

Vnější nerovnováha české ekonomiky je největší od měnové krize. Budme ve střehu

Měnová krize v květnu 1997 znamenala jeden z největších hospodářských otřesů v historii samostatné České republiky. Měla řadu příčin a byla vyústěním prohlubující se vnitřní a zejména vnější nerovnováhy české ekonomiky. V mnoha okolnostech najdeme paralely se současností, a tak bychom měli být ve střehu.

Schodek běžného účtu platební bilance České republiky dosáhl od ledna do listopadu loňského roku 372,3 miliardy korun. V poměru k hrubému domácímu produktu se tak blíží hranici šesti procent. Srovnatelně hluboký deficit jsme tu měli naposledy v letech 1996 a 1997. Tedy v období, kdy bylo zaděláváno na měnovou krizi, ke které nakonec i došlo. V čem je tedy současná situace podobná té, v níž se česká ekonomika ocitla před více než čtvrtstoletím?

Veřejné rozpočty v minusu

Navzdory (současnému) všeobecnému přesvědčení české veřejné rozpočty vykazovaly už v první polovině 90. let minulého století

poměrně hluboké schodky. Podle údajů Českého statistického úřadu deficit vládních institucí v roce 1995 činil hrozivých 12,4 procenta HDP (což lze přičíst mimořádným jednorázovým vlivům), ale i v letech následujících tři před výsledkem hospodaření veřejných rozpočtů znaménko minus, schodek dosahoval kolem tří procent HDP. Od roku 1996 už byl deficitní i rozpočet státní, jehož dřívější přebytky v řádu desetin procenta HDP nemohly celkovou zápornou bilanci rozpočtů veřejných zvrátit.

Současný stav veřejných rozpočtů snad ani není nutné příliš podrobně rozebírat, neboť je každému, kdo jen trochu sleduje hospodářský vývoj České republiky, dobře znám. Za zdůraznění však stojí, že schodky veřejných rozpočtů v posledních dvou letech (2021 a 2022) přesa-

hují pět procent HDP. Představují tedy výrazně větší riziko pro vnější ekonomickou rovnováhu Česka než před 26 lety.

Prohlubující se obchodní schodek

Tehdy, stejně jako dnes, Česko čelilo učebnicovému problému dvojitého deficitu. To znamená, že schodek veřejných rozpočtů šel ruku v ruce se schodkem zahraničního obchodu. A ten dnes i tenkrát významně přispíval ke schodku celého běžného účtu platební bilance.

Za loňský rok sice stále nemáme k dispozici kompletní statistiku, nicméně za leden až listopad skončila obchodní bilance České republiky v minusu takřka 123 miliard korun. Přitom ještě v roce 2021 vykazovala přebytek přes 73 miliard. Zahraniční obchod jako celek (zboží i služby dohromady) předloni skončil přebytkem přes 183 miliard korun, za loňských 11 měsíců je v minusu 21,3 miliardy. Během jediného roku tedy došlo ke zhoršení o více než 200 miliard korun. Nabízí se sice vysvětlení, že Česko bylo odkázáno na dovoz drahého zemního plynu, jenže obrat exportní ekonomiky v importní nastával již v průběhu roku 2021.

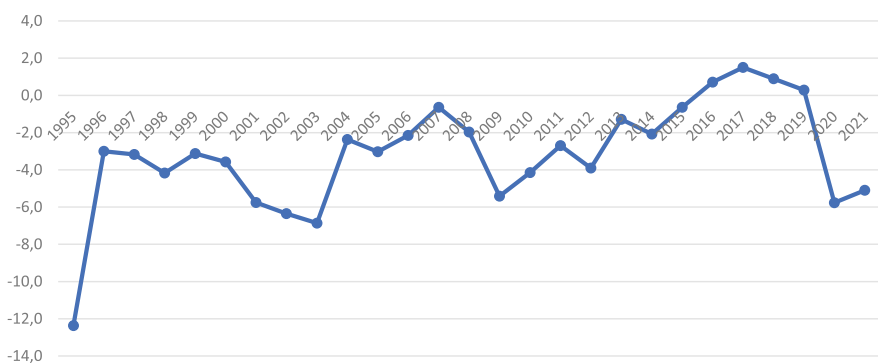
Běžný účet kvartální optikou

Neutěšený stav běžného účtu byl loni ještě zesílen masivnějším odlivem prvotních důchodů. Zatímco za celý rok 2021 dosáhla jejich bilance schodku v objemu necelých 204 miliard korun, za prvních 11 měsíců roku 2022 se čistý odliv zvýšil na bezmála 315 miliard.

Jak už bylo řečeno, schodek běžného účtu platební bilance se loni přiblížil šesti procentům HDP. Jenže z pohledu jednotlivých čtvrtletí je současná situace o poznání horší než v roce 1996, kdy vnější ekonomická nerovnováha České republiky kulminovala. Za leden až březen roku 2022 běžný účet vykázal schodek necelé jedno procento hrubého domácího produktu, zatímco o 26 let dříve to bylo 4,2 procenta.

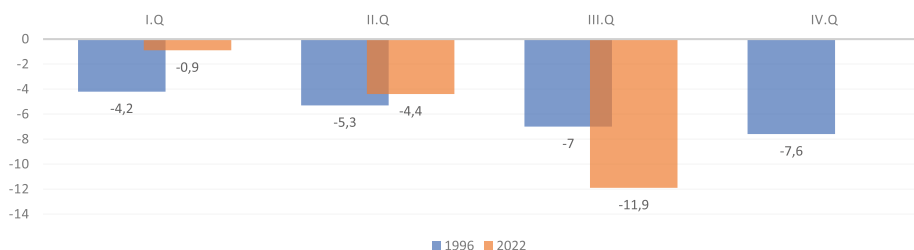
Ve druhém a třetím kvartále se však už běžný účet pohyboval doslova volným pádem. Od dubna do června schodek překonal v poměru k HDP čtyřprocentní metu a za třetí čtvrtletí loňského roku už atakoval hranici 12 procent.

GRAF 1 Saldo sektoru vládních institucí ČR (v % HDP)



ZDROJ: ČSÚ

GRAF 2 Saldo běžného účtu platební bilance ČR v jednotlivých čtvrtletích (v % HDP)



ZDROJ: ČNB, ČSÚ, VÝPOČTY NRR

Data za poslední loňský kvartál zatím nejsou k dispozici. Jen pro srovnání, ve čtvrtém čtvrtletí roku 1996, kdy se saldo běžného účtu ponořilo nehlouběji, dosahovalo „jen“ 7,6 procenta.

Efekt silné koruny

V neposlední řadě nelze vynechat vliv české měny. A ani zde nenajdeme mezi současností a přes čtvrtstoletí vzdálenou minulostí velké rozdíly. Až do května 1997 v Česku panoval režim fixního nominálního kurzu s flukuačním pásmem v rozpětí $\pm 7,5$ procenta. Takový kurzový režim byl zpočátku 90. let dobrým sluhou – pomáhal snižovat domácí inflaci, která byla výrazně vyšší než v zemích, na jejichž měny jsme měli korunu navázanu.

Postupem času se ale účinný protiinflační nástroj změnil ve zlého pána. Právě kvůli obřímu inflačnímu diferenciatu reálný kurz koruny soustavně sílí, byť s poklesem české inflace se tento efekt postupně vyčerpával. Sílicí koruna však šla ruku v ruce s prohlubováním obchodního schodku a celého běžného účtu platební bilance.

Dnes se nacházíme v téměř totožné pozici. Reálný efektivní kurz koruny během loňského roku zpevnil asi o 9,5 procenta, jak vyplývá z odhadu České bankovní asociace. Od roku 2019 koruna reálně zpevnila přibližně o 15 procent. Reálné posilování je v posledních měsících umocňováno také apreciací nominální. Je tedy otázkou, zda nominální kurz koruny má vůbec ještě prostor k dalšímu vzestupu bez dopingu České národní banky. Obzvláště ve chvíli, kdy je vůči euru nejsilnější za posledních 14 let.

Hrozí zopakování měnové krize?

Když vidíme tolik podobností mezi současnou a tehdejší vnější ekonomickou nerovnováhou České republiky, zákonitě se na mysl vkrádá otázka, zda hrozí zopakování událostí z května 1997. Zde je třeba upozornit naopak na rozdíly mezi dneškem a 26 let vzdálenou minulostí.

První spočívá v samotném kurzovém režimu. Zatímco tenkrát se Česká národní banka zavazovala, že nenechá korunu vybočit z pevně stanoveného koridoru, dnešní režim řízeného floatingu nedává potenciálním spekulantům garanci, že centrální banka bude kurz držet stůj co stůj. Třebaže z ČNB zaznívají hlasy, že chce mít korunu silnou, aktuální prognóza počítá s kurzem kolem 24,50 koruny za euro. To je asi o 70 haléřů slabší úroveň, než na jaké se aktuálně koruna vůči euru obchoduje.

A právě negarance nějaké úrovně nominálního kurzu ze strany ČNB vede k odlišnosti mezi minulostí a současností. Zatímco tehdejší kombinace režimu pevného nominálního kurzu v kombinaci s kladným úrokovým diferenciatem vytvořila z české ekonomiky magnet pro krátkodobý (spekulativní) kapitál, dnes zde takovou rizikovou kombinaci nevidíme. Byť tuzemské úrokové sazby ční nad saz-

bami v eurozóně, právě relativně vysoké kurzové riziko demotivuje od masivního přílivu horkých peněz.

Jak z toho ven

Ačkoli existuje řada podobností i rozdílů, nelze zcela vyloučit, že koruna bude podrobena určitému testu odolnosti. Můžeme ale zvýšit pravděpodobnost, že nedosáhne zdaleka takových rozměrů jako během dvou květnových týdnů roku 1997.

Tvůrci hospodářské politiky totiž mohou začít prosazovat takzvanou politiku omezující výdaje. A mohou tím zabít hned několik much naráz. Omezování výdajů totiž skrze tlumení domácí poptávky za jinak stejných okolností vede k tlumení dovozů, a tedy zlepšování obchodní bilance, jež je součástí běžného účtu. Taková politika zároveň tlumí inflační tlaky, což je pro českou ekonomiku mimořádně žádoucí. Politika omezující výdaje prováděná vládou navíc povede ke zlepšení stavu veřejných rozpočtů. A i to je v zájmu českého hospodářství.

Centrální banka takovou politiku prováděla až do června loňského roku, kdy bankovní rada ještě ve starém složení naposled zvýšila základní úrokové sazby. Současná většina radních preferuje úrokovou stabilitu, přestože v jejich vyjádření slyšíme varování, že růst sazeb není vyloučen. A to za předpokladu, že by narostlo riziko mzdově-inflační spirály.

Vláda zatím o politice omezující výdaje spíše hovoří, byť se na základě dosavadních diskusí mezi zástupci koaličních stran zdá, že fiskální konsolidace alespoň v řádu několika desítek miliard skutečně přijde. Rozhodně by však neměla ve svém konsolidačním úsilí polevit. Cesta k umazání strukturálního schodku je velmi dlouhá a my sotva stojíme na jejím začátku. A čím více se blíží příští volby do Poslanecké sněmovny, tím více se okno konsolidačních příležitostí zmenšuje a tím větší politickou odvalu bude muset kabinet prokázat.

B | Text Petr Musil, Národní rozpočtová rada
www.bankovnictvionline.cz



Petr Musil

Absolvoval Ekonomicko-správní fakultu Masarykovy univerzity v Brně. Od roku 2009 Petr Musil působí jako asistent katedry ekonomických studií Vysoké školy polytechnické v Jihlavě, kde vyučuje zejména kurzy mikro- a makroekonomie.. Od roku 2015 také přispívá do médií jako ekonomický redaktor, od roku 2020 na zpravodajský web CNN Prima News, a jako ekonomický expert či moderátor působí ve stejnojmenné zpravodajské televizi. V minulém roce byl zvolen členem Národní rozpočtové rady.



Ačkoli existuje řada podobností i rozdílů, nelze zcela vyloučit, že koruna bude podrobena určitému testu odolnosti.