovým rezervám: Devizové rezervy a peněžní nabídka patří z pohledu četnosti k absolutně nejpoužívanějším ukazatelům ve světové i naší literatuře. Změna tohoto poměru může identifikovat dva případy: růst peněžního agregátu M2 oproti devizovým rezervám může znamenat výrazný nárůst peněžní nabídky, což by identifikovalo, že centrální banka provádí expanzivní měnovou politiku (s pozdějším tlakem na depreciaci domácí měny a růst cenové hladiny) nebo může dojít k poklesu devizových rezerv. To by, jak bylo vysvětleno v teoretické části u modelů první generace, zobrazovalo snahu centrální banky udržet měnový kurz pomocí devizových intervencí. Krátkodobou cyklickou volatilitu tohoto ukazatele (poměru cyklické a trendové složky) znázorňuje obrázek č. 1.

6 Inspirující byla při tomto postupu práce Czesaného a Jeřábkové (2009).

Obrázek 1 ▶

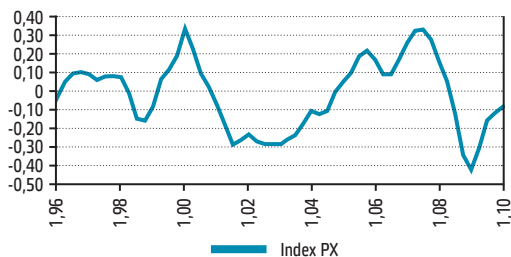
M2/devizové rezervy

Pramen: Data ČNB; vlastní výpočty.

Reálný efektivní měnový kurz (REER):

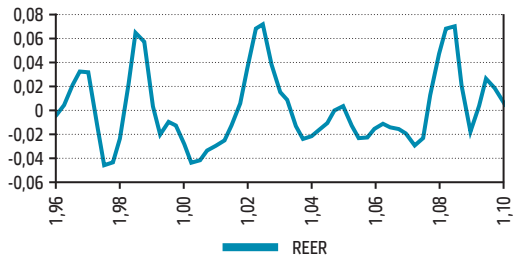
Reálný měnový kurz byl deflovaný deflátorem hrubého domácího produktu při zohlednění vah obratu zahraničního obchodu. REER je klíčovým faktorem ovlivňujícím vývoz domácích výrobků a služeb do zahraničí. Apresiasi REER, která může být způsobena aprecií nominálního měnového kurzu či rychlejším růstem domácí cenové hladiny oproti zahraničí, má dopad na běžný účet platební bilance. Tento ukazatel je konzistentní zejména s modely první a druhé generace. Např. Goldfajn a Valdés (1998) se domnívají, že odchylky REER od svého dlouhodobého trendu jsou jednou z nejdůležitějších proměnných při predikci krize a slouží jako dobrý předstihový indikátor (viz obrázek 2).

Obrázek 3 ▶

Burzovní index PX

Pramen: Data BCPP; vlastní výpočty.

Obrázek 2 ▶

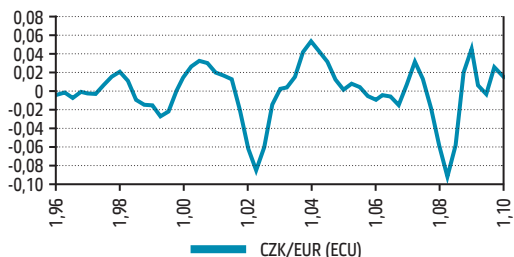
Reálný efektivní měnový kurz

Pramen: Data ČNB; vlastní výpočty.

Index akciového trhu PX: Tento ukazatel byl vybrán zejména v návaznosti na výzkumy v rámci modelů třetí generace. Ty přikládají zvýšenou pozornost vývoji na akciových trzích a obecně trhu aktiv. Společně s indikátorem důvěry v podnikatelské sféře patrně nejvíce odrážejí sentiment investorů na finančním trhu (viz obrázek 3).

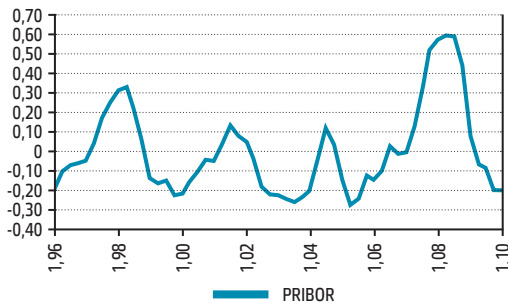
Měnový kurz CZK/EUR (CZK/ECU): Měnový kurz hraje ve finanční (měnové) krizi klíčovou roli a jak bylo uvedeno výše, empirická definice měnových krizí je s vývojem, resp. silnou depreciací měny úzce spojena. Je však třeba sledovat odchylky kurzu i opačným směrem, neboť mnohé studie prokázaly, že depreciaci měny často předchází období silné apreciace. Ačkoliv

Obrázek 4 ▶

Reálný efektivní měnový kurz

Pramen: Data ČNB; vlastní výpočty.

Obrázek 5 ▶
PRIBOR tříměsíční



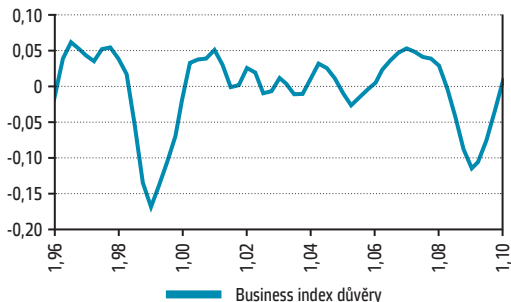
Pramen: Data ČNB; vlastní výpočty.

jsme již zapracovali REER, nominální kurz koruny vůči euru může indikovat tlaky na příliv či odliv kapitálu. V modelu pracujeme s kurzem koruny vůči euru jako nejvýznamnější měně ve vztahu k zahraničí. Měnový kurz může mít rovněž dopad na dluhovou pozici vlády (většina cizích závazků ČR je denonominována právě v eurech). V neposlední řadě je v něm zohledněna případná snaha České národní banky intervenovat na devizovém trhu (viz obrázek 4).

PRIBOR tříměsíční: Tento ukazatel byl zvolen jako reprezentant krátkodobých úrokových sazeb v české ekonomice. Z diskuse teoretických modelů vyplynulo, že rychlý růst úrokové sazby představuje např. signál případného úspěšného odvrácení útoku na domácí měnu, případně poskytuje informaci o snaze centrální banky napravit náhlou nerovnováhu v ekonomice (viz obrázek 5).

Indikátor důvěry podnikatelů: Tento ukazatel byl zvolen zejména jako předstihový indikátor vývoje ekonomiky, který v sobě zohledňuje nálady ekonomických subjektů a případný příchod paniky. Rovněž může působit jako impuls k sebenaplňujícímu se pesimismu a je tím v souladu s mechanismem samospouštěcí krize, jak vykládají některé přístupy modelů třetí gene-

Obrázek 6 ▶
Indikátor důvěry podnikatelů



Pramen: Data ČSÚ; vlastní výpočty.

race. To, že byl z indikátorů důvěry zvolen právě indikátor důvěry podnikatelů má dva důvody. Jednak kompozitní indikátor důvěry či indikátor důvěry spotřebitelů jsou dostupné až od roku 1998 a dále na rozdíl od indikátorů spotřebitelské důvěry vykazuje indikátor důvěry podnikatelů menší volatilitu a lépe odpovídá zobrazení nálad na finančních trzích (viz obrázek 6).

Jak je patrné z výše uvedených obrázků, zvýšené výchyly vybraných měnových ukazatelů bylo možné obecně za dané období sledovat ve dvou, resp. třech případech. První větší výchylku lze najít mezi léty 1997–98, kdy naše ekonomika prodělala finanční krizi. Zřetelný je nestabilní vývoj zejména u REER v roce 1998, u krátkodobých úrokových sazeb či následný propad důvěry podnikatelů v domácí ekonomiku. Rovněž poměr peněžního agregátu M2 k devizovým rezervám zaznamenal nemalý růst. Druhým obdobím zvýšené nestability bylo období roku 2001 a první poloviny roku 2002 (to je v souladu s prací Pazoura, 2004a). K tomuto vychýlení nejvíce přispěly opět odchylky od trendu u reálného efektivního měnového kurzu, resp. i nominálního kurzu. Patrný je i propad indexu akciového trhu. Výrazný nárůst odchylek zaznamenáváme zejména od druhé poloviny

roku 2007 a v první polovině roku 2008. Nárůst nestability je patrný u všech vybraných ukazatelů. Za sledované období zaznamenaly všechny sledované veličiny největší výchylku vyjma důvěry podnikatelů v ekonomiku. Je také možné vysledovat, že výchylkám předcházely značné nerovnovážné pohyby opačným směrem. Data z posledních čtvrtletí ukazují postupný návrat od nestability těchto ukazatelů k jejich trendovým hodnotám s výjimkou krátkodobých úrokových sazeb, které signalizují aktivní roli měnové politiky. To svědčí o postupném odeznívání nerovnováh ve finančním systému a ekonomice jako celku.

Kompozitní indikátor měnových podmínek

Podobné závěry, jaké nabídly odchylky cyklické složky od trendové, poskytne indikátor kompozitní cyklické složky výše uvedených ukazatelů. Ačkoliv jsme mohli sledovat pouze vývoj jednotlivých dílčích veličin, použití kompozitního ukazatele má výhodu v podobě jasné srozumitelnosti při porovnávání jak v čase, tak mezi zeměmi. Souhrnný ukazatel svou povahou rovněž eliminuje jednorázové výkyvy jedné složky, zatímco jiné by signalizovaly třeba standardní cho-

vání. Vytvoření kompozitního indikátoru bylo následující: cyklické složky získané filtrací pomocí Hodrickova-Prescottova filtru (1997) jsme normalizovali pomocí nejpoužívanější metody – a to pomocí standardizace. Ta je provedena dle následujícího vzorce:

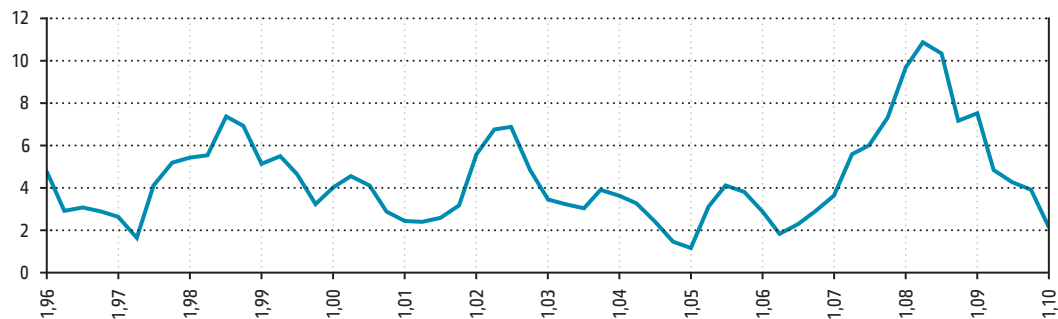
$$\text{normalizovaná hodnota} = \frac{(\text{skutečná hodnota} - \text{střední hodnota})}{\text{směrodatná odchylka}}$$

Data se normalizovala s cílem dosažení srovnatelnosti časových řad. Časová řada po normalizaci vykazuje standardní odchylku rovnu jedné a nulový rozptyl. To umožnilo časové řady jednotlivých měnových ukazatelů srovnávat a sčítat mezi sebou. Při výpočtech byly použity absolutní hodnoty odchylek, neboť jak výkyv hodnoty v kladném, tak záporném směru je považován za projev nerovnováhy (resp. hledání stability).

Získaný indikátor kompozitní cyklické složky (viz obrázek 7) ukazuje, že za období let 1996–2009 je možné vysledovat opět tři období nestability, která byla zmíněna již výše. Zajímavé je porovnání těchto tří období nerovnováh mezi sebou. Česká ekonomika z pohledu vybraných měnových ukazatelů zažívala v posledních dvou letech v souvislosti s glo-

Obrázek 7 ►

Indikátor kompozitní cyklické složky měnových podmínek



Pramen: ČSÚ, ČNB, BCPP, vlastní úpravy a výpočty.

bální finanční krizí největší výchyly za celé sledované období. Zhruba srovnatelné jsou nerovnováhy v letech 1997–98 a 2001–2002. Nerovnováha v letech 2007–2008 je však z pohledu hodnoty indikátoru kompozitní cyklické složky zhruba o polovinu větší. Konkrétně hodnota indikátoru ve 3. čtvrtletí 1998 byla 7,4, ve stejném čtvrtletí roku 2002 6,9 a ve 2. čtvrtletí 2008 dosahovala hodnoty 10,9 bodu. Indikátor podobně jako jeho složky zaznamenávají pokles volatilitu a v posledních čtvrtletích se přibližuje k trendovým hodnotám, jež mohou indikovat klesání nerovnovážných měnových tlaků v ekonomice.

Porovnání kompozitního ukazatele s Polskem a Maďarskem

Pro srovnání vývoje indikátoru kompozitní cyklické složky měnových podmínek v ČR s Polskem a Maďarskem je použita uvedená metodika: u všech zkoumaných ukazatelů zjistíme cyklické složky pomocí Hodrick-Prescottova filtru a poté je budeme standardizovat (sečteme do kompozitního ukazatele). Oproti zkoumání vývoje měnových podmínek ČR bude tento komparativní přístup mít dvě změny: zvolené období je kratší (1Q/2002–3Q/2009). Důvodem je jednak dostupnost srovnatelných dat a především to, že cílem je porovnat nestabilitu měnových podmínek zejména v souvislosti s globální finanční krizí. Bylo snahou použít co nejvíce dat ze stejného zdroje (v tomto případě až na výjimky pocházejí data z Eurostatu). Drobně se rovněž liší použité ukazatele, ačkoliv byla snaha zachovat jejich logiku. Analýza vychází z těchto ukazatelů:

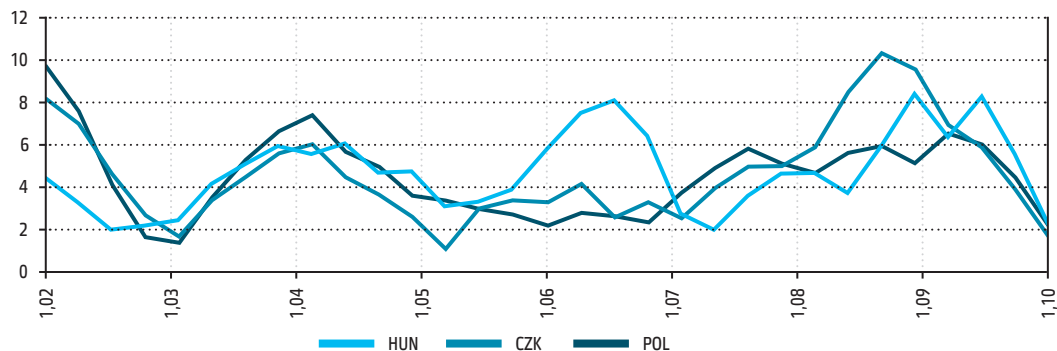
- poměr měnového agregátu M2 k devizovým rezervám,
- reálný efektivní měnový kurz (REER) deflovaný indexem spotřebitelských cen,

- index domácího akciového trhu,
- měnový kurz domácí měny k euru,
- vývoj krátkodobých úrokových sazeb (zvolena tříměsíční úroková sazba na mezibankovním trhu),
- kompozitní indikátor důvěry (sentimentu) dle definice Eurostatu.

Česká ekonomika zaznamenala za sledované období velmi podobný a synchronní vývoj s ekonomikami Polska a Maďarska. To může svědčit jednak o podobnosti všech tří ekonomik, o jejich společném provázání směrem k zahraničí i o tom, že zahraniční investoři vnímají tyto země jako součást jednoho regionu. Po výrazném vychýlení kolem roku 2002⁷ následuje období rovnováhy. Přelom roku 2003 a 2004 je opět obdobím výraznější odchylky od trendových hodnot zkoumaných ukazatelů. Mezi léty 2005 a 2007 můžeme v české a polské ekonomice vysledovat stabilní vývoj z pohledu měnových podmínek. Výjimkou je vývoj v Maďarsku, které zaznamenalo výraznou nestabilitu v roce 2006 způsobenou zejména vnější nerovnováhou. Výrazný byl především propad poměru M2/devizovým rezervám, pokles úrokových sazeb a rovněž reálného efektivního kurzu. Období let 2007 a 2008 je ve všech sledovaných zemích spojeno s výraznou nerovnováhou. Je patrné, že délka nerovnováhy je téměř naprosto shodná – k vychýlení dochází od konce roku 2006 s vrcholem v roce 2008 a koncem roku 2009 návrat na úroveň tohoto indikátoru před vypuknutím globální finanční krize. Co do směru byl vývoj podobný, intenzita nerovnováhy však nebyla stejná. Nejmenší nerovnováhu zaznamenalo Polsko (hodnota indexu kompozitní cyklické složky vybraných měnových podmínek dosáhla nejvyšší hodnoty ve 4. čtvrtletí roku 2008 na úrovni 6,5 bodu – tedy

⁷ Při srovnání s nerovnováhou na počátku sledovaného období (rok 2002) je nutná opatrnost s ohledem na výše uvedené problémy Hodrickova-Prescottova filtru ohledně vyhlazení konců časové řady.

Obrázek 8 ▶

Indikátor kompozitní cyklické složky měnových podmínek v mezinárodním srovnání

Pramen: EUROSTAT, National Bank of Poland, National Bank of Hungary; vlastní výpočty a úpravy.

na velmi podobné úrovni jako při problémech v roce 2006).⁸ Následovalo Maďarsko s nejvyšší hodnotou indikátoru ve 3. čtvrtletí 2008 (8,4 bodu). Naopak česká ekonomika zaznamenala absolutně nejvyšší hodnotu indikátoru kompozitní cyklické výchylky jak ve své historii, tak při porovnání s Polskem a Maďarskem (nejvyšší hodnota ve 2. čtvrtletí 2008 na úrovni 10,3 bodu).

Závěr

I přes zájem teoretických ekonomů posledních třiceti let, vysokou míru sofistikovanosti teoretických modelů, předpovědí a prognóz, stále krize ekonomiky překvapují a vyskytují se bez varování. Současná krize je toho dobrým příkladem. Rozpoznání vzniku, mechanismu přenosů a dopadů krizí předešlých je však základem k tomu, abychom mohli (alespoň částečně) v budoucnosti obdobným krizím předcházet či včas minimalizovat jejich negativní dopady. Aktuální globální finanční krize představuje výzvu pro všechny zainteresované – hospodářsko-politické autority, tvůrce empirických modelů i teoretické ekonomy. Dá se tak očekávat, že

v následující době dojde k opětovnému výraznému zájmu ekonomů o danou problematiku. Lze očekávat i nové modely a přístupy k vysvětlení finančních krizí a patrně vytvoření modelů nové generace.

Finanční krize měla (má) výrazný dopad i na českou ekonomiku. Ačkoliv naše ekonomika nezaznamenala výraznější problémy v bankovním sektoru, není postižena přímými akutními dluhovými problémy jako některé země střední a východní Evropy, přesto je z příspěvku patrné, že i česká ekonomika prošla obdobím výrazné měnové nestability. Data ukazují, že na přelomu let 2007 a 2008 čelila nejvážnějším nerovnováhám měnových podmínek v historii i v porovnání s Polskem a Maďarskem. Vývoj z pohledu vybraných ukazatelů byl ve všech zemích (až na jednu výjimku) synchronní. Zdá se, že česká ekonomika byla schopna tyto mimořádné tlaky ustát, ač se ani ona nevyhnula výraznému propadu produkce a výstupu ekonomiky. Nerovnováhy měnových a finančních podmínek se přelily postupně zejména na trh práce, který dnes zůstává největší výzvou pro hospodářskou politiku. ■

⁸ Připomeňme, že i z pohledu růstu HDP je Polsko jedinou zemí EU, která v minulém roce nezaznamenala propad do záporných hodnot.

LITERATURA

- ABIAD, A.: Early Warning Systems: A Survey and a Regime Switching Approach. *IMF Working Paper*, February 2003, no. 03/32.
- BORDO, M. D. et al.: Is the Crisis Problem Growing More Severe? *Economic Policy*, April 2001, s. 53–82. ISSN 0266-4658.
- BORDO, M. D.: Growing up to Financial Stability. Cambridge, USA: *NBER Working Paper Series*, 2007, no. 12993.
- DVOŘÁK, P. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. Praha: C. H. Beck 2008. ISBN 978-80-7400-075-1.
- ELIASSON, A. C., KREUTER, C.: On Currency Crisis Models: A Continuous Crisis Definition. *Deutsche Bank Research paper*. Frankfurt am Main, 2002.
- FLOOD, R., GRABER, P.: Gold Monetization and Gold Discipline. *Journal of Political Economy*, vol. 92, 1984, s. 90–107. ISSN 0022-3808.
- FRANKEL, J. A., ROSE A. K.: Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators. Cambridge: *NBER Working Paper Series*, 1996, no. 5437.
- GOLDFAJN, I., VALDĚS, R.: Are Currency Crises Predictable? *IMF Working Paper*, December 1997, no. 97/159.
- GOLDSTEIN, M., TURNER, P.: Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options. *BIS Economic Paper*, October 1996, no. 46.. ISSN 1021-2515.
- HODRICK, R. J., PRESCOTT, E. C.: Postwar U.S. Business Cycle: An Empirical Investigation. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1997, no. 29, s. 1–16. ISSN 0022-2879.
- KAMINSKY, G. et al.: Leading Indicators of Currency Crises. *IMF Staff Papers*, vol. 45, July 1997. ISSN 1020-7635.
- KRUGMAN, P.: A Model of Balance of Payments Crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 11, August 1979, no. 3. ISSN 0022-2879.
- KRUGMAN, P.: *Crises: the Next Generation*. Mimeo, March 2001.
- KRUGMAN, P.: *Currency Crises*. Mimeo, NBER Conference draft, October 1997.
- KRUGMAN, P.: *What Happened to Asia?* Mimeo, January 1998.
- LEAVEN, L., VALENCIA, F.: Systemic Banking Crises: A New Database. *IMF Working Paper*, 2008, no. 08/224.
- MANDEL, M., TOMŠÍK, V.: *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice* (2. roz. vydání). Praha, Management Press, 2008. ISBN 978-80-7261-185-0.
- MISHKIN, F. S.: Lessons from the Asia Crisis. Cambridge: *NBER Working Paper Series*, 1999, no. 7102.
- MUSÍLEK, P. a kol.: *Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech*. Výzkumná studie, Praha: GAČR 2004.
- OBSTFELD, M.: Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features. Cambridge: *NBER Working Paper Series*, 1995, no. 5285.
- OBSTFELD, M.: Rational and Self-fulfilling Balance of Payments Crises. *American Economy Review*, vol. 76, 1986, s. 72–81. ISSN 0002-8282.
- OBSTFELD, M.: The Logic of Currency Crises. Cambridge: *NBER Working Paper Series*, 1994, no. 4640.
- PAZOUR, M.: Měnové podmínky finanční stability ve střední Evropě. Praha: *IEEP Working Paper* 4/2004 (a).
- PAZOUR, M.: Nové metodologické přístupy k tvorbě empirických modelů finančních krizí. *Politická ekonomie*, č. 3, 2004, s. 375-388 (b). ISSN 0032-3233.

RADELET, S., SACHS, J.: The Onset of the East Asian Financial Crisis. Cambridge: *NBER Working Paper*, 1998. no. 6680.

CZESANÝ, S., JEŘÁBKOVÁ, Z.: Metoda konstrukce kompozitních indikátorů hospodářského cyklu pro českou ekonomiku, *Statistika*, č. 1, 2009, s. 21–31. ISSN 0322-78.

MONETARY CONDITIONS DEVELOPMENT IN THE CONTEXT OF CURRENT FINANCIAL CRISIS

Ing. Martin Slaný

ABSTRACT

The paper tries to explain the logic of financial crises models and systemizes the current knowledge in this field of economics. Consequently, the paper presents trends in the development of monetary conditions in the Czech Republic and in the comparison with Poland and Hungary. Six indicators are chosen subsequently and the article observes their volatility (deviations from the long-term development), which can signalize instability in the monetary (financial) system. In the end, there is formed a composite indicator of cyclical components and discussed its development in the Czech Republic, Hungary and Poland. The conclusion implies that the Czech Republic has experienced a high instability in connection with the global financial crisis. The instability was unique not only in Czech history but also compared with other Central European countries.

KEYWORDS

Financial crises, financial crises models, volatility, monetary conditions.

JEL CLASSIFICATION

G010, E44, G15

Centrum ekonomických studií Vysoké školy ekonomie a managementu

Centrum ekonomických studií VŠEM (CES VŠEM) je výzkumné pracoviště Vysoké školy ekonomie a managementu. Výzkum je zaměřen zejména na analýzu faktorů konkurenceschopnosti české ekonomiky v mezinárodním srovnání a na identifikaci souvisejících hospodářsko-politických implikací pro podporu ekonomického dohánění a přechodu na znalostně založenou ekonomiku. Realizace výzkumných aktivit probíhá od roku 2005 v rámci dlouhodobého výzkumného projektu (Centrum výzkumu konkurenční schopnosti české ekonomiky, MŠMT 1M0524).

Tematicky je výzkum zaměřen na čtyři oblasti: (1) Růstová výkonnost a stabilita, (2) Institucionální kvalita, (3) Strukturální konkurenceschopnost a (4) Inovační výkonnost. Specifická pozornost je věnována strukturálním aspektům konkurenceschopnosti na odvětvové a regionální úrovni. CES je odborným garantem magisterského studijního programu Vysoké školy ekonomie a managementu (www.vsem.cz). Spolupracuje rovněž na řadě mezinárodních výzkumných projektů v problematice znalostně založené konkurenceschopnosti a podílí se na expertizních aktivitách pro veřejnou správu v oblasti růstové výkonnosti a stability, výzkumu a vývoje a inovační výkonnosti.

Pokyny pro autory

Časopis *Ekonomické listy* se skládá ze dvou částí, recenzované a nerecenzované. V recenzované části s rubrikou *Odborné stati* jsou uveřejňovány pouze příspěvky, o jejichž zařazení rozhodla redakční rada na základě recenzního řízení; v nerecenzované části pak zejména ekonomické přehledy vycházející ze šetření převážně mezinárodních odborných institucí, zprávy z konferencí či recenze publikací aj.

Autoři sami uvádějí, do které části nabízejí své příspěvky.

Redakce přijímá pouze dosud nepublikované příspěvky.

Na zařazení příspěvku nevzniká právní nárok.

Rukopis příspěvku do recenzované části (v členění úvod, vlastní stať, abstrakt, klíčová slova a JEL klasifikace v anglickém jazyce, literatura) o celkovém rozsahu do 45 000 znaků může být předkládán v českém, slovenském nebo anglickém jazyce, a to pouze v elektronické podobě zasláním na e-mailovou adresu: elisty@vsem.cz. Grafy předkládejte v Excelu, tabulky ve Wordu. Seznam literatury uvádějte v abecedním pořadí; vzor zpracovaný dle ČSN naleznete na www.ekonomickelisty.cz.

Ekonomické listy Centra ekonomických studií Vysoké školy ekonomie a managementu jsou vydávány s podporou grantu MŠMT výzkumná centra 1M0524.

Ekonomické listy

číslo 1, ročník I.

Odborný časopis Centra ekonomických studií Vysoké školy ekonomie a managementu; vychází 10 čísel ročně

Vydavatel

Centrum ekonomických studií Vysoké školy ekonomie a managementu
Nárožní 2600/9a, 158 00, Praha 5, www.cesvsem.cz
IČ: 25473361

Redakce: Mgr. Petra Pučalíková, elisty@vsem.cz

Redakční radu řídí: Prof. Ing. Milan Žák, CSc., výkonný ředitel CES VŠEM

Redakční rada

Dr. Adam Drab, *Faculty of Social Sciences, Jan Długosz University Częstochowa*
Doc. Ing. Jaroslava Hyršlová, Ph.D., *Vysoká škola ekonomie a managementu*
Prof. Ing. Christiana Kliková, CSc., *Ekonomická fakulta, Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava*
Ing. Václav Klusoň, DrSc., *bývalý vědecký pracovník Ekonomického ústavu*
Ing. Šárka Laboutková, Ph.D., *Ekonomická fakulta, Technická univerzita v Liberci*
Ing. Renáta Madzinová, Ph.D., *Vysoká škola medzinárodného podnikania ISM Slovakia v Prešove*
doc. Ing. Ladislav Průša, CSc., *Výzkumný ústav práce a sociálních věcí*
Prof. Ing. Antonín Slaný, CSc., *Ekonomicko-správní fakulta, Masarykova univerzita Brno*
doc. Ing. Ivo Straka, CSc., *Vysoká škola obchodní v Praze*
Ing. Bořek Vašíček, Ph.D., *Universitat Autònoma de Barcelona*
Ing. Josef Vlášek, *Český statistický úřad*
Doc. Ing. Norbert Žid, CSc., *Fakulta informatiky a statistiky, Vysoká škola ekonomická v Praze*

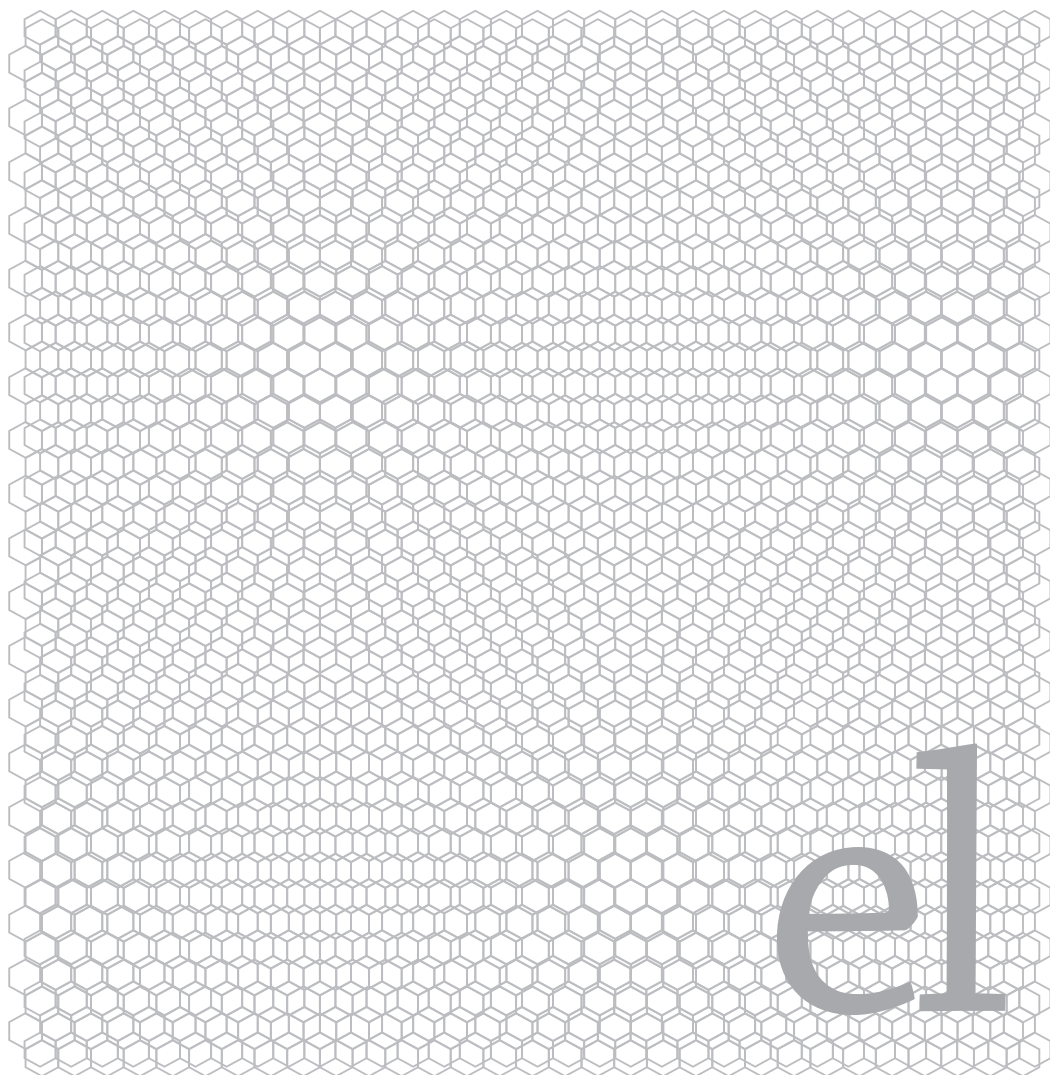
Jazyková redakce: Ing. Hana Rosická

Grafická úprava: GRAPHITE STUDIO

Vyšlo dne: 30.6.2010

ISSN: 1804-4166

© Centrum ekonomických studií Vysoké školy ekonomie a managementu, o.p.s.



e1