

Úspory, investice a finanční systém

V této kapitole:

Naučíte se mnohé o úloze významných finančních institucí v ekonomice Spojených států.

Zjistíte, jaký vztah má finanční systém ke klíčovému makroekonomickým proměnným.

Rozvineme model nabídky zapůjčitelných fondů a poptávky po nich na finančních trzích.

Použijeme model zapůjčitelných fondů k analýze některých vládních politik.

Posoudíte, jak vládní rozpočtové deficity ovlivňují ekonomiku.

Představte si, že jste právě úspěšně ukončil vysokou školu (samozřejmě s diplomem z ekonomie), a rozhodl jste se začít podnikat – založil jste si poradenskou firmu se zaměřením na ekonomické prognózování. Ještě předtím než prodáte svou první předpověď, budete muset vynaložit nemalé finanční prostředky na uhrazení nákladů spojených s otevřením firmy. Budete mít nové počítače, pomocí nichž budete odhadovat hospodářský vývoj, stoly a křesla v kancelářích. Každý z těchto výdajů bude představovat váš kapitál, který budete používat k výrobě a prodeji vašich statků – poradenských služeb.

Jakým způsobem získáte prostředky na své podnikání? Možná že budete schopen je uhradit z minulých úspor. Ale možná vám úspory nebudou stačit, a tak budete muset sehnat peníze z jiných zdrojů.

Kapitálové investice lze profinancovat mnoha způsoby. Peníze si můžete půjčit od banky, od přátel či od příbuzných. V tomto případě však budete muset slíbit, že na konci vypůjčení lhůty vrátíte svěřené prostředky a zaplatíte také úrok z možnosti užívat půjčené peníze. Nebo můžete někoho přesvědčit, aby vám poskytl finance s tím, že mu budete splácet částí zisku své firmy. V obou případech jsou však vaše investice do počítačů a vybavení financovány pomocí úspor někoho jiného.

Finanční systém se skládá z množství institucí, které umožňují přeměnit úspory v investice. V minulé kapitole jsme probrali význam investic a úspor pro růst HDP. Když se společnosti podaří uspořit část národního důchodu, zbude více peněz pro investice do fyzického kapitálu, který v budoucnu zvýší produktivitu a životní úroveň v zemi. Co jsme však v minulé kapitole nevyšvětlili, byla koordinace úspor a investic. Na světě budou vždy lidé, kteří si přejí část svých prostředků uložit pro budoucí spotřebu, stejně jako lidé, kteří si potřebují vypůjčit peníze k financování nových podnikatelských záměrů a k rozšíření stávajících kapacit výroby. Co umožňuje propojení těchto záměrů? Jakým způsobem se dostává do rovnováhy nabídka těch, kteří spoří, a poptávka těch, kteří chtějí investovat?

V této kapitole se zaměříme na fungování finančního systému. Za prvé probereme celou řadu institucí, které v moderních ekonomikách vytvářejí finanční systém. Za druhé prozkoumáme vztah mezi finančním systémem a některými klíčovými makroekonomickými proměnnými – zejména nás budou zajímat úspory a investice. Za třetí navrhne model nabídky fondů a poptávky po nich na finančních trzích. V našem modelu to bude úroková míra jako cena, která bude vyrovnávat nabídku a poptávku na těchto trzích. Model ukáže, jak některé vládní politiky ovlivňují úrokovou míru a tím i alokaci vzácných zdrojů společnosti.

finanční systém

instituce, které v ekonomice umožňují přeměnit úspory jedné osoby v investice jiných osob

Finanční instituce v ekonomice Spojených států

Z nejšířšího úhlu pohledu bychom mohli říci, že úlohou finančního systému je převést vzácné zdroje od střadatelů (lidí, kteří utrácejí méně, než vydělají) k vypůjčovatelům (naopak lidem, kteří spotřebovávají více, než vydělají). Důvody spoření jsou různé – aby dítě mělo prostředky na studia, aby byly nějaké peníze navíc v důchodovém věku atd. Stejně tak různorodé jsou motivy výpůjček – na koupi domu nebo do začátku podnikání. Věřitelé poskytují finančnímu systému peníze v očekávání budoucí výplaty úroků. A dlužníci si vypůjčují s vědomím, že po nich bude navíc požadován nasmlouvaný úrok.

Ve finančním systému je mnoho institucí, které koordinují tok peněz od střadatelů k vypůjčovatelům. Dříve než se budeme zabývat fungováním systému, popíšeme si některé jeho důležité instituce. Mohli bychom je rozdělit do dvou kategorií – finanční trhy a finanční zprostředkovatelé. Dále se o nich dozvíme více.

Finanční trhy

finanční trhy

finanční instituce, které umožňují střadatelům přímo poskytnout fondy vypůjčovatelům

Na **finančních trzích** lidé, kteří mají uspořené prostředky, mohou přímo nabízet fondy lidem, kteří si chtějí peníze vypůjčit. K nejdůležitějším finančním trhům patří trh obligací a akciový trh.

obligace

potvrzení o dluhovém závazku

Trh obligací Potřebuje-li firma Intel prostředky k výstavbě nové továrny, může si vypůjčit přímo u veřejnosti. Učiní to prodejem svých obligací. **Obligace** je certifikát, který potvrzuje závazek vypůjčovatele k vlastníkovi obligace. Jedná se v podstatě o dluhopis, na kterém je určeno, kdy mají být zapůjčené prostředky splaceny, což se nazývá termínem splatnosti obligace, a úrok, který bude do tohoto data splatnosti obligace pravidelně vynášet. Kdo si kupuje obligaci, dává firmě peníze k dispozici za slib pravidelných plateb úroků a vrácení peněz v termínu splatnosti (tzv. *jistiny*). Kupující si obligaci může podržet do termínu splatnosti, může ji ovšem také prodat.

V americké ekonomice se pohybují doslova miliony obligací. Federální vláda nebo místní správní orgány, soukromé firmy a korporace, ti všichni potřebují profinancovat různé projekty, jako jsou výstavba nového provozu, školy či výroba bojového letounu. Pak obvykle používají k získání prostředků emisi obligací. Když nahlédnete do novin (v USA např. *The Wall Street Journal*), najdete zde některé nejvýznamnější tituly obligací včetně kursů na trzích a úroků, které nesou. Ačkoli se v mnohém liší, jsou u obligací důležité především tři charakteristiky:

Datum splatnosti obligace – *termín splatnosti jistiny*, což je doba, po níž obligace nese úrok. Některé jsou krátkodobé – jen několik měsíců, jiné mají termín splatnosti třeba až za 30 let. (Britská vláda emitovala dokonce obligace bez tohoto data – s nekonečnou dobou splatnosti, tzv. *perpetuity*.) Úrok vyplácený držiteli obligace částečně závisí na době splatnosti obligace. Dlouhodobé obligace jsou obecně riskantnější než krátkodobé, protože vlastníci dlouhodobých obligací musí déle čekat na vyplacení jistiny. Jestliže vlastník obligace potřebuje peníze dříve, než vyprší termín splatnosti jistiny, může obligaci prodat, ovšem riskuje, že cena na trhu nebude odpovídat jeho vloženým prostředkům nebo očekávanému zisku. Proto aby bylo toto riziko kompenzováno, mají dlouhodobé obligace většinou vyšší úrok.

Druhým významným prvkem je *věřitelské riziko* – pravděpodobnost nedodržení závazku ze strany emitenta obligací platit buď úroky, nebo splatit jistinu. Nedodržení platby

se nazývá *neschopnost dostát závazku*. Dlužníci mohou (někdy to dělají) prohlásit neschopnost dostát závazku vyhlášením bankrotu. Věřitel, který kupuje obligace firmy ohrožené bankrotem, samozřejmě za své riziko požaduje kompenzaci v podobě vyššího úroku. Velmi finančně problematické organizace vydávají někdy tzv. *divoké obligace*. Finanční investoři mohou posoudit míru rizika srovnáním s indexy renomovaných agentur, jako je Standard & Poor's.

Dalším problémem při posuzování výhodnosti koupě obligací je jejich *daňové zatížení* – jakým způsobem je daněn výnos z úroků. Většina obligací znamená zdanitelný příjem, tedy se zdaňuje dle zákonů o dani z příjmu. Některé obligace vydávané místními správními orgány nebo na regionální úrovni (tzv. *municipální obligace*) jsou osvobozeny od daní. Díky této daňové úlevě však obvykle nesou nižší úrok než vládní obligace nebo obligace velkých korporací.

Akciový trh Firma, která se pokouší získat finance na stavbu nebo rozšíření provozů, jako v našem příkladě Intel, může emitovat akcie. **Akcie** představuje vlastnictví příslušné části hodnoty firemního majetku a tomu odpovídající nárok na část zisku. Prodali-li například Intel 1 000 000 akcií, pak jedna akcie představuje vlastnictví 1/1 000 000 podílu hodnoty firmy. Získání prostředků pomocí úpisu akcií se nazývá *nedluhovým způsobem financování*, zatímco v případě emise obligací jde o *dluhové financování*. Společnosti používají oba způsoby financování, i když jsou mezi nimi některé zásadní odlišnosti. Vlastník akcií Intelu je v podstatě spoluvlastníkem firmy; vlastník obligací je v pozici věřitele firmy. Velké zisky Intelu umožňují přímý podíl na jejich rozdělení pouze akcionářům, vlastníci obligací obdrží pouze slíbené úroky. Na druhou stranu, když se Intelu nebude vést dobře, mají vlastníci obligací jistotu úroku (mimo riziko bankrotu firmy), ale akcionáři neobdrží žádný rozdělený zisk (dividendu). Ve srovnání s obligacemi jsou tedy akcie výnosnější, ale s větší mírou rizika.

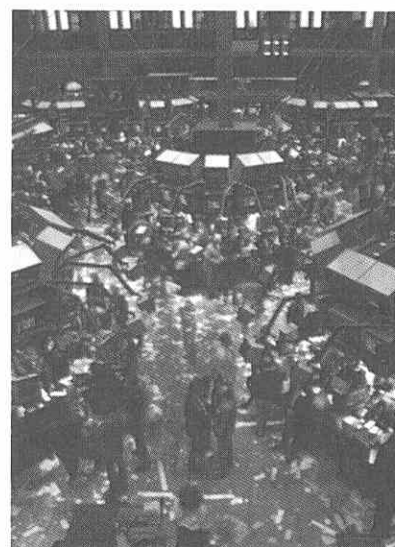
Poté co společnost emituje akcie tím, že je prodává veřejnosti, mohou se akciové podíly obchodovat na zavedených organizovaných trzích – burzách. Akcie zde mění majitele, aniž by emitent z prodeje něco měl. V americkém hospodářství je nejvýznamější Newyorská burza, Americká burza a NASDAQ (systém automatické kotace Národní asociace obchodníků s akciemi). Většina zemí má vlastní burzy, kde se obchodují akcie místních společností.

Cena (kurs) akcie je určena poptávkou a nabídkou. Akciový podíl znamená také podíl na zisku společnosti, proto je vlastně poptávka po cenném papíru (a tedy i cena) vyjádřením očekávané ziskovosti podniku. Když mezi obchodníky zavládne optimismus o budoucích dividendách určitého titulu, poptávka po něm a jeho cena na trhu stoupne. Naopak, očekávají-li snížení zisků nebo jiné ztráty akciové společnosti, cena akcie poklesne.

Některé akcie poskytují informaci o vývoji celého hospodářství a o vývoji cen na akciovém trhu. *Akciový index* se vypočítává jako průměrná cena určité skupiny akcií. Nejznámější je Dow Jonesův průmyslový index, který se pravidelně vypočítává již od roku 1896. V současnosti se skládá z cen akcií 30 nejvýznamnějších amerických společností, jako jsou General Motors, General Electric, Coca-Cola, AT&T a IBM. Dalším významným indexem je Standard & Poor's 500 index, který je založen na akciích 500 důležitých společností. Na indexy se pohlíží jako na indikátory budoucího vývoje a jsou ostře sledovány obchodníky i veřejností.

akcie

vlastnický nárok na část firmy



Newyorská burza cenných papírů

Jak se vyznat v tabulkách cenných papírů

Většina deníků zveřejňuje tabulky cenných papírů, které přinášejí informace o posledním vývoji obchodování s cennými papíry mnoha společností. Co se můžeme z těchto tabulek dozvědět?

- **Cena.** Je na cenném papíru to nejdůležitější. V novinách najdeme několik druhů cen příslušného titulu. „Poslední“ nebo „závěrečná“ cena je cena posledních transakcí před uzavřením burzy minulý den. U mnoha cenných papírů bývají uváděny nejnížší a nejvyšší ceny, kterých bylo dosaženo buď předchozí den, nebo za poslední rok.
- **Objem obchodování.** Znamená počet akcií obchodovaný za poslední den. Tento údaj se také nazývá *denním objemem obchodování*.
- **Dividenda.** Výplata části zisku akcionáři, tedy v podstatě vlastníkově podniku, se nazývá *dividendou*. (Neproplacený zisk jsou tzv. *zadržené výdědky* a bývají použity společností na dodatečné investice.) V no-

vinách obvykle najdeme zprávu o platbě dividend za uplynulý rok přepočteno na akcii. Někdy se také počítá *dividendový výnos*, což je procentuální podíl dividendy na ceně akcie.

- **Poměr ceny k výnosům.** Výdědky společnosti a její zisk jsou příjmy z prodeje výrobků minus firemní náklady. Účetní zisk se rozdělí na platbu dividend, zbytek se použije na investice. Poměr ceny k výnosům (v anglické literatuře označovaný P/E) je cena akcie vydělená výplatou zisku na akcii za uplynulý rok. Obvyklý poměr ceny k výnosům by se měl pohybovat někde kolem 15. Vyšší poměr naznačuje příliš vysokou cenu vzhledem k minulým výnosům, ale může to také označovat očekávání blízkého výnosu nebo nadhodnocení ceny mnoha akcionáři. Naopak nižší poměr může být způsoben podhodnocením důvěryhodnosti titulu nebo očekávaným poklesem zisků společnosti.

Proč jsou tyto informace v novinách po každém burzovním dnu? Mnoho lidí se řídí změnami kursů a investuje své úspory podle vývoje trhu. Na druhé straně je mnoho dalších, kteří se řídí strategií „nakup a podrž si“: po nákupu akcií prostě jen očekávají dividendový zisk a neřídí se denními výkyvy na burze.

Nejvyšší a nejnižší cena akcie v minulém roce		Název společnosti	Symbol akcie společnosti	Výše dividend	Dividendový výnos	Poměr ceny k výnosům	Objem obchodů předchozího dne	Nejvyšší a nejnižší cena předchozího dne		Poslední cena, při níž se akcie obchodovala	Změna závěrečné ceny od předchozího dne
52 týdnů		Název	Sym	Div	Výnos	PE	Objem	Max	Min	Závěrečná cena	Změna
Max	Min				%		100s				
27 ⁷ / ₈	18 ³ / ₈	CincMilacron	CMZ	0,36	1,9	11	725	19 ¹ / ₂	19 ¹ / ₄	19 ³ / ₈	- ¹ / ₈
7 ¹ / ₂	1 ¹ / ₄	CineplxOde	CPX	...	...	dd	669	1 ¹ / ₂	1 ³ / ₈	1 ¹ / ₂	...
35 ³ / ₄	27 ¹ / ₂	CiNergyCp	CIN	1,80	5,1	18	3 789	35	34 ¹ / ₂	35	+ ¹ / ₈
38 ³ / ₄	28 ⁵ / ₈	CircuitCity	CC	0,14	0,4	23	3 707	35	34 ¹ / ₈	34 ⁷ / ₈	+ ⁵ / ₈
22	16 ¹ / ₂	CircuitCityCrMx	KMX	...	...	...	913	16 ⁷ / ₈	16 ¹ / ₂	16 ⁷ / ₈	+ ³ / ₈
44 ⁵ / ₈	27 ¹ / ₈	Circus	CIR	...	...	28	7 770	27 ⁵ / ₈	26 ⁷ / ₈	27 ¹ / ₂	+ ¹ / ₄
127 ¹ / ₈	72 ¹ / ₄	Citicorp	CCI	2,10f	1,8	15	19 294	117 ³ / ₄	114 ¹ / ₂	115 ³ / ₄	- 1

Finanční zprostředkovatelé

Finanční zprostředkovatelé poskytují služby střadatelům tak, že nepřímo financují projekty vypůjčovatelů. Termín *zprostředkování* prozrazuje jejich úlohu v tomto procesu. Rozeznáváme dva základní druhy finančních zprostředkovatelů – banky a vzájemné fondy.

Banky Pro financování menších společností a podnikatelských záměrů je vhodné zvolit jinou strategii, než jakou zvolil Intel pro výstavbu nových továren. Když bychom chtěli rozšířit obchod se zeleninou, bylo by velmi obtížné vypisovat za tímto účelem akcie nebo obligace. Většina obchodníků s cennými papíry si kupuje podíly ve společnostech, které jsou dostatečně známé z médií. Malý podnik, jako je zelinářství, bude svou expanzi nucen financovat pomocí bankovního úvěru.

Banky patří k finančním zprostředkovatelům, které většina lidí dobře zná. Primární funkcí banky je shromáždění vkladů (od střadatelů), které pak půjčí ve formě úvěru (vypůjčovatelům). Banky platí věřitelům úroky z jejich vkladů a naopak pobírají úroky za půjčené peníze od dlužníků. Rozdíl mezi úrokovými mírami pokrývá náklady a zisk banky.

Druhou významnou úlohu, kterou mají banky v moderních ekonomikách mimo zprostředkování financování, je umožnit klientům platit za zboží pomocí šeků. To znamená, že banka vystaví šeky majiteli účtu a tím vytvoří nový *prostředek směny*. Prostředek směny je jakýkoli platební prostředek, který se může snadno používat při nákupu zboží a služeb. Umožnění platby za zboží pomocí šeků odlišuje banku od ostatních finančních institucí. Akcie a obligace jsou stejně jako bankovní vklady *uchovatelé hodnoty* minulých úspor, ale přístup k těmto prostředkům není tak jednoduchý, jako je prosté vypsání šeku. Nyní tuto úlohu bank pomineme, ale vrátíme se k ní v příštích kapitolách, až budeme studovat měnový systém.

Vzájemné fondy Se vzrůstající popularitou se v USA setkávají **vzájemné fondy**. Zprostředkovávají portfoliové investice, což je výběr akcií a obligací, za prostředky, které získají emisí vlastních cenných papírů. Podílník vzájemného fondu akceptuje míru rizika a očekávaný výnos z vložených prostředků do *portfolia*. Když hodnota portfolia roste, roste také jeho prospěch; klesá-li naopak, utrpí ztrátu.

Velkou výhodou vzájemných fondů je možnost diverzifikace i malých vložených prostředků. Obchodníci s akciemi a obligacemi se řídí radou: nevsadit vše jen na jednu kartu. Vlastnictví akcií pouze jediné společnosti je velmi riskantní, protože zisk nebo ztráta jedné společnosti závisí na příliš mnoha faktorech. Lidé, kteří vlastní portfolio akcií, v něm mají v každé společnosti jen malou část peněz. Vzájemné fondy tuto diverzifikaci umožňují. S relativně skromnými prostředky se tak člověk může díky vzájemným fondům stát vlastníkem podílů v mnoha desítkách nebo stovkách společností. Za tuto službu si fondy účtují poplatek ve výši 0,5 až 2,0 % z objemu aktiv ročně.

Další výhodou vzájemných fondů je poskytování služeb profesionálních finančních manažerů i obyčejným lidem. Manažeři, makléři a brokeři úzkostlivě sledují vývoj a očekávané ceny na burze. Obměňují portfolio prodejem méně výhodných a nákupem ziskovějších titulů cenných papírů. Tito profesionálové by měli zvyšovat výnos z prostředků vkládaných do vzájemného fondu.

Odborníci na finance jsou však k této druhé výhodě velmi skeptičtí. Množství odborníků, kteří obchodují na burze a reagují na každou událost související se změnou

finanční zprostředkovatelé

finanční instituce, pomocí nichž může střadatel nepřímo poskytnout prostředky vypůjčovatelům

vzájemný fond

instituce, která prodává své podíly veřejnosti a prostředky používá k vytvoření portfolia akcií a obligací



A heďme se! Můj vzájemný fond si tento týden vede skvěle!

Nemáme peníze v žádném vzájemném fondu!

Já vím. Ale vybral jsem si jeden, kterému držím palce!

v očekávaném zisku společností a akciovém kursu, zajišťuje, že se cena akcie bude pohybovat v okolí skutečné hodnoty vlastnického podílu ve firmě. Je těžké na trhu „zvítězit“ jen tím, že nakupujete dobré a prodáváte špatné akcie. Vzájemným fondům, které nakupují všechny akcie v indexech, se říká *indexové fondy*, neboť jejich zisky kopírují vývoj trhu, ale většinou si vedou dokonce o trochu lépe než fondy s aktivním řízením portfolia a s finančními odborníky. Vysvětlení jejich vyšší míry zisku je v malých nákladech na změnu struktury portfolia (platby za prodej a koupi akcií) a v malých nákladech na mzdy profesionálních brokerů, jejichž služby využívají velmi málo.

Rekapitulace

V moderní ekonomice existují různé druhy finančních institucí. Mimo ty základní – jako jsou burza akcií a burza obligací, banky a vzájemné fondy – tu jsou také fondy penzijní, pojišťovací společnosti, kampeličky a místní úvěrové společnosti. Tyto organizace se od sebe v mnohém liší. Pro analýzu finančního systému jako celku je však výhodnější na tyto rozdíly zapomenout a soustředit se na to, co mají tyto organizace společného. Všechny totiž mají stejnou úlohu: převádět prostředky od střadatelů k vypůjčovatelům.

Malý test

Co to je akcie? Co to je obligace? V čem se liší? V čem si jsou podobné?

Úspory a investice v systému národních účtů

Události ve finanční oblasti jsou důležité pro pochopení vývoje celé ekonomiky. Jak jsme již vyložili, mají finanční instituce, které tvoří finanční systém – burza akcií, burza obligací, banky a vzájemné fondy –, úlohu koordinovat úspory a investice. Úspory a investice, jak jsme se dozvěděli v minulé kapitole, jsou důležité pro dlouhodobý růst HDP a životní úrovně. Měli bychom tedy, v rámci makroekonomie, porozumět fungování finančního systému a pochopit, jak jej ovlivňují některé události a politiky.

Naši analýzu začneme na finančních trzích, rozebereme veličiny, jež měří aktivitu a změny na tomto trhu. Nebudeme klást důraz na chování trhů, ale na účetnictví. Účetnictví se zabývá definicí různých údajů a také způsoby, jak se mají potřebné veličiny vypočítat.

Účetnictví právnických osob hodnotí příjmy a výdaje ve firmě. Národní účetnictví se zabývá stejným problémem na úrovni celé ekonomiky. V systému národních účtů se kromě jiných položek například objevuje HDP.

V metodice výpočtů národních účtů jsou obsaženy některé důležité identity. Pro připomenutí: *identita* je rovnost, jejíž platnost vyplývá z definice proměnných. Je užitečné pamatovat si některé identity, aby bylo jasné, které proměnné a jak spolu souvisí. V následující kapitole jsou vysvětleny některé identity nutné pro lepší pochopení makroekonomické úlohy finančních trhů.

Některé důležité identity

Hrubý domácí produkt měří jak celkový důchod v ekonomice, tak celkové výdaje na zboží a služby. HDP (který je označen jako Y) se dělí na čtyři části dle výdajů na spotřebu (C), investice (I), vládní výdaje (G) a čistý vývoz (NX). Důchod lze zapsat:

$$Y = C + I + G + NX.$$

Tato rovnice je současně identitou, protože každý dolar výdajů, což je levá strana rovnice, patří do jedné ze čtyř složek výdajů na pravé straně. Způsob, jakým se definují a měří jednotlivé proměnné, vždy zaručuje rovnost.

V této kapitole budeme ekonomiku považovat za uzavřenou. *Uzavřená ekonomika* neobchoduje s jinými zeměmi, neangažuje se v mezinárodním obchodě se zbožím ani s finančními zdroji – s mezinárodními půjčkami a výpůjčkami. Současné ekonomiky jsou většinou *otevřené ekonomiky*, což znamená, že obchodují se světem. (V této knize se jimi budeme zabývat později.) Omezení se na uzavřenou ekonomiku poskytuje některé důležité výsledky, které se dají použít i v obecném případě otevřené ekonomiky. Výsledky této analýzy lze aplikovat na světovou ekonomiku jako celek (meziplanetární obchod stále není tak běžná věc).

V uzavřené ekonomice jsou vývozy i dovozy rovny nule. Čistý vývoz (NX) je proto také roven nule. Můžeme napsat:

$$Y = C + I + G.$$

HDP v rovnici je součtem spotřeby, investic a vládních výdajů a každá jednotka prodaného výstupu je buď spotřebována, nebo investována, nebo nakoupena vládou.

K pochopení toho, co se děje v uzavřené ekonomice na finančních trzích, stačí v rovnici převést C a G na levou stranu. Dostaneme

$$Y - C - G = I.$$

Na levé straně je zbytkový příjem po odečtení výdajů za spotřebu a vládní nákupy: toto množství nazýváme **národní úspory** nebo jednoduše **úspory** a značí se S . Substitucí S za $Y - C - G$ je možno psát poslední rovnici jako

$$S = I.$$

Podle této rovnice se úspory rovnají investicím.

Pro lepší porozumění úloze národních úspor bude užitečné rovnici trochu rozšířit. Necht T označuje příjmy státní pokladny z daní vybraných od domácností minus transferové platby domácnostem (např. důchody nebo sociální dávky). Úspory pak píšeme dvěma způsoby:

$$S = Y - C - G$$

nebo

$$S = (Y - T - C) + (T - G).$$

Rovnice jsou úplně stejné, neboť obě T v druhé rovnici se vzájemně ruší; ale představují dvě odlišné možnosti, jak chápat národní úspory. Konkrétně v druhé rovnici rozdělujeme národní úspory na soukromé úspory ($Y - T - C$) a veřejné úspory ($T - G$).

Při zkoumání každé části úspor zvláště můžeme charakterizovat **soukromé úspory** jako množství peněz, které domácnostem zbude po zaplacení daní a spotřebě. Konkrétně to v modelu znamená rovnost soukromých úspor $Y - T - C$.

Veřejné úspory jsou daňové příjmy, které zůstanou vládě po zaplacení jejích výdajů. Vláda ve formě daní obdrží T a ve formě státních výdajů vydá G na nákup statků. V případě, že T je vyšší než G , dostává se vláda do **rozpočtového přebytku**, protože utrací méně peněz, než získává výběrem daní. Rozdíl $T - G$ je roven veřejným úsporám. Když naopak vláda utrací více než svůj příjem z daňových povinností obyvatel (jak to známe ze současných Spojených států), pak je G větší než T . V tomto případě jde o **deficit státního rozpočtu** a veřejné úspory ($T - G$) dosahují záporných hodnot.

Jaký vztah mají tyto účetní identity k finančním trhům? Z rovnice $S = I$ plyne důležitá skutečnost: *v ekonomice jako celku se úspory rovnají investicím*. Následují další důležité otázky: Na jakém mechanismu spočívá tato rovnost? Co koordinuje množství úspor a množství investic a především jak mohou firmy odhadnout správnou výši investic? Odpovědi lze najít ve fungování finančního systému. Mezi stranami rovnice $S = I$ se nacházejí finanční zprostředkovatelé – burza akcií, burza obligací, banky a vzájemné fondy. Usměrnují národní úspory k národním investicím.

Význam úspor a investic

Pojmy *úspory* a *investice* mohou občas způsobit zmatek v úvahách. Pro většinu lidí jsou to pojmy kauzálně závislé nebo zcela zaměnitelné. Naopak ekonomové, kteří se za-

národní úspory (úspory)

je celkový důchod v ekonomice, který zbude po odečtení plateb za spotřebu a vládní výdaje

soukromé úspory

část příjmu domácností po odečtení daní a výdajů na spotřebu

veřejné úspory

rozdíl mezi daňovými příjmy vlády a jejími výdaji

přebytek státního rozpočtu

převís daňových příjmů nad vládními výdaji

deficit státního rozpočtu

daňové příjmy jsou nižší než státní výdaje

bývají systémem národních účtů, používají oba pojmy velmi opatrně a přísně oddělují jejich význam.

Následující příklad to upřesňuje. Předpokládejme, že Larryho příjmy převyšují výdaje a banka za tyto prostředky nakoupí obligace nebo akcie některých společností. Protože jsou Larryho výdaje nižší než příjmy, přispívá do národních úspor. Larry může o svých penězích v bance uvažovat jako o „investici“, ale makroekonomové nazývají jeho peníze úsporami.

V makroekonomickém jazyce znamenají investice nákup nových kapitálových statků, jako jsou budovy nebo stroje a zařízení. Když si Moe půjčí od banky na koupi nového domu, zvýší národní investice. Podobně, když společnost Curly emituje množství akcií a za získané peníze postaví novou továrnu, zvyšuje rovněž národní investice.

Přestože účetní identita naznačuje rovnost úspor a investic v ekonomice jako celku, neznamená to, že by tato rovnost měla platit pro každou firmu nebo domácnost. Larryho úspory jsou větší než jeho investice, naopak Moe je na tom opačně, její investice jsou vyšší než úspory, protože si zbytek peněz půjčila v bance. Banky a ostatní finanční instituce umožňují tyto individuální rozdíly mezi úsporami a investicemi tím, že přeměňují úspory jedněch v investice druhých.

Malý test

Definujte *soukromé úspory, veřejné úspory, národní úspory a investice*. Jaký je mezi nimi vztah?

Trh zapůjčitelných fondů

Finanční instituce i jejich makroekonomickou úlohu jsme již probrali, nyní si vytvoříme model finančních trhů. Model je důležitý pro pochopení, jak se na finančních trzích koordinují úspory a investice. Model je také vhodným nástrojem pro analýzu různých hospodářských politik vlády, které ovlivňují úspory a investice.

Pro zjednodušení je vhodnější předpokládat v ekonomice jen jeden finanční trh, nazývaný **trh zapůjčitelných fondů**.

Všichni střadatelé zde ukládají své úspory a všichni vypůjčovatelé poptávají úvěry. Nákladem vypůjček a výnosem z úložek je jediná úroková míra.

Podmínka jednotného finančního trhu v praxi úplně neplatí. V ekonomice funguje množství rozdílných finančních institucí. Ale v souladu s 2. kapitolou platí, že umění tvorby ekonomických modelů spočívá ve vhodném zjednodušení. Z tohoto důvodu opomíjíme rozdílnost finančních institucí a předpokládáme v ekonomice jednotný finanční trh.

Nabídka zapůjčitelných fondů a poptávka po nich

Jako ostatní trhy v ekonomice, je i trh zapůjčitelných fondů ovládnán nabídkou a poptávkou. K pochopení, jak tento trh funguje, je třeba odhalit zdroje této nabídky a poptávky.

Nabídka zapůjčitelných fondů přichází od lidí, kteří mají nějaký přebytečný důchod, který spoří a půjčují. Půjčovat mohou přímo, příkladem může být koupě obligací domácností, nebo nepřímo jako bankovní vklad, který banka použije při tvorbě úvěrů. V obou případech jsou úspory zdrojem nabídky zapůjčitelných fondů.

Poptávka po zapůjčitelných fondech vzniká ve firmách a domácnostech, které si chtějí půjčit na financování investic. Poptávka zahrnuje hypotéku na stavbu rodinného

trh zapůjčitelných fondů

trh, na kterém se setkávají ti, kteří nabízejí své uspořené fondy těm, kteří je poptávají pro investice

domu pro rodiny, pro firmy úvěr na nové stroje nebo na stavbu nové továrny. V obou případech jsou investice zdrojem poptávky po zapůjčitelných fondech.

Úroková míra je cenou za poskytnutý úvěr. Množství peněz, které vypůjčovatel za úvěr zaplatí, se rovná příjmům věřitelů; a obojí je úroková míra. Vyšší úroková míra prodražuje výpůjčky, a proto při vyšším úroku poptávané množství úvěrů klesá s růstem úrokové míry. A podobně, v důsledku větší atraktivity vyššího úroku stoupá nabízené množství úspor s růstem úrokové míry. Jinými slovy je křivka poptávky po zapůjčitelných fondech klesající, kdežto křivka nabídky je stoupající.

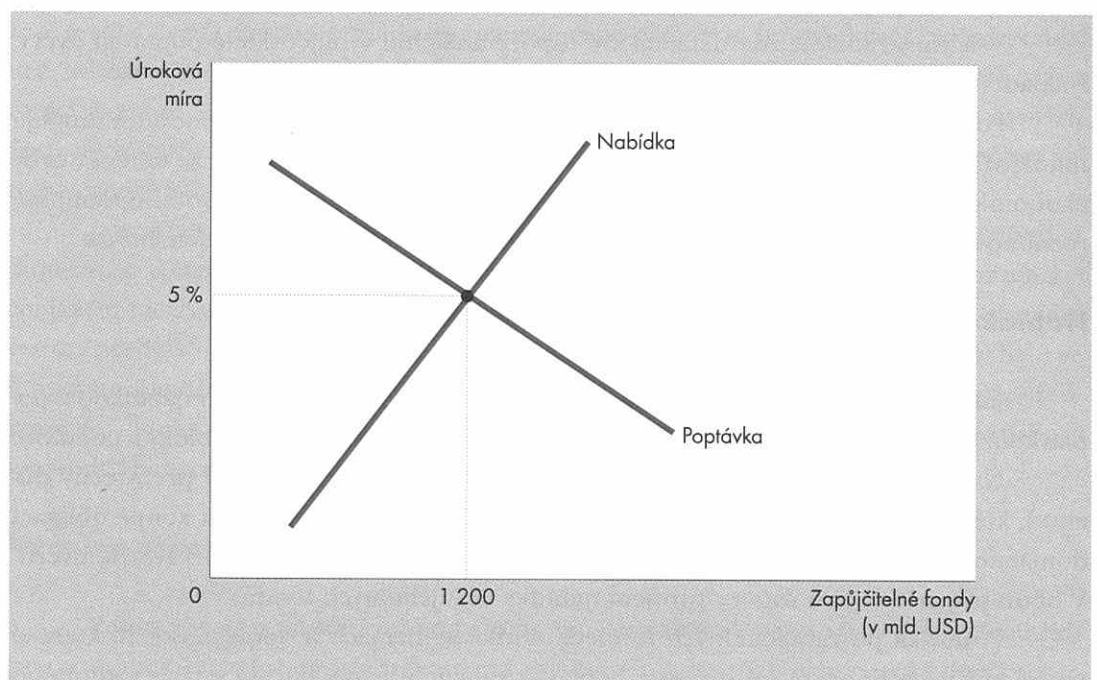
Obrázek 25-1 zobrazuje úrokovou míru, která vyrovnává nabídku s poptávkou po zapůjčitelných fondech. V rovnováze je úroková míra 5 % a množství poptávané i nabízené 1 200 miliard dolarů. Přizpůsobovací proces úrokové míry probíhá dle standardního scénáře. Kdyby byla úroková míra na nižší úrovni, než je rovnováha, nabízené množství zapůjčitelných fondů by bylo nižší než poptávané množství. Z toho vyplývající nedostatek zapůjčitelných fondů by přiměl střadatele zvýšit úrok. Naopak v případě vyšší úrokové míry, než je rovnovážná, by nabízené množství převyšovalo poptávku a věřitelé by byli nuceni snížit úrok na rovnovážnou úroveň tím, jak by se pokoušeli nalézt vypůjčovatele pomocí snížení ceny – úroku. Tak úroková míra na své rovnovážné úrovni vyrovnává nabízená a poptávaná množství zapůjčitelných fondů.

Připomeňme, že ekonomové rozlišují mezi reálnou a nominální úrokovou mírou. Nominální úrokovou míru banky zveřejňují, je to peněžní výnos z vkladů a náklad z úvěrů. Reálná úroková míra je na rozdíl od nominální očištěna od inflace, rovná se nominální úrokové míře minus míra inflace. Pomocí reálné úrokové míry lze mnohem lépe spočítat reálný výnos z úspor i úvěrové náklady, protože inflace snižuje hodnotu peněz v čase. Z toho plyne, že nabídka zapůjčitelných fondů a poptávka po nich budou závislé na reálném úroku (nikoli nominálním) a rovnováhu na obrázku 25-1 je možné interpretovat jen jako výsledek působení reálných faktorů. Pro zbytek kapitoly platí, že termín *úroková míra* označuje reálný úrok.

V tomto modelu nabídky zapůjčitelných fondů a poptávky po nich se ukazuje, že se finanční trhy příliš neliší od ostatních trhů v hospodářství. Na trhu mléka jsou napří-

Obrázek 25-1

TRH ZAPŮJČITELNÝCH FONDŮ
Úroková míra se v hospodářství přizpůsobuje tak, aby vyrovnala nabídku zapůjčitelných fondů a poptávku po nich. Nabídka zapůjčitelných fondů jsou národní úspory, které zahrnují jak soukromé, tak veřejné úspory. Poptávka vzniká u firem a domácností, které si chtějí vypůjčit na investice. Rovnovážná úroková míra zde vychází na 5 % a je nabízeno a poptáváno 1 200 miliard dolarů zapůjčitelných fondů.



klad ceny a množství prodaného mléka určovány také nabídkou a poptávkou. Tímto způsobem koordinuje neviditelná ruka chování těch, kdo pijí mléko, s chováním farmářů a chovatelů dobytka. Uvědomíme-li si, že nabídkou jsou na finančním trhu uspořené zapůjčitelné fondy a poptávkou jsou investice, není těžké rozpoznat, jak neviditelná ruka koordinuje vyšší úspory a investic pomocí rovnovážné úrokové míry. Úrok se přizpůsobuje na trhu zapůjčitelných fondů, což koordinuje chování střadatelů (nabízejících zapůjčitelné fondy) a vypůjčovatelů (poptávajících zapůjčitelné fondy).

Nyní můžeme tento model použít k analýze vlivu některých vládních opatření na úspory a investice. Výhodou zkoumání na úrovni modelu nabídky a poptávky na konkrétním trhu je možnost zkoumat dopady hospodářské politiky ve třech krocích, podobně jako ve 4. kapitole. Za prvé půjde o rozhodnutí, zdali se posunula křivka poptávky nebo křivka nabídky. Za druhé, jaký byl směr tohoto posunu, a za třetí, jak se mění rovnovážná cena.

Politické opatření č. 1: Daně a úspory

V amerických rodinách se spoří mnohem menší část příjmů než v Japonsku nebo v Německu. Mnoho tvůrců hospodářské politiky ve Spojených státech považuje malou míru úspor za hlavní problém, přestože není zcela jasné, co ovlivňuje mezinárodní rozdíly v její úrovni. Jeden z *deseti principů ekonomie* v 1. kapitole říká, že životní úroveň země závisí na její schopnosti vyrábět statky a služby. A jak vyplynulo z minulé kapitoly, jsou úspory důležitým faktorem dlouhodobé produktivity země. Kdyby se ve Spojených státech podařilo zvýšit míru úspor na úroveň ostatních zemí, míra růstu HDP by se zvýšila a časem by Američané dosáhli vyšší životní úrovně.

Podle dalšího z *deseti principů ekonomie* lidé reagují na pobídky. Mnoho ekonomů použilo tento princip, aby přičetli nízkou míru úspor na vrub daňovým zákonům, které odrazují od spoření. Americká vláda, stejně jako vlády jiných zemí, zdaňuje jak vydělané důchody, tak příjmy z úroků i příjmy z dividend. Účinky takové daňové politiky na míru úspor ukáže následující příklad.

Za ušetřených 1 000 dolarů nakoupí pětadvacetiletý muž obligaci se splatností 30 let s 9% úrokem. Do jeho 55 let vynese obligace 13 268 dolarů. Jestliže bude výnos z obligace zdaněn 33 %, získá po 30 letech 5 743 dolarů, což je pouhých 6 % ročně. Daň z výnosu úroků podstatně snižuje budoucí příjem ze spoření a snižuje motivaci lidí spořit.

Reakcí na tento problém byly četné pokusy ekonomů a zákonodárců změnit daňovou soustavu tak, aby více podporovala úspory. V roce 1995, kdy se stal kongresman Bill Archer předsedou vlivné Komise pro operativní krytí výdajů (House Ways and Means Committee), navrhl nahradit daň z příjmu spotřební daní. Podle této daně se nezdaňuje uspořené důchod, ale až výdaje, na které se uspořené prostředky použijí; v podstatě je možno spotřební daň považovat za svého druhu daň z obrátu, kterou již dnes v mnoha státech Unie zavedli. Trochu skromnější návrh počítá s rozšířením výhodného zdanění některých specializovaných účtů, jako jsou individuální důchodové účty, jež by umožnily lidem některé úspory vyjmout ze zdanění. Obrázek 25-2 zobrazuje účinek vytvoření těchto účtů na trhu zapůjčitelných fondů.

Za prvé, kterou z křivek toto opatření ovlivní? Protože změna daňové soustavy změní motivaci domácností spořit *při jakékoli dané úrokové míře*, ovlivní tím množství zapůjčitelných fondů nabízených při jakékoli úrokové míře. Z toho plyne, že se posune nabídka zapůjčitelných fondů. A protože daňová změna přímo neovlivní množství peněz,

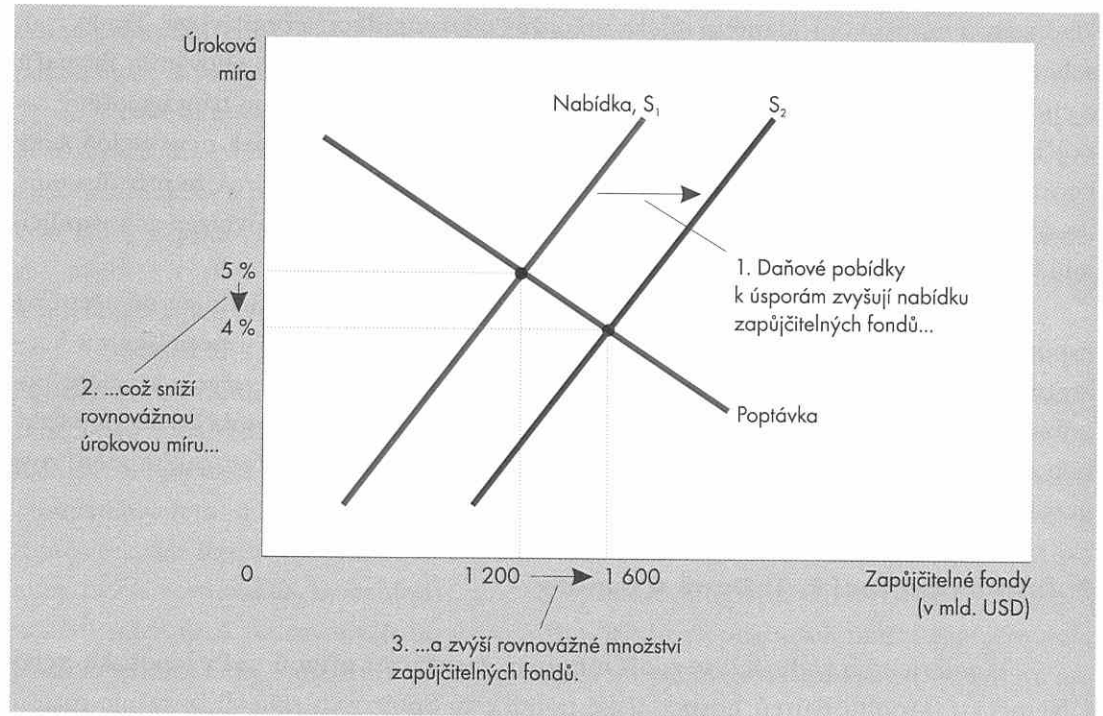
e!

e!

Obrázek 25-2

ZVÝŠENÍ NABÍDKY ZAPŮJČITELNÝCH FONDŮ

Změna daňových zákonů, která bude motivovat Američany ke spoření, posune nabídkovou křivku zapůjčitelných fondů doprava, z S_1 na S_2 . Výsledkem bude nižší úroková míra, která bude stimulovat investice. V rovnováze na obrázku klesla úroková míra z 5 na 4 % a rovnovážné množství se zvýšilo z 1 200 na 1 600 miliard dolarů.



teré si budou chtít půjčit vypůjčovatelé, ať už je úroková míra jakákoli, poptávka po zapůjčitelných fondech se nezmění.

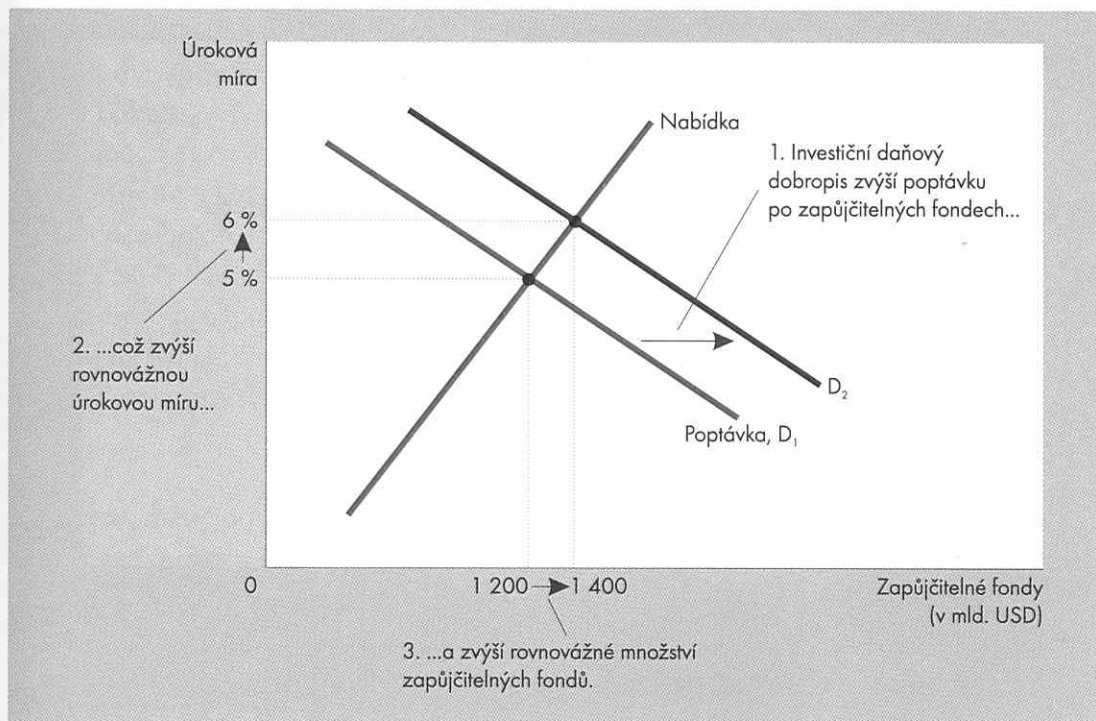
Za druhé, na kterou stranu se posune nabídková křivka? Změna daňové politiky, která povede ke snížení daňového zatížení domácností, podpoří nabídku zapůjčitelných fondů tím, že se domácnosti budou snažit více spořit a spotřebovávat menší část svých příjmů. Domácnosti budou nakupovat více obligací nebo více ukládat do bank. A tak se nabídková křivka posune doprava, jako na obrázku 25-2 z S_1 na S_2 .

Nakonec můžeme porovnat starou a novou rovnováhu. Zvýšená nabídka zapůjčitelných fondů na obrázku sníží úrokovou míru z 5 % na 4 %. Nižší úroková míra způsobí při nezměněné poptávce zvýšení poptávaného množství z 1 200 na 1 600 miliard dolarů. To znamená, že posun nabídkové křivky posune rovnováhu podél poptávkové křivky. S nižšími náklady na výpůjčku jsou domácnosti a firmy více motivovány půjčit si na profinancování investic. *Jestliže změna daňových zákonů podpoří vyšší úspory, výsledkem bude nižší úroková míra a větší investice.*

Ačkoli je analýza účinků zvýšené míry úspor ekonomy obecně přijímána, méně se již shodují v tom, které daně by se měly změnit, a které nikoli. Mnoho ekonomů podporuje daňovou reformu vedoucí k podpoře spoření, aby to umožňovalo vyšší investice a hospodářský růst. Jiní jsou k vlivu daní na míru úspor spíše skeptičtí. Tito skeptici zpochybňují účinnost podobných reforem. Argumentují tím, že nejvíce by se podobné změny týkaly bohatých občanů, u nichž by očekávaná změna chování nebyla tak silná. V poslední kapitole této knihy budeme tento problém rozebírat obšírněji.

Politické opatření č. 2: Daně a investice

Předpokládejme, že Kongres přijal zákon, kterým přiznává daňové úlevy firmám za každou novou postavenou továrnu. Čas od času Kongres zavádí tzv. *investiční daňový dobropis*, což je přesně příklad podobné politiky. Obrázek 25-3 podrobně popisuje efekt podobného opatření.



Obrázek 25-3

ZVÝŠENÍ POPTÁVKY PO ZAPŮJČITELNÝCH FONDECH

Jestliže opatření o investičních úlevách na daních podpoří investice, poptávka po zapůjčitelných fondech vzroste. Výsledkem je vyšší rovnovážná úroková míra, která zvýší nabízené množství úspor. Na obrázku se zvýší úroková míra z 5 % na 6 % a rovnovážné množství, při posunu poptávky z D_1 na D_2 , z 1 200 na 1 400 miliard dolarů.

Za prvé, ovlivní podobný zákon nabídku nebo poptávku? Protože daňová změna směřuje k motivaci firem, aby si více vypůjčovaly a investovaly do nového kapitálu, ovlivní poptávku po zapůjčitelných fondech. A protože změna těchto daní neovlivní množství úspor v domácnostech při dané úrovni úrokové míry, nabídka zapůjčitelných fondů se nebude měnit.

Za druhé, kterým směrem se bude posouvat poptávka? Pro každou úroveň úrokové míry bude existovat vyšší motivace firem investovat, množství poptávaných zapůjčitelných fondů stoupne při jakékoli úrokové míře. Křivka poptávky po zapůjčitelných fondech se posune, tak jak ukazuje obrázek, z D_1 na D_2 .

Za třetí zkoumáme, jak se změnila rovnováha. Na obrázku 25-3 posouvá zvýšená poptávka po zapůjčitelných fondech úrokovou míru z 5 % na 6 % a současně zvyšuje vyšší úroková míra nabízené množství zapůjčitelných fondů z 1 200 na 1 400 miliard dolarů, tím jak domácnosti reagují zvyšováním úspor. Změna chování domácností je reprezentována pohybem podél nabídkové křivky. *Jestliže změna daňové politiky podpoří poptávku po zapůjčitelných fondech – investice, výsledkem bude vyšší úroková míra a vyšší míra úspor.*

Politické opatření č. 3: Deficity vládního rozpočtu

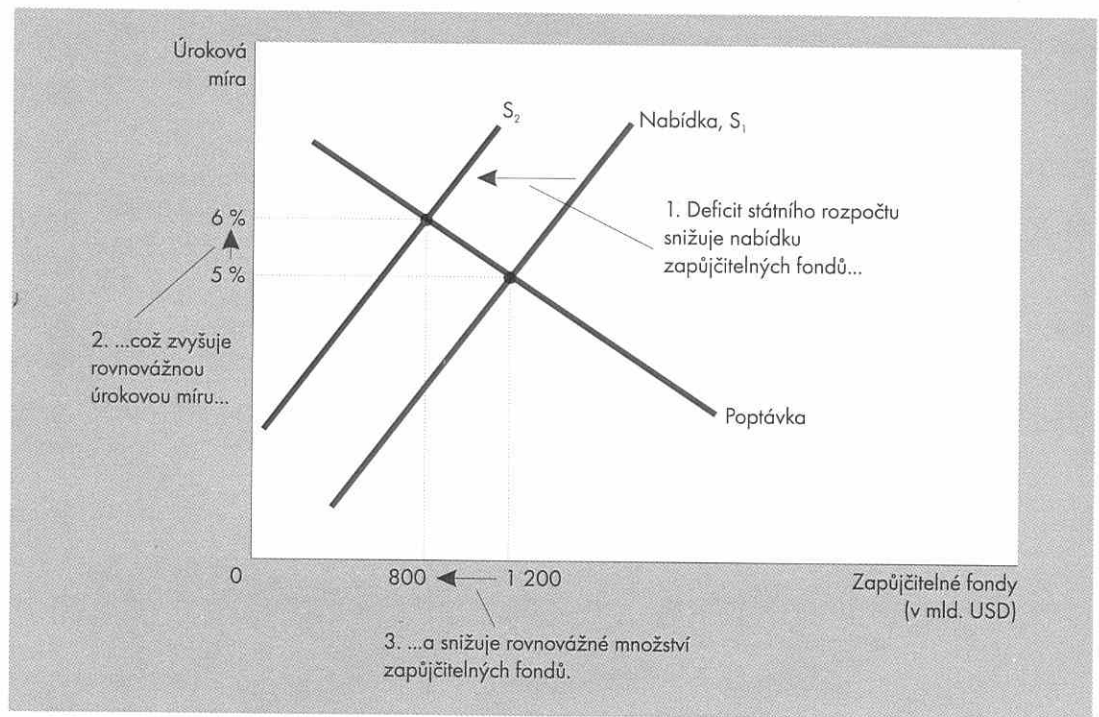
Deficit vládního rozpočtu lze považovat za jeden z nejaktuálnějších hospodářsko-politických problémů minulých desetiletí. Rozdíl mezi vyššími výdaji a nižšími daňovými příjmy se nazývá *rozpočtový deficit*. Akumulace minulých deficitů vládních financí je *vládní dluh*. V minulých letech byl americký federální rozpočet velmi deficitní, což vyústilo ve vysoký vládní dluh. Většina politických diskusí se v důsledku deficitu točila kolem jeho vlivu na dlouhodobý růst a na alokaci vzácných zdrojů v ekonomice.

Vliv deficitu vládního rozpočtu na finanční trhy můžeme ve třech krocích ilustrovat obrázkem 25-4. Za prvé, která křivka se pohybuje, když roste deficit? Národní úspory – zdroj nabídky zapůjčitelných fondů – se skládají ze soukromých a veřejných úspor. Změna deficitu vládního rozpočtu se projeví změnou ve stavu veřejných úspor, a tedy i v nabídce za-

Obrázek 25-4

VLIV DEFICITU VLÁDNÍHO ROZPOČTU

Když vláda utrácí více, než činí její příjmy z daní, výsledný rozpočtový deficit sniží národní úspory. Nabídka zapůjčitelných fondů poklesne a rovnovážná úroková míra stoupne. Když vláda financuje svůj deficit půjčkou, vytlačuje to některé domácnosti a firmy, které by si jinak půjčily finance na investiční projekty. Když se nabídka posune z S_1 na S_2 , rovnovážná úroková míra stoupne z 5 % na 6 % a uspořené a vypůjčené rovnovážné množství zapůjčitelných fondů klesne z 1 200 na 800 miliard dolarů.



půjčitelných fondů. Poptávka se nemění, protože rozpočtový deficit neovlivňuje množství investic, které by firmy a domácnosti uskutečnily při dané úrokové míře.

Za druhé, kterým směrem se posune nabídková křivka? Když se zvyšuje vládní deficit a veřejné úspory jsou záporné, snižují se národní úspory. Jinými slovy nabídka zapůjčitelných fondů k financování investic domácností a firem klesá s tím, jak si vláda půjčuje na financování svého deficitu. V důsledku rozpočtového deficitu se nabídková křivka za půjčitelných fondů posouvá z S_1 na S_2 , jak ukazuje obrázek 25-4.

Za třetí, následuje srovnání staré a nové rovnováhy. Na obrázku vzroste úroková míra z 5 na 6 % s tím, jak se zvýší rozpočtový deficit. Tato vyšší úroková míra ovlivní chování domácností a firem na trhu výpůjček. Mnoho poptávajících bude vyšší úroková míra

Pro informaci

Ricardovská ekvivalence: alternativní pohled na deficit vládního rozpočtu

Téměř všichni ekonomové souhlasí s názorem, že deficit vládního rozpočtu snižuje národní úspory a vytěsňuje investice, ale někteří zpochybňují i toto tvrzení. Zastávají názor, že existuje tzv. *ricardovská ekvivalence*. Přístup je pojmenován po slavném ekonomovi 19. století Davidu Ricardovi, který jako první použil následující argumenty (a který zároveň pochyboval o platnosti svých názorů v praxi).

Ricardovská argumentace je následující: vláda sníží daně, aniž by snížila výdaje. Vládní rozpočet se dostane do deficitu a veřejné úspory se sníží. Jestliže však domácnosti uspoří veškeré příjmy z daňového poklesu, soukromé úspory se zvýší přesně o stejné množství, o jaké klesnou veřejné. Národní úspory, složené z veřejných a soukromých úspor, se nezmění. Totéž se dá říci o nabídce zapůjčitelných fondů i o úrokové míře. Fakticky se nezmění vůbec nic (mimo přesun v úsporách). Stav hospodářství s deficitem je stejný jako bez něj.

Proč by měly domácnosti uspořit celou částku ze snížení daně? Podle teorie ricardovské ekvivalence, sledují-li lidé vládní finance, které se dostávají do deficitu, rozumějí tomu tak, že vláda bude muset v budoucnu daně opět zvýšit, aby splatila akumulovaný dluh. Pokles daní a rozpočtový deficit vůbec nesnižují celkové daňové zatížení domácnosti;

pouze daň odkládají. Snížení daně na úkor rozpočtu není od vlády dar, spíše svého druhu úvěr. A protože domácnosti nejsou bohatší, veškerý příjem uloží, aby jej mohly použít, až se daně opět zvýší.

Mnoho ekonomů se domnívá, že je ricardovská ekvivalence holou spekulací. V období deficitního financování v 80. letech se soukromé úspory v USA nijak nezvýšily, jak by to předpokládala teorie. Ve skutečnosti se naplnil opačný scénář. Poklesly veřejné i soukromé úspory.

Teorie ricardovské ekvivalence přesto klade zajíma-

vou otázku: Jestliže státní dluh znamená nutné zvýšení daní někdy v budoucnosti, což jistě znamená, proč domácnosti tento vývoj v oblasti daní nepředpokládají? Dle jedné odpovědi jsou lidé ve svém rozhodování zaměřeni příliš krátkodobě, aby mohli rozpoznat důsledky vládní politiky. Další možností je, že předpokládají dopad daňového břemene nikoli na ně samé, ale na budoucí generace daňových poplatníků. Mnoho ekonomů skutečně vyzdvihuje význam mezigenerační redistribuce daní jako důležitý aspekt politiky deficitního financování.

odrazovat, méně domácností si bude kupovat nové domy, stejně tak méně firem bude zavádět nové provozy. Propad investic v důsledku vládních výpůjček se nazývá **vytěšňování**.

Na obrázku znamená vytěšňování redukci množství zapůjčitelných fondů z 1 200 na 800 miliard dolarů. Když si vláda vypůjčuje na financování svého rozpočtu, znamená to vytěšnění části soukromých vypůjčovatelů, kteří neuskuteční své investice.

Z deficitu a jeho vlivu na nabídku zapůjčitelných fondů a poptávku po nich plyne jednoduché poučení: *když vláda sníží národní příjmy financováním rozpočtového deficitu, vzroste úroková míra a investice poklesnou*. Deficity snižují tempo ekonomického růstu, protože investice jsou důležité pro dlouhodobý ekonomický růst.

vytěšňování

pokles investic, který vyvolaly vládní výpůjčky

Případová studie

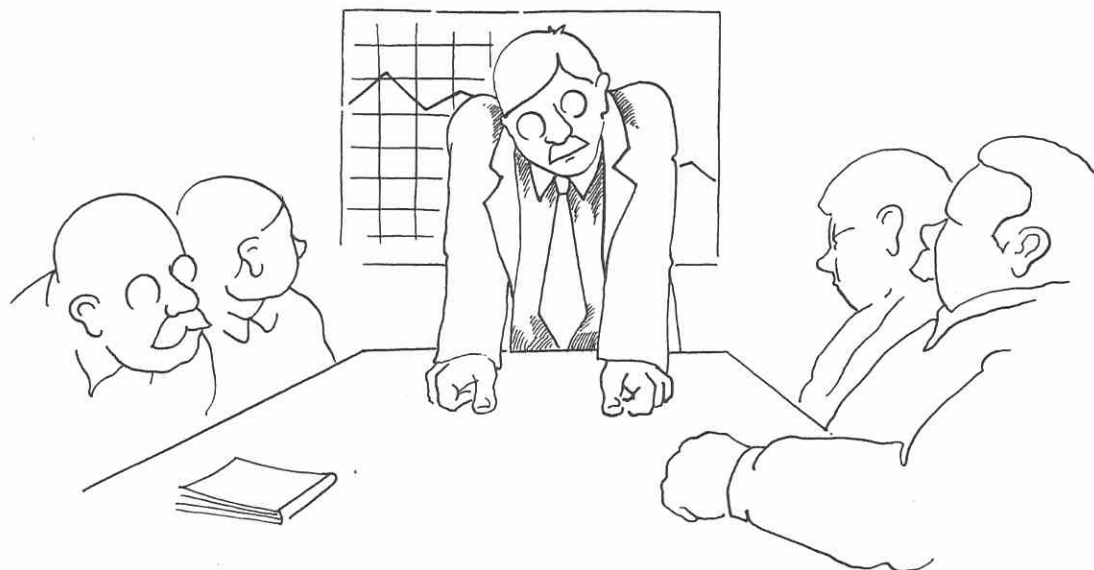
Vládní dluh a deficity v USA

Od počátku 80. let jsou deficity vládního rozpočtu v americké ekonomice stálým problémem. Když prezident Reagan přebíral v roce 1981 úřad, zavázal se ke snížení daní a státní správy. Později se ukázalo, že prosazení daňové reformy bylo mnohem jednodušší než snížení počtu státních zaměstnanců. Výsledkem byl začátek období vysokých rozpočtových deficitů nikoli jen po dobu úřadování Reagana, ale také jeho nástupce George Bushe i (doposud) Billa Clintona.

Na obrázku 25-5 je zobrazen americký federální deficit jako podíl na HDP v procentech. Od padesátých do sedmdesátých let se podíl dluhu na HDP snižoval. Přestože se v některých letech vládě deficitům vyhnout nepodařilo, byly deficity dostatečně malé a vládní dluh rostl pomaleji než celá ekonomika. Ta žila v rámci svých možností, tím jak se snižoval podíl vládního dluhu na HDP, protože růst HDP je hrubým měřítkem schopnosti vlády vybírat daně. Naopak, když se na počátku osmdesátých let rozpočtový deficit výrazně zvýšil, vládní dluh začal růst rychleji než celá ekonomika a podíl dluhu na HDP začal růst.

V tabulce 25-1 jsou shrnuty dopady této politiky na různé druhy úspor. Na začátku období vysokých deficitů (počátek 80. let) poklesly veřejné úspory v poměru k HDP o 2,4 %. Ve stejné době soukromé úspory poklesly o 2,9 %.

Jak bylo uvedeno v předchozí kapitole, národní úspory jsou klíčovou složkou dlouhodobého hospodářského růstu. Užítím části soukromých úspor k financování rozpočtového deficitu odvádí vláda zdroje na investice do nového kapitálu a tím snižuje životní úroveň budoucích generací. Politici z obou hlavních amerických politických stran přijímají tento argument a považují pokračující rozpočtové deficity za dů-



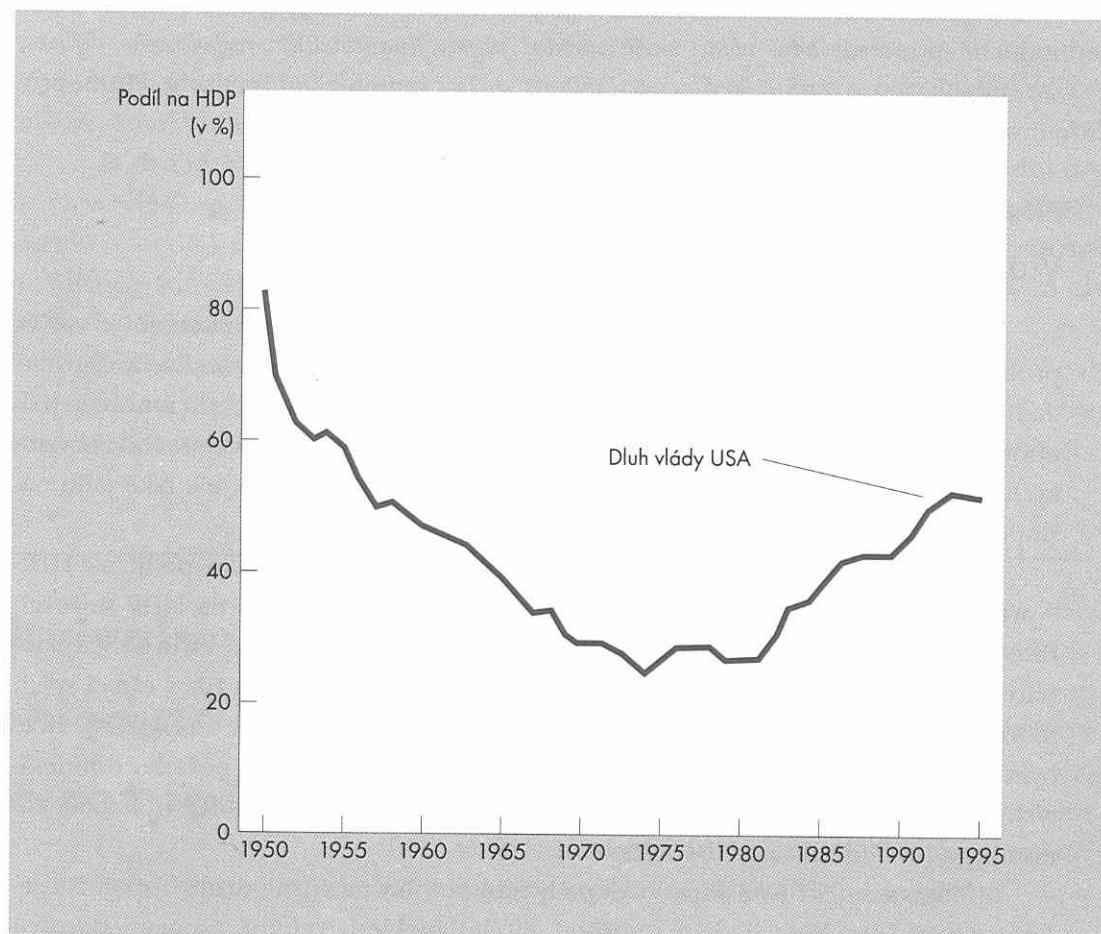
Náš plán na snížení deficitu je jednoduchý, bude ale potřebovat hodně peněz.

Obrázek 25-5

AMERICKÝ VLÁDNÍ DLUH

Dluh americké federální vlády vyjádřený v procentech HDP byl vysoký po výdajích na druhou světovou válku, ale během 50. a 60. let výrazně poklesl. Znovu začal růst na začátku 80. let, kdy se snížení daňového zatížení nepodařilo kompenzovat škrtů v rozpočtových výdajích.

ZDROJ: Ministerstvo financí USA, Ministerstvo obchodu USA.



ležitý politický problém. Clintonův příchod do Oválné pracovny v roce 1993 byl spojen s prvořadým úkolem snížit deficit federálního rozpočtu. Podobně, když v roce 1995 získali republikáni kontrolu v Kongresu, bylo snížení deficitu v jejich plánovaných legislativních opatřeních na jednom z prvních míst. Obě snahy o snížení deficitu přinesly své ovoce, ovšem redukovat schodek se jim úplně nepodařilo.

Tabulka 25-1

ÚSPORY V EKONOMICE USA

MÍRA:	SYMBOL	1960–1981	1982–1994	ZMĚNA
Veřejné úspory	$T - G$	0,8	-1,6	-2,4
Soukromé úspory	$Y - T - C$	16,1	15,7	-0,4
Národní úspory	$Y - C - G$	16,9	14,0	-2,9

POZNÁMKA: Míry úspor jsou hrubá nominální množství vyjádřená v procentech nominálního HDP. Veřejné i soukromé úspory byla očištěny od inflace: pouze reálný úrok z vládního dluhu se počítá jako vládní výdaj a příjem soukromého sektoru.

ZDROJ: Ministerstvo obchodu USA, autorovy výpočty.

Jestliže panuje shoda, co se týče snížení rozpočtu, proč toho vláda není schopna lehce dosáhnout? Jedna část problému souvisí se způsobem, jak má být snížení dosaženo. Prezident Clinton navrhoval zvýšení daní bohatých občanů a relativně skromné škrty ve výdajích. Republikáni naproti tomu nesouhlasí se zvyšováním daní, dokonce by rádi některé daně ještě snížili a rozpočet chtějí vyrovnat mnohem většími výdajovými škrty než prezident Clinton. Rozpory v otázce řešení rozpočtové krize a neochota k zásadním řešením oddalují vyrovnání dlouhodobého deficitu amerického federálního rozpočtu.

Jako každá politická diskuse má i diskuse o rozpočtu mnoho aspektů a problémů, které není jednoduché vyřešit. Více se jim budeme věnovat v poslední kapitole této knihy, ale základní body by již měly být jasné. Pokaždé, když se v politice rozhoduje o deficitu vládního rozpočtu a jeho dopadu na hospodářství, je hlavní pozornost upřena k úsporám, investicím a úrokovým mírám.

Malý test

Kdyby si lidé pro svůj životní styl zvolili heslo „žijme raději dnes než zítra“, jaký by byl konečný dopad na investice, úspory a úrokovou míru?

Závěr

„Nic nepůjčuj a nic si nikdy nedluž,“ radí Polonius svému synovi v Shakespearově *Hamletovi*. Kdyby se každý řídil podobnou radou, byla by tato kapitola zbytečná.

Jen málo ekonomů dává Poloniově za pravdu. V moderní ekonomice lidé půjčují a vypůjčují si velmi často a s dobrým úmyslem. Výpůjčky umožňují denně stavět nové továrny či domy. Lidé půjčují své prostředky, aby si zajistili lepší důchod na stáří. Úkolem finančního systému je koordinovat všechny půjčky a výpůjčky.

V mnoha případech se finanční trh chová jako ostatní trhy v hospodářství. Cena zapůjčitelných fondů – úroková míra – je určena nabídkou a poptávkou, stejně jako se v ekonomice určují ostatní ceny. Jeden z *deseti principů ekonomie* představený v 1. kapitole říká, že trhy jsou obvykle dobrým způsobem organizace ekonomické aktivity. Hodí se i na finanční trhy, kde se vyrovnávají nabídka po zapůjčitelných fondů s poptávkou po nich, a tím alokují vzácné zdroje tím nejefektivnějším způsobem.

e!

Finanční trhy se liší od ostatních trhů tím, jak spojují současnost s budoucností. Ti, kteří si ukládají ve finančním systému své současné příjmy a vytvářejí tím nabídku zapůjčitelných fondů – věřitelé – to dělají proto, aby je přeměnili na budoucí kupní sílu. Ti, kteří dnes poptávají zapůjčitelné fondy – vypůjčovatelé – to dělají proto, aby jim dnešní investice umožnila v budoucnosti použít další kapitál k výrobě statků. Dobře fungující finanční systém není proto důležitý jen pro dnešní generace, ale také pro budoucí generace, které zdědí mnoho z jeho přínosu.

Z novin

Dodatek o vyrovnaném rozpočtu

V minulosti obhajovali někteří členové Kongresu ústavní dodatek, který by vyžadoval po federální vládě vyrovnání jejího rozpočtu. Prezident Clinton však podobný návrh odmítá. V následujícím článku ekonom Robert Eisner argumentuje proti podobným návrhům.

Vyrovnaný rozpočet: špatná ekonomie

Robert Eisner

Spolu se dvěma laureáty Nobelovy ceny, Robertem Solowem z M.I.T. a Jamesem Tobinem z Yale, jsme jako poradci prezidenta doporučili vyslovit nesouhlas s návrhem dodatku ústavy o vyrovnaném rozpočtu. Již nás podpořilo 35 členů ekonomické obce včetně dalších sedmi laureátů Nobelovy ceny...

Problémem je to, že by dodatek narušoval principy ekonomické teorie, jež mnozí z nás po desetiletí vyučovali. Každý účetní nebo investor dobře ví, jak těžké a arbitrární je určit něco jako „vyrovnání“, rozdíl mezi ztrátou a ziskem, i třeba pro větší firmu. Co lze počítat mezi současné výdaje, jak rychlé je znehodnocení majetku, co lze amortizovat, jak ocenit inventář firmy, kdy zisk firmy podléhá speciálním regulím, jak se vypořádat s penzijními fondy, co s „odloženými“ daněmi? A otázky jsou komplikovanější, mnohem komplikovanější, v případě federální vlády...

Například v oblasti portfoliových investic. Když rodina nakoupí akcie nebo obligace, jen těžko by se to dalo klasifikovat jako současný výdaj, který sníží úspory a napomůže „deficitu“. Pro federální vládu však platí toto tvrzení přesně. Před několika lety,

když Ministerstvo financí nakupovalo úvěrová a vkladová aktiva na burze, se deficit zvětšil. Pak se objevilo mnoho nesprávných kritických ohlasů, že to vede k ničení národních úspor a žití na úkor budoucnosti. Když posléze stát prodal tato úvěrová a vkladová portfolia, „deficit“ jako by zázrakem zmizel.

Další problém: federální vláda nemá oddělený kapitálový rozpočet. Kdyby mělo být státní účetnictví konzistentní s účetnictvím právnických osob, nesmělo by zahrnovat výdaje na kapitál, ale pouze míru znehodnocení existujícího kapitálu do položky přebytku nebo deficitu v tabulce zisků a ztrát. Jak bychom potom ale měřili znehodnocení? Jak rychle zastarává náš zbrojní arzenál? S koncem studené války bychom měli zvolit zvláštní výši míry znehodnocení a většinu z něj odepsat? Co by se mělo udělat s rostoucím množstvím investic do nehmotného kapitálu, do počítačového softwaru, do výzkumu a vývoje, do vzdělání a školení a do zdraví?

Toto je pouhý zlomek úskalí současného vládního účetnictví. Bylo by s podivem, kdyby navrhovatelé ústavního dodatku trvali na úpravě všech účetních pravidel, která de-terminují úroveň, při které je rozpočet „vyrov-

nán“. Vytvoří se komise, aby čas od času přezkoumala účetnictví? Nebo ponecháme soudům, aby rozhodly, které zákony patří do mezi dodatku? ...

Jak bylo navrženo na posledním zasedání Kongresu, dodatek by povolil státní půjčku hlasováním a souhlasem tří pětin členů, a toho je velmi obtížné dosáhnout.

Mnozí říkají: „Já vyrovnávám stav na svém šekovém kontě a vlády států Unie nebo místní správy mají ustanovení o vyrovnání ve svých ústavách a statutech, proč by tomu mělo být jinak u federální vlády? Proč si vláda musí půjčovat?“ Ve skutečnosti si každý z nás půjčuje – k financování stavby domu, na studia svých dětí, na nákup auta a zboží dlouhodobé spotřeby. Podnikatelé si půjčují – stačí se podívat na trh podnikových obligací. Státy Unie a místní správy mají obecně kapitálové účty odděleny; omezení plynoucí z nutnosti vyrovnání rozpočtu platí pouze pro běžné nebo operativní rozpočty. Půjčují si na všechny druhy kapitálových investic. Dodatek o vyrovnaném rozpočtu by limitoval, co se týká výpůjček, pouze federální vládu.

Dodatek je, naštěstí, až směšný svou špatnou vynutitelností. V jedné části se uvádí: „Počátkem každého fiskálního roku by měl prezident předat Kongresu navrhovaný rozpočet vlády Spojených států na příští rok, ve kterém celkové výdaje nepřevyší příjmy.“ Co prezidentovi znemožní jednoduše stanovit výši příjmu dostatečně vysokou na pokrytí výdajů? S nejistotou předpovědí budoucího vývoje by to byl docela poctivý způsob, jak dodatek obejít.

V části 1 se navrhuje: „Celkové výdaje nesmí ve fiskálním roce převýšit příjmy...“ Ale kdo může odhadnout, co se stane se skutečnými příjmy a výdaji? Předpokládáme, že lidé budou právě letos více nemocní než loni a budou více využívat zdravotnická zařízení a nakupovat léky. Předpokládáme, že nastane propad v daňových příjmech. Stejně tak by v některé části mohlo být napsáno, že vlny Atlantiku nesmějí přesáhnout určitou výši. A co když přesáhnou? Vsadíme prezidenta nebo Kongres do vězení?

Co se týká daňových úniků, uvítal bych v dodatku pasáž o podpoře nějaké poradenské firmy, která vydělá miliony tím, že bude státu radit, jak to dělat. Jednou z technik, jak uniknout schodkovosti rozpočtu, bude prodej státních aktiv, které vláda bude moci vyškrtnout ze svých výdajů. Může začít tím, že prodá národní parky, státní půdu, ropné rezervy a všechny části dopravní infrastruktury, které vlastní... Pak by mohla pokračovat



prodejem veřejných budov včetně Kapitolu a Bílého domu a možná, že si je pronajme zpátky do svého užívání... Samozřejmě, že za čas vyčerpáme možnosti prodávat veřejná aktiva. Ale možná, že teprve to, stejně jako

v případě prohibičních zákonů, bude dostatečné upozornění na pošetilost zavedení podobného dodatku.

ZDROJ: *The Wall Street Journal*, 22. ledna 1997, str. A14.

Shrnutí

- Americký finanční systém se skládá z mnoha druhů finančních institucí, jako je trh obligací, burza akcií, banky a vzájemné fondy. Všechny tyto instituce se snaží převádět zdroje od domácností, které chtějí spořit, do rukou domácností a firem, které si chtějí vypůjčit.
- Systém národních účtů obsahuje některé důležité makroekonomické identity. Pro uzavřenou ekonomiku platí, že se investice musí rovnat úsporám. Finanční instituce jsou tím mechanismem, který spojuje úspory jedněch s investicemi druhých.
- Úroková míra závisí na nabídce zapůjčitelných fondů a poptávce po nich. Nabídka zapůjčitelných fondů

vzniká v domácnostech, které si chtějí uspořit část příjmu a půjčit je někomu jinému. Poptávka vzniká v domácnostech a firmách, které si chtějí vypůjčit na investice. K analýze toho, jak hospodářská politika nebo událost ovlivní úrokovou míru, je třeba zjistit, jak ovlivní nabídku zapůjčitelných fondů a poptávku po nich.

- Národní úspory se rovnají součtu veřejných a soukromých úspor. Deficit vládního rozpočtu znamená záporné veřejné úspory a tím snižuje národní úspory a nabídku zapůjčitelných fondů, které financují investice. Když deficit vládního rozpočtu vytlačuje investice, snižuje zároveň růst produktivity a HDP.

Klíčové pojmy

finanční systém
finanční trhy
obligace
akcie
finanční zprostředkovatelé
vzájemný fond
národní úspory

soukromé úspory
veřejné úspory
rozpočtový přebytek
rozpočtový deficit
trh zapůjčitelných fondů
vytěšňování

Otázky k opakování

1. Jakou úlohu má finanční systém? Vyjmenujte a popište dva trhy, které jsou součástí finančního systému. Vyjmenujete a popište dva druhy finančních zprostředkovatelů.
2. Co to jsou národní úspory? Co to jsou veřejné úspory? Co to jsou soukromé úspory? V jakém vztahu jsou mezi sebou tyto tři proměnné?
3. Co to jsou investice? Jaký vztah mají k národním úsporám?
4. Popište změnu daňového zákona, která zvýší soukromé úspory. Kdyby byla změna provedena, jak ovlivní trh zapůjčitelných fondů?
5. Co znamená schodek vládního rozpočtu (rozpočtový deficit)? Jak ovlivní úrokovou míru, investice a hospodářský růst?

Příklady a aplikace

1. Od které z následujících dvou obligací byste očekávali vyšší úrok? Vysvětlete:
 - a) obligace vlády USA nebo obligace vlády některé středoevropské země,
 - b) obligace splatná v roce 2005 nebo obligace, jejíž jistina bude vyplacena v roce 2025,
 - c) obligace Coca-Coly nebo obligace softwarové firmy u vás doma v garáži,
 - d) obligace vydaná federální vládou nebo obligace státu New York.
2. „Křivka výnosů“ znázorňuje úrokové míry obligací s různou dobou splatnosti, s dobou splatnosti na horizontální ose a příslušným úrokem na vertikále.
 - a) Na základě toho, co jsme vyložili v této kapitole, očekávali byste křivku výnosů stoupající nebo klesající?
 - b) S použitím finanční přílohy v novinách z poslední doby nakreslete křivku výnosů vládních obligací. Má sklon, jaký jste očekávali?
3. Theodor Roosevelt jednou řekl: „Není příliš velký morální rozdíl mezi hraním karetních her, loterií nebo sázkami na dostizích a hraním na akciovém trhu.“ Jakou společenskou úlohu podle vás mají burzy akcií?
4. Pokles cen akcií bývá občas považován za znamení budoucího poklesu reálného HDP. Proč si myslíte, že by to mohlo platit?
5. V kapitole se vysvětluje, že výhodou vzájemných fondů je možnost získání diverzifikovaného portfolia akcií a obligací. Jaké výhody plynou z vlastnictví portfolia namísto vlastnictví akcií určitého podniku?
6. Mnoho zaměstnanců vlastní akcie emitované firmou, ve které pracují. Proč si myslíte, že firmy podporují podobné chování? Proč by pracovník *neměl* chtít akcie společnosti, kde pracuje?
7. Váš kolega tvrdí, že nakupuje akcie jen těch společností, o kterých jsou všichni přesvědčeni, že přinesou v budoucnu velké zisky. Jaký poměr ceny k výnosu byste očekávali v porovnání s P/E jiných společností? Co může být nevýhodou při koupi těchto akcií?
8. Vysvětlete makroekonomický rozdíl mezi investicemi a úsporami. Který z následujících příkladů patří mezi investice a který mezi úspory? Vysvětlete.
 - a) Vaše rodina si bere hypoteční úvěr na koupi nového domu.
 - b) Použijete šek v hodnotě 200 dolarů na koupi akcie AT&T.
 - c) Vaše spolubydlící vydělá 100 dolarů a uloží si je na bankovní účet.
 - d) Vypůjčíte si 1 000 dolarů v bance, abyste si koupili auto, které budete používat v podnikání při rozvozu pizzy.
9. Předpokládejme, že Intel staví velkou továrnu na čipy.
 - a) Předpokládejme, že chce investici financovat emisí obligací. Jak ovlivní zvýšení úrokové míry rozhodnutí Intelu postavit novou továrnu?
 - b) Jestliže bude mít Intel dostatek vlastních zdrojů k postavení oné továrny, bude ve svém rozhodování nějak ovlivněn pohybem úrokové míry? Vysvětlete.
10. Předpokládejme, že si vláda příští rok vypůjčí o 20 miliard dolarů více než letos.
 - a) Použijte nabídkový a poptávkový graf k analýze této politiky. Klesne, nebo stoupne úroková míra?
 - b) Co se stane s investicemi? Co se soukromými úsporami? Co s veřejnými úsporami? Co s národními úsporami? Srovnajte velikost změny s 20 miliardami dolarů vládních výpůjček navíc.
 - c) Jak ovlivní elasticita nabídky zapůjčitelných fondů

velikost těchto změn? (Nápověda: Připomeňte si z 5. kapitoly definici elasticity.)

d) Jak ovlivní změny elasticita poptávky?

e) Předpokládejme, že domácnosti jsou přesvědčeny o tom, že zvýšení vládních výpůjček znamená vyšší budoucí daně, aby se deficit zaplatil. Co to bude dnes znamenat pro soukromé úspory a nabídku zapůjčitelných fondů? Zvýší to, nebo sníží efekty uvedené v bodě (a) a (b)?

11. V minulých deseti letech nové počítačové technologie podstatně snížily množství zásob, které udržují na každý dolar prodaných výrobků. Ilustrujte tuto změnu obrázkem trhu zapůjčitelných fondů. (Nápověda: Výdaje na zásoby patří do investic.) Jaký si myslíte, že to mělo vliv na výši investic v továrnách?

12. „Někteří ekonomové se domnívají, že stárnutí populace v průmyslových zemích začíná snižovat jejich úspory, právě když je vhodná nálada pro růst investic“ (*Economist*, 6. května 1995). Ilustrujte vliv tohoto jevu na světový trh zapůjčitelných fondů.

13. V této kapitole se vysvětluje možnost růstu investic buď snížením zdanění soukromých úspor, nebo snížením deficitu vládního rozpočtu.

a) Proč je důležité usilovat o obě tyto politiky současně?

b) Co je potřeba vědět o chování soukromých úspor, abyste mohli rozhodnout, která z obou cest by byla efektivnější?