



Vybrané problémy analýzy vnější ekonomické rovnováhy

Selected issues of the external economic balance analysis

Jiří Pour

Abstrakt: Analýza vnější ekonomické rovnováhy je složitý úkol, při kterém je třeba brát v potaz širokou škálu různých faktorů. Tento článek se snaží poskytnout do jisté míry ucelený pohled na tuto problematiku. Vnější rovnováha je zde chápána jako vyrovnanost běžného účtu platební bilance, na který lze nahlížet jako na intertemporální fenomén. Jsou zde prezentovány jednak některé makroekonomické proměnné, které jsou v různých pracích uvažovány jako determinanty běžného účtu, tak proměnné ovlivňující jeho udržitelnost. Udržitelnost závisí jak na objektivně měřitelných faktorech, tak na subjektivních pocitech investorů, což analýzu dále komplikuje.

Klíčová slova: Vnější ekonomická rovnováha, běžný účet, udržitelnost, intertemporální přístup

Abstract: External economic balance analysis is a difficult issue, which needs to take into account a wide range of factors. This paper attempts to show some compact view on this challenge. The external balance is defined here as a current account balance, which has an intertemporal character. In the paper there are presented both some macroeconomic variables determining the current account and ones which determine its sustainability. The sustainability depends both on measurable variables and on unmeasurable feelings of investors, which makes the analysis more difficult.

Keywords: External economic balance, current account, sustainability, intertemporal approach

JEL Classification: F3, F4, F5

Úvod

Vnější ekonomická rovnováha je z hlediska finanční stability důležité téma, které však bývá v ekonomických diskusích, které se zaměřují hlavně na růst HDP, spotřebu, zaměstnanost, veřejné zadlužení apod., často opomíjeno. Nerovnovážné stavy však musejí dříve či později vést k určitým vyrovnávacím procesům, jejichž náklady jsou nenulové a závisejí zejména na typu uplatněného vyrovnávacího procesu a velikosti počáteční nerovnováhy. Vyrovnávací procesy mohou vést od pouhých nežádoucích výkyvů ve spotřebě až k měnovým a finančním krizím.

Analýza vnější ekonomické rovnováhy je složitý úkol, při kterém je třeba brát v potaz širokou škálu různých faktorů. Cílem tohoto příspěvku je pojednat o vybraných problémech, se kterými je třeba se při analýze potýkat. Práce se skládá ze dvou hlavních částí. V první části se budu zabývat pojetím vnější rovnováhy a faktory, kterými je ovlivněna. V druhé části se zabývám problematikou její udržitelnosti.

1. Vnější ekonomická rovnováha

1.1 Pojetí vnější rovnováhy

Vnější rovnováhu můžeme v ekonomickém slova smyslu definovat jako „trvale udržitelnou strukturu finančních a reálných toků mezi domácí ekonomikou a zahraničím, která do budoucna nezakládá potřebu změny měnového kurzu, důchodu, cen, peněžní zásoby nebo úrokových sazeb“.¹ V praxi se pak jedná o vyrovnanost určitého kumulativního salda platební bilance. Které saldo bude zvoleno za reprezentanta vnější rovnováhy, závisí na konkrétním modelovém pojetí, případně na fázi transformace, v níž se ekonomika nachází. Nejčastěji se za vnější rovnováhu považuje vyrovnanost běžného účtu platební bilance, který zahrnuje bilanci zboží, služeb, běžných výnosů (např. zisky, dividendy, úroky) a nekapitálových transferů (např. dary, dědictví, hospodářská pomoc). Za předpokladu nulového salda kapitálových transferů (kapitálového účtu - např. mezinárodní převody majetku, dotace EU), salda chyb a opomenutí, a především nulových výnosů z titulu přecenění zahraničních aktiv a pasiv² totiž platí, že

$$CA_t = NFA_{t+1} - NFA_t$$

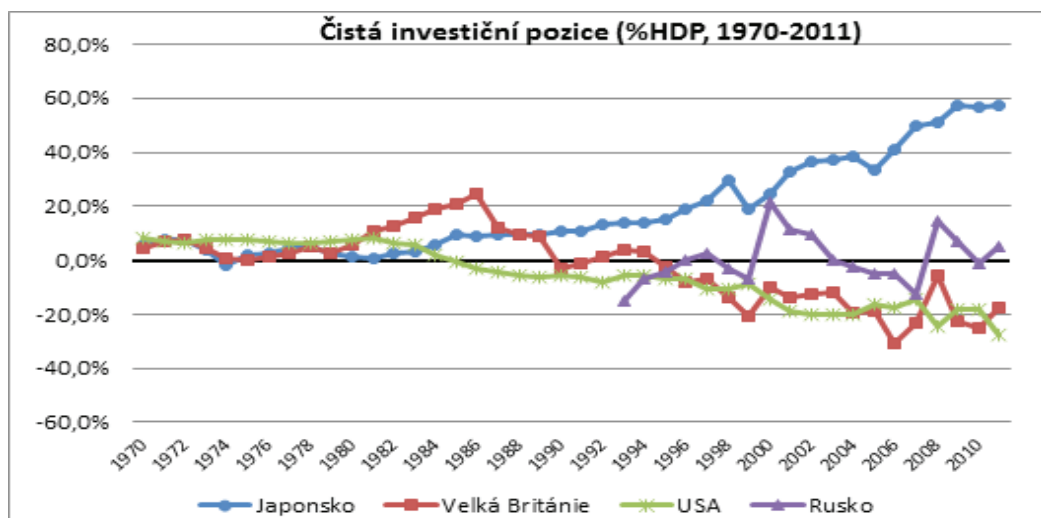
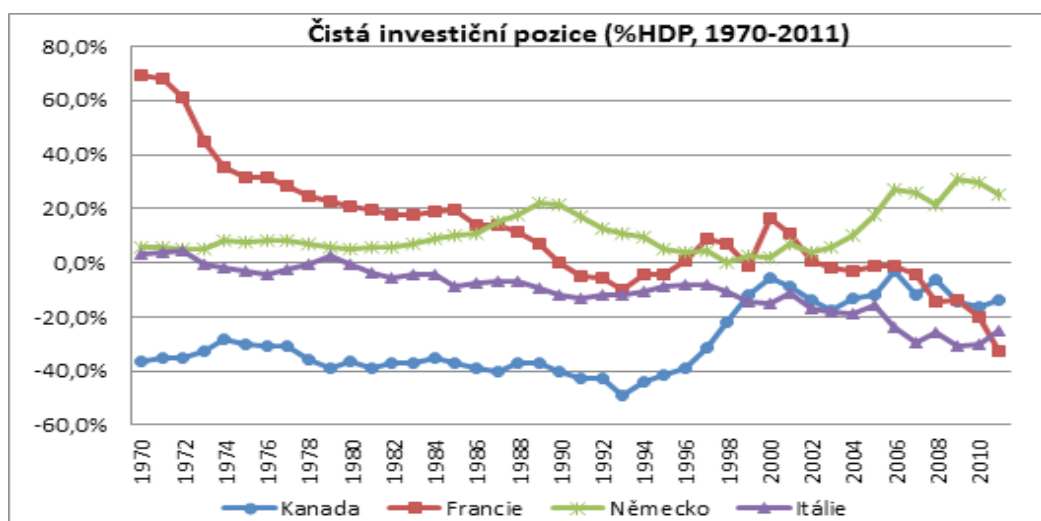
Rovnice říká, že běžný účet platební bilance (CA) za daných předpokladů vyjadřuje změnu čisté investiční pozice země (NFA) mezi obdobími t a t+1. Z toho vyplývá, že v případě vyrovnaného běžného účtu nedochází ke změně čisté investiční pozice země. Z tohoto důvodu se právě toto saldo nejčastěji používá jako reprezentant vnější ekonomické rovnováhy. Čistou investiční pozicí země vyjádřenou v domácí měně se rozumí rozdíl mezi hodnotou zahraničních aktiv rezidentů dané země v domácí měně

1) Mandel, Tomšík (2008) str. 17

2) Např. vlivem změn měnového kurzu. Tento efekt může hrát nezanedbatelnou roli, viz dále.

a hodnotou zahraničních pasiv rezidentů v domácí měně k určitému časovému okamžiku.³ Pokud určitá země vykazuje dlouhodobě deficit běžného účtu, dochází ke snižování čistých zahraničních aktiv, v horším případě až do jejich výrazně záporných hodnot. Tato situace nemůže logicky trvat do nekonečna, dříve či později se proto musí dostavit určitý vyrovnávací proces, který deficitní saldo běžného účtu vyrovná.

Data o NFA jako podíl na HDP pro země G8 ilustrují následující grafy. Jedná se o databázi External Wealth of Nations Mark II⁴, která je s počátkem v roce 1970 zřejmě nejširším datovým zdrojem, který je k dispozici pro širokou škálu zemí světa. Vidíme, že nejstabilnější průběh NFA vykazuje z prezentovaných zemí Německo.



3) Brůna (2013)

4) Lane, Milesi-Ferretti (2007), aktualizováno k roku 2011, grafy vlastní

1.2 Vliv měnového kurzu na čistou investiční pozici země

Výše zahraničních aktiv a pasiv, resp. čistá investiční pozice, se může měnit i v případě vyrovnaného salda běžného účtu, tedy v případě, kdy nedochází k žádným tokům kapitálu. Může se tak stát z důvodu změn tržních hodnot stávajících zahraničních aktiv a pasiv a pohybu měnového kurzu. Zaměřme se na druhý případ. Pokud má např. země zahraniční závazky denominované převážně v domácí měně a na druhé straně převažují zahraniční aktiva denominovaná v zahraničních měnách, pak depreciace domácí měny může vést k růstu čisté investiční pozice země⁵. To je případ i České republiky. Dle odhadů ČNB je v zahraničních měnách denominováno 88% zahraničních aktiv a pouze 23% zahraničních pasiv.⁶ To je způsobeno tím, že na straně zahraničních pasiv převládají přímé zahraniční investice, které jsou prováděny v domácí měně. Česká republika je v případě instrumentů denominovaných v zahraničních měnách tedy čistým věřitelem a díky tomuto poměru zároveň platí, že 10-ti % efektivní depreciace koruny by ceteris paribus vylepšila saldo čisté investiční pozice ČR zhruba o 3,4% HDP⁷. Tento poznatek nabývá na zajímavosti v případě nedávné intervence ČNB, která oslabila českou měnu zhruba o 5%. Nicméně před tím česká koruna dlouhodobě apreciovala, což mělo na čistou investiční pozici negativní dopad.

Gourinchas a Rey (2005) se zabývá touto problematikou na příkladu USA, které mají téměř veškerá zahraniční pasiva denominovaná v dolarech, a na straně aktiv je zhruba 70% denominováno v zahraničních měnách. Dle výpočtu autorů 10-ti % efektivní depreciace USD znamená vylepšení čisté investiční pozice země (resp. transfer bohatství do USA) o 5% HDP.

1.3 Běžný účet platební bilance pohledem národních úspor a investic

Nejzákladnější pohled na problematiku běžného účtu je rozbor národních úspor a investic. Z identit HDP a platební bilance lze odvodit identitu⁸:

$$CA = S_N - I$$

Tedy že saldo běžného účtu je rovno rozdílu národních úspor a celkových investic. Identita je platná vždy a jakýkoli nesoulad v empirických datech je problémem statistického měření. Deficit běžného účtu může tedy být způsoben jakýmikoli faktory, které ovlivňují národní úspory a investice.

Následující grafy zobrazují hrubé národní úspory, celkové investice, saldo běžného účtu dle platební bilance a rozdíl úspor a investic pro země G7 od roku 1980 (v %HDP)⁹

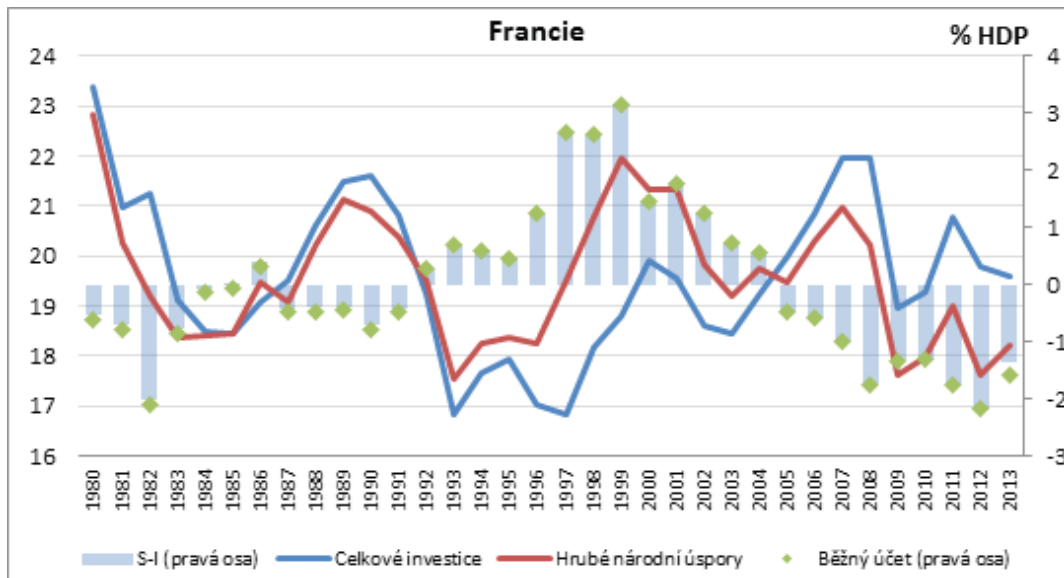
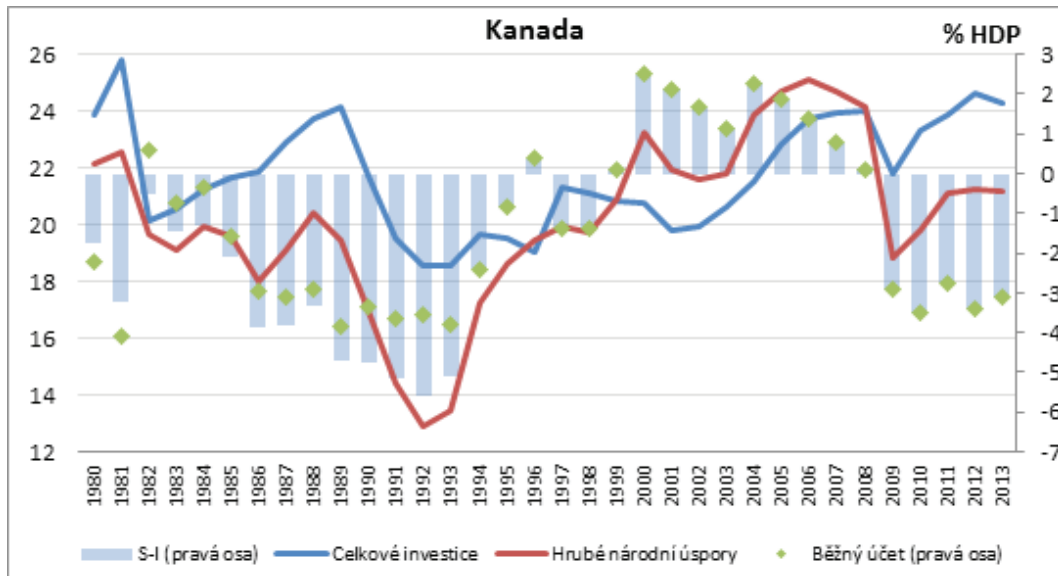
5) Záleží ještě na samotné výši zahraničních aktiv a pasiv.

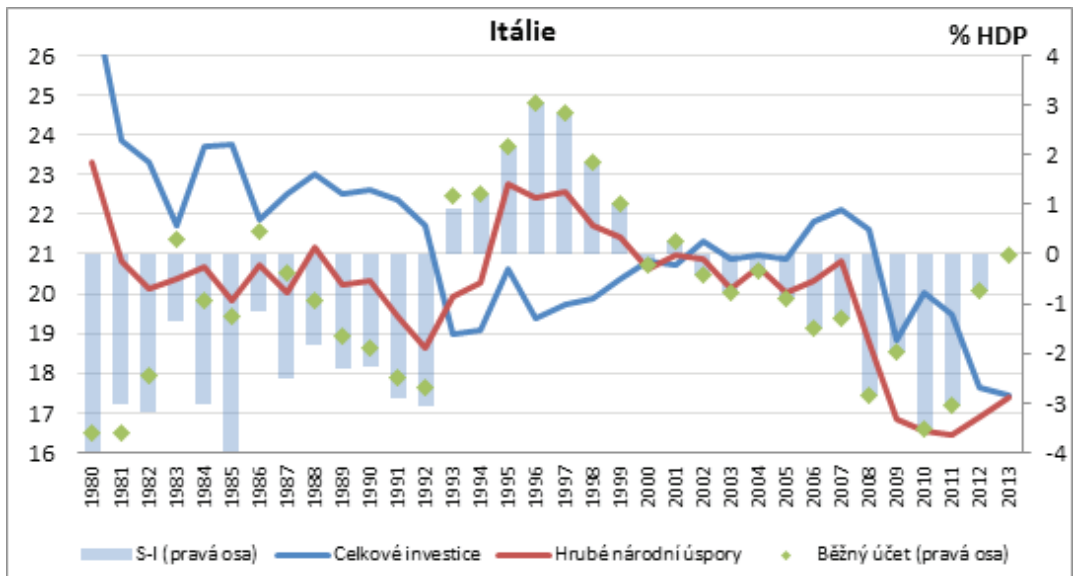
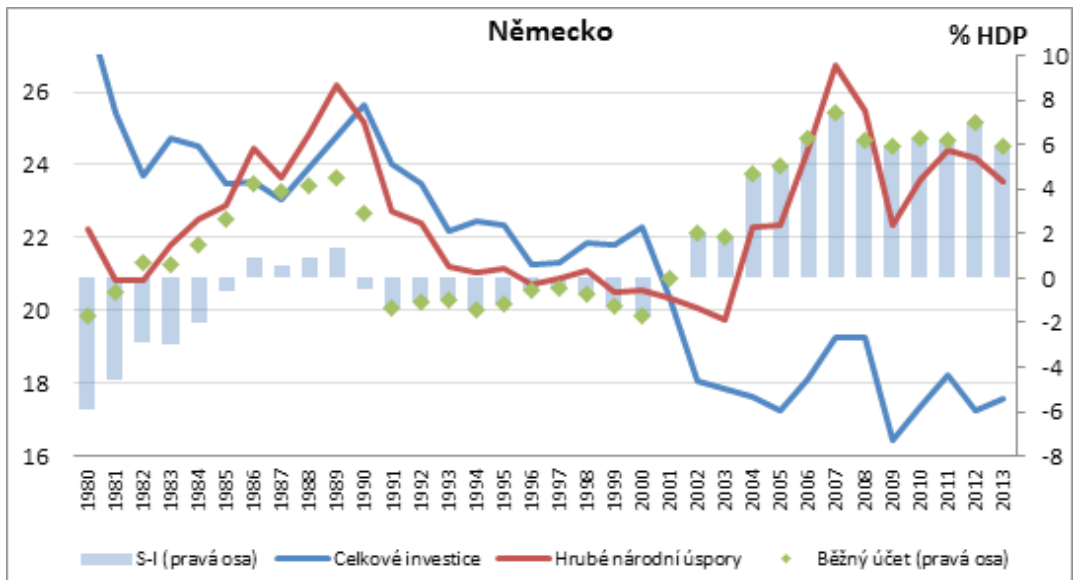
6) Lisický, Maleček (2012)

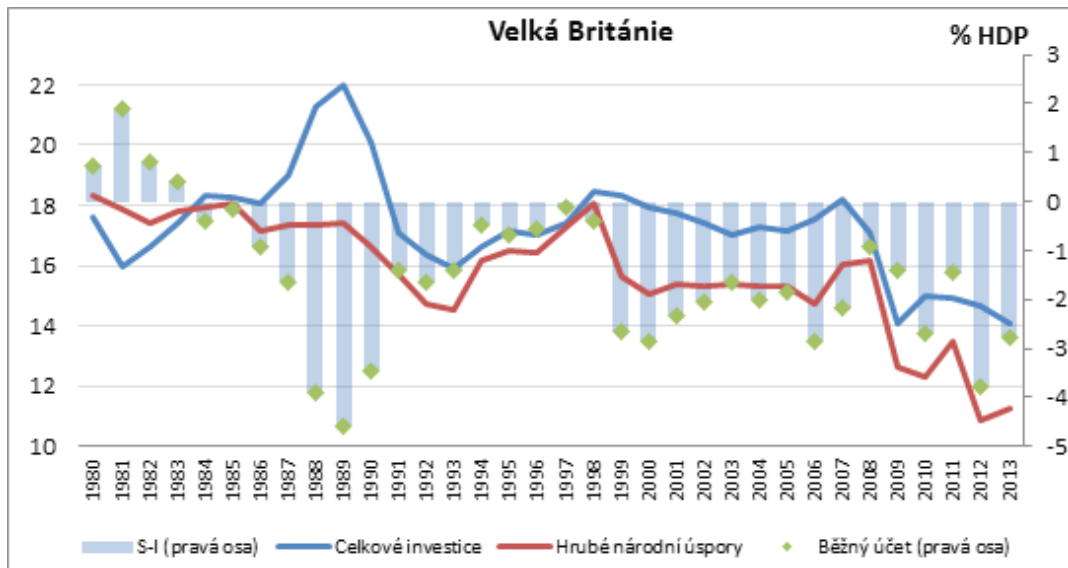
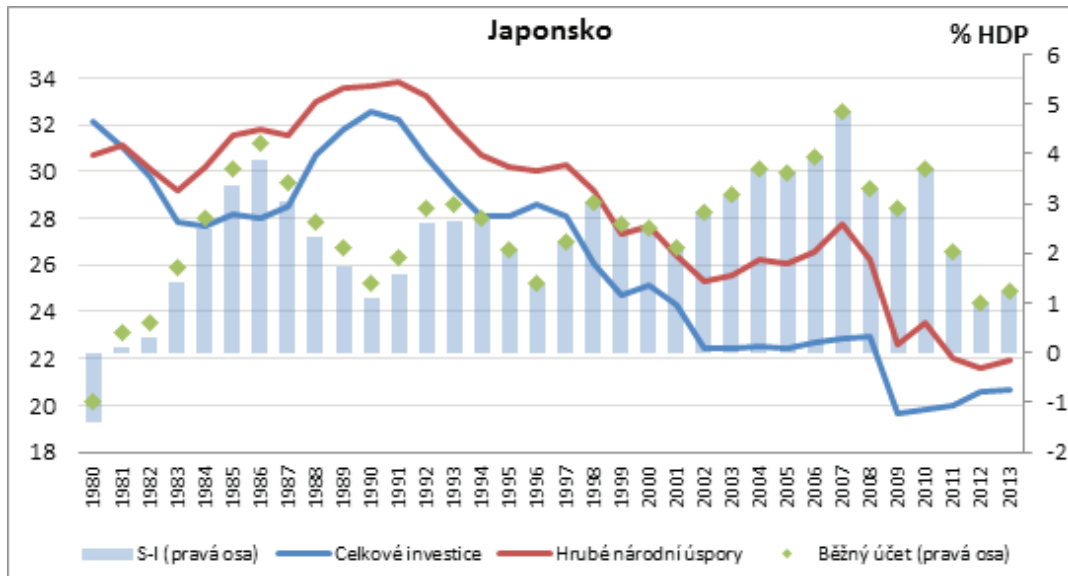
7) Tamtéž

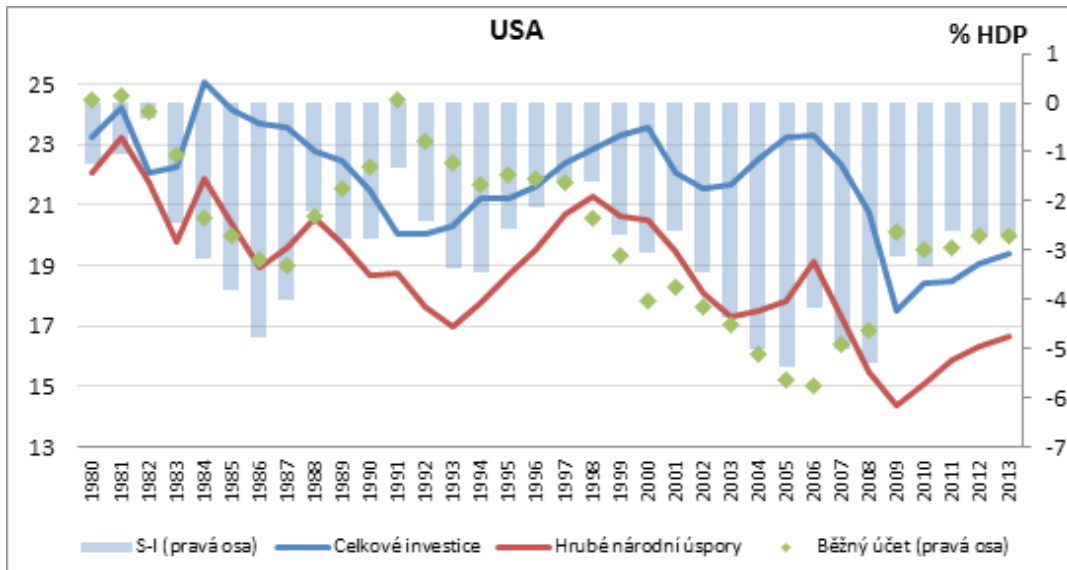
8) Odvození viz např. International Monetary Fund (2009), kap.

9) Zdroj: World Economic Outlook Database October 2013 a vlastní výpočet. Data za rok 2013 jsou odhad IMF z října tohoto roku.









Z grafů je patrné, že saldo běžného účtu, které jednotlivé země vykazují, skutečně ne vždy a všude přesně odpovídá rozdílu národních úspor a investic. Nesoulad v datech je způsoben rozdílnými metodikami národních účtů a platební bilance a chybami a opomenutími v měření.

1.4 Faktory ovlivňující saldo běžného účtu

Již Sachs (1982) poukázal na to, že pohyby běžného účtu mohou být rozděleny na dvě složky. Zaprvé jde o přesun spotřeby mezi současným a budoucím obdobím, který je dán rozdíly mezi subjektivní diskontní sazbou a reálnou světovou úrokovou mírou (consumption-tilting motive) a zadruhé o vyhlazování agregátní spotřeby vzhledem ke změnám (šokům) domácího produktu, investic a vládních výdajů (consumption-smoothing motive). S těmito poznatky pracuje intertemporální přístup k běžnému účtu¹⁰, ze kterého vyplývá, že saldo běžného účtu je mimo jiné ovlivněno odchylkami veličin zahraniční úrokové míry, domácího produktu, vládních výdajů a investic od jejich permanentních hodnot.

Pokud spotřebitelé vyhlazují svoji spotřebu (tedy snaží se ji udržovat stále na její permanentní úrovni), pak např. dočasný růst produktu nad jeho permanentní úroveň (přesněji řečeno růst spotřebiteli vnímaný jako dočasný) se neprojeví ve zvýšené spotřebě, ale v nárůstu úspor, které mohou být použity v budoucnu pro případ, že produkt pod svoji permanentní úroveň pro změnu klesne. Protože saldo běžného účtu je dáno rozdílem národních úspor a investic, pak takové pohyby v úsporách musejí ceteris paribus vést k pohybům salda běžného účtu. Tento mechanismus vyhlazování

¹⁰) Obstfeld, Rogoff (1994)

spotřeby by měl logicky vykazovat mnohem vyšší volatilitu, než výše zmíněný komponent přesouvání spotřeby v čase, protože subjektivní a skutečná úroková míra nevykazují takové změny, jako domácí produkt, vládní výdaje a investice. Tuto domněnku potvrzují např. Cashin a McDermott (2002), kteří analyzovali oboje komponenty na příkladu Austrálie v letech 1984 – 1999 a mj. ukázali, že první komponent vyazuje velmi malou volatilitu, a že drtivou většinu rozptylu běžného účtu lze připsat právě vyhlazování spotřeby.

Nyní se budu věnovat makroekonomickým proměnným, které potenciálně mohou určovat vývoj salda běžného účtu. Proměnných bychom mohli v realitě najít jistě obrovské množství, já se zde omezím na ty, které někteří autoři uvažují ve svých pracích.

Ca' Zorzi, Chudík, Dieppe (2011) navazují na předchozí výzkumy jedenácti různých autorů a uvažují následující proměnné:

- **Počáteční čistá zahraniční aktiva (NEA)** jako podíl na HDP. Logicky jejich negativní hodnota pravděpodobně způsobuje odliv výnosů do zahraničí a pozitivní hodnota naopak. Nemusí to však platit vždy, neboť jak již bylo výše zmíněno, USA např. inkasují pozitivní výnosy z negativní NFA z důvodu vyšších výnosů zahraničních aktiv než pasiv.
- **Ropná bilance** země přímo ovlivňuje běžný účet a indikuje citlivost země na změny cen ropy.

S následujícími determinanty autoři pracují jako s odchylkami od váženého aritmetického průměru zahraničních obchodních partnerů:

- **Investice** (autoři uvažují národohospodářské pojetí) jako podíl na HDP by měly vést k růstu produktivity v budoucnu (a působit pozitivně na běžný účet), avšak znamenají také vyšší očekávané bohatství (permanentně), čímž může dojít k intertemporálnímu přizpůsobení spotřeby (Glick, Rogoff, 1995). Navíc investice jsou poptávková proměnná snižující národní cashflow a zhoršující saldo běžného účtu, jak bylo výše odvozeno.
- **Růst reálného HDP** opět může znamenat pozitivní očekávání spotřebitelů do budoucna, způsobit růst spotřeby a působit negativně na běžný účet.
- **Demografické proměnné.** Země s relativně vysokým podílem ekonomicky závislých v populaci by měla vykazovat nižší úroveň národních úspor, a proto nižší saldo běžného účtu (mladí a staří jsou čistí spotřebitelé). Autoři uvažují následující proměnné: index závislosti starých jako poměr lidí starších 65 let na populaci 14 – 65 let, index závislosti mladých jako poměr mladších 14-ti let na populaci 14 – 65 let a populační růst. U všech těchto proměnných očekávají negativní vliv na běžný účet. Teoreticky se však

může prosadit i opačný vliv, protože staří mohou spořit z důvodu zanechání dědictví potomkům, vytvoření finanční rezervy pro neočekávané události apod.¹¹

- **Bilance státního rozpočtu** je uvažována v různých modelech a kromě modelů založených na Ricardiánské ekvivalenci se předpokládá pozitivní vliv na běžný účet (tedy že vládní deficit působí na deficit běžného účtu)¹². Např. modely překrývajících se generací (overlapping generations models) uvažují, že vládní deficit způsobuje deficit běžného účtu tím, že redistribuuje důchod od budoucích generací k současným (Obstfeld, Rogoff, 1994 a Chinn, 2005). Vládní výdaje zároveň opět snižují národní cashflow a působí tedy negativně na běžný účet.
- **Relativní důchod**. U relativně chudších zemí se očekává vyšší deficit běžného účtu jako výsledek konvergence. Toto opět nemusí platit vždy, protože např. Čína má vysoké přebytky běžného účtu (Lucasův paradox). Autoři uvažují reálné HDP na obyvatele v paritě kupní síly (PPP).
- **Občanské svobody**, práva, funkční trhy a efektivita institucí mohou zlepšit přístup na mezinárodní trhy kapitálu a podpořit tak deficit běžného účtu.
- **Stupeň otevřenosti** země zahraničnímu obchodu, který nemá jasný dopad na běžný účet.
- **Finanční integrace** definovaná jako suma zahraničních aktiv a pasiv k HDP. Rozvinutý finanční systém by měl generovat více úspor, protože se očekávají vyšší výnosy. Na druhou stranu může ale znamenat méně omezení pro úvěry, a úspory naopak snižovat.

Ca' Zorzi, Chudik, Dieppe (2011) zahrnuli výše zmíněné veličiny do panelové regrese pro 72 zemí (kvůli odlehlým pozorováním vyřadili země s deficitem běžného účtu větším než 50% HDP a ty země, které vykazovaly meziroční změny salda běžného účtu větší než 30% HDP). Autoři uplatnili relativně málo používaný postup, kdy provedli regrese se všemi možnými permutacemi 14-ti proměnných, kterých je celkem 2^{14} (ke 12-ti výše popsaným přidali čtverec relativního důchodu a dummy proměnnou pro asijskou krizi v roce 1998) a odhadli tedy 16 384 různých modelů, ze kterých poté na základě objektivních kritérií vybrali 5 nejlepších modelů. Na základě toho došli autoři k následujícímu závěru ohledně vlivu jednotlivých proměnných:

11) Tamtéž

12) Jak uvádí např. Brissimis et. al. (2010), vliv fiskálního deficitu na běžný účet závisí na tom, zda se spotřebitelé chovají Ricardovsky nebo Keynesovsky. Keynesiánské modely předpokládají, že vyšší vládní deficit zvyšuje disponibilní příjem, a tím i spotřebu, čímž snižuje soukromé úspory a tlačí tak na deficit běžného účtu. Naopak Ricardiánské modely předpokládají, že neudržitelné vládní výdaje budou muset být v budoucnu konsolidovány, což ovlivní bohatství subjektů. Ony proto reagují na růst vládního deficitu zvýšením míry úspor, aby si zajistili dlouhodobě stabilní spotřebu, což působí proti deficitu běžného účtu.

NFA a ropná bilance jsou statisticky významné a mají očekávané pozitivní znaménko. Růst HDP podporuje hypotézu o negativním vlivu na CA velmi slabě. Otevřenost zahraničnímu obchodu, kde očekávané znaménko bylo nejasné, má u všech vybraných modelů znaménko významně kladné. Vládní bilance, relativní důchod, občanské svobody a demografické proměnné mají vždy očekávané znaménko. Finanční integrace a investice mají omezenou vypovídací schopnost a nejsou příliš významné. Závěr je v souladu s dalšími empirickými pracemi.

Brissimis et. al. (2010) uvažují následující determinanty:

- **Reálný měnový kurz** (REER) v případě apreciacie zvyšuje kupní sílu importovaného zboží a hodnotu naakumulovaných aktiv domácností, což může motivovat k růstu spotřeby a snižování úspor.
- **Finanční liberalizace** určená jako podíl úvěrů privátnímu sektoru a HDP. Zaprvé, proces deregulace, který uvolní úvěrová omezení vůči domácnostem, snižuje soukromé úspory, a zadruhé, finanční liberalizace a integrace kapitálového trhu umožňuje snížit náklady úvěrování bankám, což může vést k poklesu úspor.
- **Reálná úroková míra** svým růstem stimuluje k úsporám a svým poklesem naopak k investicím, proto se očekává pozitivní vliv na saldo běžného účtu.
- **Makroekonomická nejistota** reprezentovaná jako inflační volatilita stimuluje ekonomické agenty k vyšším úsporám z bezpečnostních důvodů ve snaze vyhlazovat spotřebu tváří v tvář možných budoucích výkyvů v důchodu. Toto zjištění v literatuře dle autorů převládá. Avšak existují i empirické důkazy potvrzující opak, tedy že volatilita inflace snižuje úspory, protože nejistota stimuluje více k okamžité spotřebě než k úsporám.

Autoři dále uvažují některé proměnné, které již byly zmíněny výše, jedná se o reálný HDP na obyvatele, poměr soukromých investic k HDP, soukromé úspory k HDP, a vládní deficit k HDP a demografické proměnné. Hypotézy ohledně vlivu výše uvedených proměnných byly empiricky verifikovány na případě Řecka v letech 1960 – 2007. Všechny proměnné byly statisticky významné a měly předpokládaná znaménka kromě reálné úrokové míry a demografických proměnných, které byly nevýznamné. Vládní bilance je významná a má očekávaný kladný koeficient, avšak menší než 1 (0,48), což znamená, že vládní deficit působí na deficit běžného účtu a Ricardiánská ekvivalence se zde prosazuje jen částečně.

2. Udržitelnost vnější ekonomické rovnováhy

V zásadě platí, že ekonomika je schopna udržet deficit běžného účtu tak dlouho, dokud jsou zahraniční subjekty ochotny jej financovat prostřednictvím finančního účtu platební bilance¹³ (pokud abstrahujeme od málo významného kapitálového účtu a devizových rezerv, kterými nelze deficit financovat věčně). Schopnost ekonomiky obsluhovat zahraniční dluh dalším zadlužováním je v delším období velkou neznámou, která závisí na mnoha faktorech, především na struktuře zadlužení, výkonnosti a důvěryhodnosti ekonomiky, rizikové averznosti investorů apod.

Krátkodobé nerovnováhy nemusejí nutně znamenat žádný problém, protože mohou reflektovat pouze realokaci kapitálu z jedné země do druhé v rámci hledání produktivnější země pro jeho zhodnocení. Avšak déle trvající nerovnováhy platební bilance jsou problémem, kterým je třeba se zabývat, protože s sebou přinášejí nežádoucí důsledky nuceného přizpůsobení pro privátní či vládní sektor.¹⁴ K udržení deficitního salda běžného účtu může být např. potřeba zvýšit domácí úrokové sazby, aby byly více atraktivní pro zahraniční investory, čímž se však uvalí dodatečné dluhové břemeno na budoucí generace v podobě snížení životní úrovně. Pokud dlužnická země již není schopna profinancovat svůj běžný účet, bude přinucena provést nápravu prostřednictvím poklesu domácí spotřeby, růstu úspor, např. snižováním veřejného zadlužení.¹⁵ Do jisté míry může země profinancovat deficit běžného účtu prodejem zahraničních aktiv, což však nelze činit donekonečna. Tyto náhlé změny nejsou pro ekonomiku žádoucí, jak z ekonomického, tak z politického hlediska, proto je třeba se touto problematikou zabývat.

Nezpochybňujeme zde prospěšnost mezinárodního obchodu, který je (dle neoklasické teorie) prospěšný pro všechny zúčastněné strany. Nicméně, jak uvádí Obstfeld (2012), v reálném světě plném ekonomických a politických distorzí nastávají situace, kdy se realizují v „národním zájmu“ politiky, které jsou z mezinárodního pohledu kontraproduktivní. Vláda např. stimuluje export netržními zásahy ve snaze získat pro ekonomiku krátkodobé výhody. Taková politika ale nutně ovlivňuje obchodní partnery, protože vyšší obchodní přebytek jedné země znamená nižší přebytek pro ostatní. V takovém případě vznikají nerovnováhy, které nejsou důsledkem čistě tržního jednání svobodných subjektů. Typickým příkladem mohou být politiky umělého oslabování domácí měny, tzv. měnové války. Blanchard a Milesi-Ferretti (2012) uvádějí, že vysoké deficity běžného účtu hlavně velkých zemí a/nebo zemí s vysokou mezinárodní finanční propojeností zvyšují systematické riziko, což však individuální země plně neberou v potaz. Autoři (a mnoho dalších) proto argumentují ve prospěch nadnárodní koordinace v této oblasti. Úvaha o tom, zda je taková koordinace správná či ne, je však nad rámec tohoto článku.

13) Mandel, Tomšík (2008)

14) Kalyoncu (2005) str. 82

15) Tamtéž

2.1 Faktory ovlivňující udržitelnost vnější rovnováhy

Nyní se budu věnovat některým indikátorům udržitelnosti, které se v literatuře vyskytují. Investoři a ratingové agentury často sledují nejznámější pravidlo, že poměr deficitu běžného účtu k HDP by neměl přesahovat 5% a poměr stavu hrubého zahraničního dluhu k HDP by neměl přesahovat 40%. Dále je používána limitní hodnota 20% pro podíl dluhové služby na exportu zboží a služeb a požadavek krytí tří- až šesti měsíčního importu devizovými rezervami¹⁶ (data za vybrané země v tabulce níže). Přestože tato pravidla mohou mít psychologický efekt na investory, rozhodně nemohou z ekonomického hlediska platit stejně pro všechny země. Nejspíš platí, že vyspělá důvěryhodná ekonomika si může dovolit vyšší zahraniční zadlužení, než je zmíněná limitní hodnota, zatímco u méně vyspělé ekonomiky mohou investoři požadovat limitní hodnoty naopak přísnější. Avšak zmíněné pravidlo 5% deficitu běžného účtu k HDP potvrzuje Freund (2000), jež na datech průmyslových zemí v letech 1980 – 1997 ukázala, že typický (průměrný, resp. mediánový) případ obratu běžného účtu nastává právě okolo této hodnoty. Rozptyl hodnot je však značný. Když se podíváme na výše prezentované grafy národních úspor a investic v zemích G8, můžeme si všimnout, že u většiny zemí došlo k obratu salda běžného účtu opravdu okolo hodnoty -5 % HDP (v intervalu -4 až -6 u Kanady, Itálie, Velká Británie a USA).

Následující tabulka obsahuje u vybraných zemí světa jeden z výše zmíněných ukazatelů, a sice kolik měsíců importu je kryto devizovými rezervami.

¹⁶ Mandel, Tomšík (2008) str. 118

Běžný účet platební bilance (% HDP)								
Země	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Switzerland	13,8	13,8	9,0	1,1	7,1	13,8	6,0	8,5
Germany	5,1	6,3	7,5	6,2	6,0	6,3	6,2	7,0
Ireland	-3,5	-3,5	-5,3	-5,8	-2,2	1,1	1,3	4,4
China	5,9	8,5	10,1	9,3	4,9	4,0	1,9	2,3
Slovak Republic	-6,5	-5,7	-4,9	-6,3	-3,6	-3,7	-2,1	2,2
Austria	2,0	2,8	3,5	4,9	2,7	3,5	1,6	1,6
Japan	3,6	3,9	4,9	3,3	2,9	3,7	2,0	1,0
Hungary	-7,5	-7,4	-7,3	-7,2	-0,2	0,2	0,5	0,9
Argentina	2,9	3,6	2,8	2,1	2,7	0,4	-0,5	0,0
Croatia	-5,5	-6,4	-7,3	-8,7	-4,9	-1,6	-0,7	-0,3
Italy	-1,7	-2,6	-2,4	-2,8	-1,9	-3,6	-3,1	-0,4
Spain	-7,4	-9,0	-10,0	-9,7	-4,8	-4,5	-3,8	-1,1
Mexico	-1,0	-0,8	-1,4	-1,8	-0,9	-0,3	-1,1	-1,2
Bulgaria	-11,6	-17,7	-27,2	-22,9	-8,8	-1,7	0,2	-1,4
Portugal	-10,3	-10,7	-10,1	-12,7	-11,0	-10,6	-7,1	-2,1
France	-0,5	-0,6	-1,0	-1,8	-1,4	-1,3	-1,8	-2,2
Brazil	1,6	1,3	0,1	-1,7	-1,5	-2,2	-2,1	-2,4
Czech Republic	-0,9	-2,1	-4,4	-2,1	-2,5	-3,8	-2,8	-2,4
Greece	-7,6	-11,3	-14,6	-15,0	-11,2	-10,4	-9,9	-2,5
United States	-5,6	-5,8	-4,9	-4,6	-2,6	-3,0	-2,9	-2,7
Canada	1,9	1,4	0,8	0,2	-3,0	-3,6	-2,8	-3,5
Australia	-6,0	-5,5	-6,9	-4,5	-4,9	-3,3	-2,4	-3,7
Poland	-2,4	-3,9	-6,2	-6,6	-4,0	-5,1	-5,0	-3,7
Turkey	-4,4	-6,0	-5,8	-5,5	-2,0	-6,2	-9,7	-6,1

Zdroj: World Development Indicators (May 2014), vlastní zpracování

V tabulce dominuje Čína s rezervami postačujícími pro financování přes rok a půl importu v roce 2012. V celosvětovém žebříčku (pro rok 2012) je Čína na 4. místě, nad ní jsou jen ropu exportující státy Libye (40,5 měsíců), Saudská Arábie (35,5 měs.) a Alžírsko (34,2 měs.). Vidíme, že země klasifikované jako středně bohaté, mají ukazatel v průměru přes 15 měsíců, zatímco nízké příjmové země pouze 5 měsíců. Česká republika zmiňované pravidlo 3-6 měsíců splňuje, země v tabulce níže Portugalskem počínaje již nikoli (rok 2012). Mezi ně se řadí jak např. problémové Řecko, kterému devizové rezervy postačí na financování pouze 1,1 měsíčního importu, tak relativně bezproblémové Německo (1,8 měsíců). Toto jen potvrzuje výše zmíněný názor, že tato pravidla nemůžou platit pro všechny země stejně. Když srovnáme země např. z hlediska salda běžného účtu poměřenému k HDP, okamžitě vidíme rozdíl, kdy např. zmiňované Německo zaujme druhou příčku tabulky s přebytkem běžného účtu 7% HDP, zatímco Řecko zůstává na spodních příčkách s deficitem -2,5% HDP, což je však už po rapidním vylepšení z hodnoty na prahu krize -15% HDP. Zatímco v roce 2012 splňovaly kritéri-

um max. 5% deficitu k HDP již všechny vybrané země kromě Turecka, při vypuknutí hospodářské krize v roce 2008 kritérium nesplňovalo 10 z nich. Je zde patrný ozdravný účinek krize na platební bilanci.

Běžný účet platební bilance (% HDP)								
Země	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Switzerland	13,8	13,8	9,0	1,1	7,1	13,8	6,0	8,5
Germany	5,1	6,3	7,5	6,2	6,0	6,3	6,2	7,0
Ireland	-3,5	-3,5	-5,3	-5,8	-2,2	1,1	1,3	4,4
China	5,9	8,5	10,1	9,3	4,9	4,0	1,9	2,3
Slovak Republic	-6,5	-5,7	-4,9	-6,3	-3,6	-3,7	-2,1	2,2
Austria	2,0	2,8	3,5	4,9	2,7	3,5	1,6	1,6
Japan	3,6	3,9	4,9	3,3	2,9	3,7	2,0	1,0
Hungary	-7,5	-7,4	-7,3	-7,2	-0,2	0,2	0,5	0,9
Argentina	2,9	3,6	2,8	2,1	2,7	0,4	-0,5	0,0
Croatia	-5,5	-6,4	-7,3	-8,7	-4,9	-1,6	-0,7	-0,3
Italy	-1,7	-2,6	-2,4	-2,8	-1,9	-3,6	-3,1	-0,4
Spain	-7,4	-9,0	-10,0	-9,7	-4,8	-4,5	-3,8	-1,1
Mexico	-1,0	-0,8	-1,4	-1,8	-0,9	-0,3	-1,1	-1,2
Bulgaria	-11,6	-17,7	-27,2	-22,9	-8,8	-1,7	0,2	-1,4
Portugal	-10,3	-10,7	-10,1	-12,7	-11,0	-10,6	-7,1	-2,1
France	-0,5	-0,6	-1,0	-1,8	-1,4	-1,3	-1,8	-2,2
Brazil	1,6	1,3	0,1	-1,7	-1,5	-2,2	-2,1	-2,4
Czech Republic	-0,9	-2,1	-4,4	-2,1	-2,5	-3,8	-2,8	-2,4
Greece	-7,6	-11,3	-14,6	-15,0	-11,2	-10,4	-9,9	-2,5
United States	-5,6	-5,8	-4,9	-4,6	-2,6	-3,0	-2,9	-2,7
Canada	1,9	1,4	0,8	0,2	-3,0	-3,6	-2,8	-3,5
Australia	-6,0	-5,5	-6,9	-4,5	-4,9	-3,3	-2,4	-3,7
Poland	-2,4	-3,9	-6,2	-6,6	-4,0	-5,1	-5,0	-3,7
Turkey	-4,4	-6,0	-5,8	-5,5	-2,0	-6,2	-9,7	-6,1

Zdroj: World Development Indicators (May 2014), vlastní zpracování

Nyní se podívejme na různé faktory s potenciálem ovlivňovat udržitelnost vnější rovnováhy.

Ekonomický růst. Pokud je růst dostatečně rychlý, může ekonomika udržovat deficity běžného účtu bez zhoršení jejich poměru k HDP. Tato situace však v praxi nemůže trvat příliš dlouho, protože na trvalý ekonomický růst nelze spoléhat. Situace může paradoxně vést k oddalování nutných reforem, a následně k ještě hlubším problémům, až hospodářský růst ustane. Stejná situace platí pro deficit státního rozpočtu.¹⁷

Investice (od jejich konkrétního pojetí nyní abstrahujeme) by měly zvyšovat budoucí ekonomický růst (resp. současnou hodnotu budoucí produkce) díky vyšší produkční kapacitě ekonomiky, a zvýšit tak intertemporální solventnost ekonomiky. Relativně vyšší úroveň investic proto sníží riziko vnímané investory a snižuje tak riziko náhlé-

17) Např. Milesi-Ferretti, Razin (1996)

ho výpadku finančních toků. Investice však mohou být vynaloženy neefektivně, např. protože jsou uskutečněny z politických důvodů, kvůli distorzím na finančních trzích, nebo z důvodu prostého omylu investorů. Takové investice nemusí generovat dostatečné výnosy, či mohou vychýlit produkci ve prospěch mezinárodně neobchodovatelných statků, a nepomohou tak zvyšovat budoucí obchodní přebytek ekonomiky.

Politická stabilita a kredibilita vlády. Nestabilní politická situace v zemi zvyšuje riziko makroekonomické nestability a může stimulovat investory k přehodnocení svých investic. Slabá vláda může mít obtíže s prosazením potřebné politiky reagující na ekonomický šok, a před volbami k takovému kroku nemusí mít ani chuť. Tato situace opět může zvyšovat riziko makroekonomické nestability v očích investorů.

Otevřenost ekonomiky v zahraničním obchodu má sporný vliv na udržitelnost vnější rovnováhy. Více otevřená ekonomika může být zranitelnější vůči externím šokům. Na druhou stranu, více otevřená ekonomika s vyšší exportní kapacitou bude lépe reagovat na deficit běžného účtu než ekonomika méně otevřená, pro kterou by přesun zdrojů do exportních odvětví představoval dodatečné náklady.¹⁸ Jak uvádějí Milesi-Ferretti, Razin (1996), snížení importu jako reakce na přerušení finančních toků ze zahraničí je navíc nákladnější pro méně otevřenou ekonomiku, jejíž import je tvořen hlavně životně důležitými inputy. Tuto hypotézu empiricky potvrzuje Edwards (2004), který prokázal, že negativní vliv obratu běžného účtu na růst HDP se snižuje s otevřeností ekonomiky.

Milesi-Ferretti, Razin (1996) však uvádějí myšlenku, že důvěra investorů ve schopnost ekonomiky financovat deficit běžného účtu je závislá na nákladech, které ekonomika v případě defaultu utrpí. Pokud jsou tyto náklady vysoké, pak investoři více věří, že ekonomika učiní vše pro to, aby dostala svým zahraničním závazkům, a nebudou mít tendenci přerušovat své investice do této ekonomiky. Z tohoto pohledu by více otevřená ekonomika, která si dokáže poradit s vnější nerovnováhou méně nákladně, paradoxně trpěla nižší důvěrou investorů.

Podobný význam má **finanční otevřenost ekonomiky**, resp. kapitálová mobilita. Někteří autoři argumentují, že příliš velká kapitálová mobilita zvyšuje pravděpodobnost náhlého výpadku finančních toků¹⁹, a tím krize platební bilance. Proto navrhují různé restriktce, které kapitálovou mobilitu sníží.²⁰ Na druhou stranu obava ze snadného výpadku finančních toků může působit jako disciplinující faktor pro domácí politiku a udržitelnost vnější rovnováhy, naopak zvýšit.²¹ Tuto hypotézu potvrzuje Edwards (2004), který na panelových datech 157 zemí v letech 1970 – 2002 dospěl k závěru, že finanční otevřenost ekonomiky spíše snižuje pravděpodobnost výpadku finančních toků, a argumentuje tak v neprospěch kapitálových restriktcí.

18) Šindel (2004) str. 12

19) Jinými slovy obratu v saldu běžného účtu (current account reversal)

20) Např. Stiglitz (2002)

21) Milesi-Ferretti, Razin (1996)

Struktura zahraničních aktiv a pasiv je velmi důležitá a může ovlivnit schopnost země absorbovat ekonomické šoky. Strukturu bychom měli sledovat z hlediska finančních instrumentů, časové struktury (likvidity), měn, ve kterých jsou pasiva denominována i z hlediska druhu držitele (vlastníka). Dostupnost takových dat pro jednotlivé země je však omezená.

- V případě dluhového instrumentu nese veškeré náklady případného šoku dlužník, zatímco kapitálové financování umožňuje, prostřednictvím přizpůsobení cen aktiv, přenesení části břemene na věřitele.
- Likvidní zahraniční pasiva představují vyšší riziko náhlého přerušení finančních toků, resp. umocnění dopadů negativního ekonomického šoku. Pokud jsou likvidní pasiva zároveň kryta méně likvidními aktivy, nemusí být možné výpadek finančních toků ani z části kompenzovat prodejem zahraničních aktiv.
- Zahraniční dluh denominovaný v zahraniční měně s plovoucím úročením zvyšuje negativní dopad šoku na dluhové břemeno z důvodu pravděpodobných ztrát z pohybu kurzu a úrokové sazby.²²
- Vlastnická struktura zahraničních aktiv a pasiv rovněž hraje roli, protože může teoreticky nastat situace, že na straně zahraničních pasiv může převládat jiný držitel (např. veřejný sektor) než na straně aktiv (např. soukromý sektor)²³. V takovém případě náhlý výpadek finančních toků (pokud směřují do veřejného sektoru) nemůže být kompenzován prodejem zahraničních aktiv, jež jsou v držení soukromého sektoru.

Zde se odhaluje nedostatek výše zmíněného intertemporálního přístupu, který pracuje s čistými zahraničními aktivy (NFA) a pomíjí tak rozdílnou strukturu aktiv a pasiv. Tento přístup je tedy správný pouze tehdy, když struktura zahraničních aktiv a pasiv je přibližně stejná ze všech zde diskutovaných hledisek.

Fáze životního cyklu ekonomiky. Jak uvádí Mandel, Tomšík (2006), rovnováhu platební bilance nelze chápat ve statickém pojetí jako jedinou možnou ideální strukturu toků v platební bilanci, která je platná pro všechna vývojová období ekonomiky. Transformující se ekonomika potřebovala ke svému rozvoji příliv zahraničního kapitálu především v podobě přímých zahraničních investic. To však nutně znamená pro budoucnost odliv výnosů do zahraničí, což se odrazí v záporném saldu běžného účtu. Autoři proto rozlišují různé fáze životního cyklu ekonomik, ve kterých se liší pohledy na vnější rovnováhu.

22) Milesi-Ferretti, Razin (1996)

23) Blanchard a Milesi-Ferretti (2012)

- Mladá transformující se ekonomika, která dováží finanční kapitál a reálné investice, nemůže vykazovat přebytky běžného účtu platební bilance. Měla by však preferovat dovoz přímých zahraničních investic před dovozem dluhového kapitálu a vnější rovnováhu můžeme chápat jako nedluhové financování deficitu běžného účtu. Dále je třeba mít na paměti, že dovoz reálných investic je v platební bilanci zaznamenán na finančním účtu jako přímá zahraniční investice a na běžném účtu jako dovoz zboží, čímž působí negativně na vykazované saldo čistého exportu. Tento vliv ale po uskutečnění reálné investice z platební bilance zmizí.
- Zralá transformující se ekonomika vyrovnává výkonovou bilanci prostřednictvím růstu exportu, poklesu dovozní náročnosti exportu a poklesu mezního sklonu k importu. Na druhou stranu narůstá deficit bilance výnosů kvůli odlivu zisků do zahraničí, což je však dočasně vyrovnáváno vysokou úrovní reinvestovaného zisku. Vnější rovnováha je nadále chápána pouze jako nedluhové financování deficitu běžného účtu. Samotný deficit běžného účtu můžeme tedy tolerovat, ale musí však být kladen důraz na to, aby rostla exportní výrobní výkonnost ekonomiky, aby růst výroby byl exportován a ne spotřebován v domácí ekonomice a aby klesala importní náročnost exportů a mezní sklon k importu.
- Posttransformační ekonomika zažívá pokles míry reinvestovaného zisku a na druhé straně vyrovnává saldo bilance přímých investic a země přestává být čistým dovozcem kapitálu. V rámci zachování vnější rovnováhy musí výkonová bilance být aktivní a zajistit rovnováhu běžného účtu, který je v této fázi již nutnou podmínkou vnější rovnováhy. Exportní výkonnost ekonomiky musí tedy nadále růst.
- Expandující vyspělá ekonomika a dlouhodobě rovnovážná ekonomika je již vývozce přímých investic. K tomu je nutný předpoklad převisu domácích úspor nad domácími investicemi (resp. aktivum výkonové bilance). Bilance výnosů postupně přechází do přebytku díky vývozu přímých investic. Fáze rovnovážné ekonomiky by měla nastat poté, co růst bohatství zvýší domácí spotřebu a dojde k vyrovnání bilance výkonů, výnosů a přímých zahraničních investic. Tato fáze ekonomiky je spíše teoretickou možností, která se v reálném světě nevyskytuje.

Pro ilustraci struktury investiční pozice České republiky přikládám následující tabulku. Jedná se o souhrnná data investiční pozice vůči zahraničí jako podílu na HDP v členění, které je k dispozici v databázi ARAD České národní banky. Není překvapivé, že zhoršující se čistá zahraniční aktiva ČR jsou způsobena hlavně přílivem přímých zahraničních investic do základního jmění společností, což koresponduje s výše zmíněnou teorií životního cyklu ekonomiky. Záporné saldo portfoliových investic je způsobeno položkou dluhové cenné papíry. ČNB drží relativně vysoké zahraniční rezervy. Saldo ostatních investic se jeví dlouhodobě jako relativně vyrovanané.

Saldo [% HDP]	1996	1998	2000	2002	2004	2006	2008	2010	2012
Čistá investiční pozice	-3,9	-5,7	-8,5	-15,5	-28,2	-32,3	-40,1	-48,3	-49,5
Přímé zahraniční investice	-12,5	-19,7	-34,8	-43,7	-40,8	-46,6	-50,6	-56,2	-60,1
Portfoliové investice	-6,1	-6,3	0,7	2,9	-0,3	1,3	-0,1	-8,6	-9,7
Finanční deriváty	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,5	0,0	0,3	-0,6
Ostatní investice	-4,6	2,0	3,7	-2,8	-9,0	-7,1	-8,0	-4,8	-1,4
Rezervy ČNB	19,3	18,3	21,9	27,8	21,7	19,6	18,6	21,0	22,2
Přímé zahraniční investice									
Základní jmění	-12,5	-16,6	-29,8	-37,9	-35,9	-41,8	-44,7	-50,9	-53,9
Ostatní kapitál	0,0	-3,0	-5,0	-5,7	-5,0	-4,8	-5,9	-5,3	-6,2
Portfoliové investice									
Majetkové CP a účasti	-4,1	-4,8	-1,0	-1,6	-4,5	-1,2	0,3	0,2	0,5
Dluhové CP	-2,0	-1,5	1,7	4,5	4,2	2,5	-0,3	-8,8	-10,2
Ostatní investice									
Dlouhodobé	-7,9	-3,5	-1,6	-5,7	-8,7	-10,1	-7,8	-6,9	-5,1
Krátkodobé	3,3	5,5	5,4	2,9	-0,3	3,0	-0,3	2,1	3,6
Ostatní dlouhodobé									
ČNB	1,4	1,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Obchodní banky	-6,7	-2,9	-0,4	0,2	0,2	0,8	2,1	2,8	4,4
Vláda	6,7	7,4	8,9	3,4	0,6	-1,0	-1,2	-2,0	-2,4
Ostatní sektory	-9,2	-9,1	-10,1	-9,3	-9,5	-9,9	-8,8	-7,8	-7,2
Ostatní krátkodobé									
ČNB	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
Obchodní banky	1,5	3,8	3,9	1,5	0,0	1,2	-1,0	-0,6	-0,9
Vláda	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ostatní sektory	1,8	1,6	1,5	1,3	-0,3	1,8	0,8	2,8	4,5

Zdroj: Databáze ARRAD a vlastní výpočty

2. 2 Aplikace intertemporálního přístupu

Intertemporální rozpočtové omezení ekonomiky říká, že ekonomika si může dovolit současnou hodnotu domácích výdajů (absorpce) ve výši současné hodnoty domácí produkce plus počáteční velikosti čistých zahraničních aktiv. Můžeme jej upravit i do následující podoby:

$$-(1 + IR_{F,t}) \cdot NFA_{C,t} \leq \sum_{s=t}^{\infty} R_{t,s} \cdot [NX_t]$$

Tato úprava rovnice vyjadřuje, že ekonomika je solventní, pokud minusová počáteční hodnota čistých zahraničních aktiv (resp. počáteční hodnota zahraničního dluhu s kladným znaménkem) nepřevyšuje současnou hodnotu budoucích čistých exportů. Praktickým problémem tohoto modelu je skutečnost, že závisí na makroekonomických proměnných, které lze do budoucna jen těžko odhadnout a předpokládá jednu neměnnou zahraniční úrokovou míru. Bilance výnosů je tedy v modelu velmi zjednodušena.

Milessi-Ferretti a Razin (1996) rozlišují mezi pojmy solvence a udržitelnost. Udržitelnost se podle nich týká otázky, zda ekonomika je schopna dodržet rozpočtové omezení bez velkých změn v chování privátního a veřejného sektoru. Ekonomika tedy může být sice v daném okamžiku solventní, ale tento stav nemusí být udržitelný v blízké či vzdálené budoucnosti.

Pro empirické testování udržitelnosti deficitu běžného účtu pomocí výše popsaného modelu intertemporálního rozpočtového omezení ekonomiky Husted (1992) navázal na přístup Hakkio, Rush (1991) pro testování udržitelnosti deficitů státního rozpočtu. Po zavedení několika předpokladů upravil model intertemporálního rozpočtového omezení do snadno testovatelné podoby²⁴:

$$X_t = \alpha + bMM_t + \varepsilon_t$$

kde X je export zboží a služeb a veličina MM²⁵ zahrnuje import mínus čisté saldo výnosů a transferů. Do testovaného modelu byly tedy zahrnuty i veličiny, od kterých se při výše popsaném odvozování intertemporálního modelu abstrahovalo, tedy saldo čistých transferů, a i možnost realizace kladných výnosů ze záporné investiční pozice. Obvykle se zahrnují do modelu veličiny poměřené k HDP.

Smyslem testu je prokázat, zda jsou veličiny X a MM dlouhodobě v rovnováze. Pokud jsou nestacionární, zajímá nás, zda jsou integrované stejného řádu a jestli je jejich lineární kombinace stacionární. Jinými slovy testujeme, zda veličiny export a import mínus bilance výnosů (resp. plus záporné výnosy z deficitní čisté investiční pozice země, které odtékají do zahraničí) mínus transfery jsou kointegrované. Kointegrace je první nutná podmínka udržitelnosti vnější rovnováhy. Druhá podmínka se vztahuje na hodnotu parametru b, který nesmí být menší než jedna.

Na základě testu můžeme činit následující závěry: Pokud veličiny nejsou kointegrované, běžný účet platební bilance není udržitelný. V případě, že veličiny jsou kointegrované a parametr $b=1$, pak běžný účet je udržitelný. Pokud kointegrace existuje, ale $b < 1$, pak import plus platby výnosů do zahraničí jsou systematicky vyšší než export, a běžný účet není udržitelný. Pokud by byl parametr $b > 1$, pak by docházelo k systematickým přebytkům běžného účtu.

Tento způsob testování analyzuje historické časové řady a předpokládá do budoucna neměnnost vzájemného vztahu veličin (jako je tomu ostatně u předpovědí každé regresní analýzy). Nezabývá se tedy predikcemi budoucích hodnot exportu, importu a bilance výnosů. Dalším nedostatkem je, že se ve skutečnosti jedná pouze o testování intertemporální solventnosti ekonomiky, která není zárukou udržitelnosti. Jak bylo zmíněno výše, ekonomika může dodržovat rozpočtové omezení, což však investoři

24) Viz také např. Kalyoncu (2005)

25) Dále v textu budu pro tuto veličinu používat název „upravený import“.

nemusí vnímat jako udržitelný stav do budoucna. A naopak – ekonomika se může jevit jako nesolventní, avšak investoři mohou být do budoucna optimističtí (např. očekávají, že tranzitivní ekonomika plynule přejde do vyšší fáze životního cyklu. Cenou za tato zjednodušení a za další předpoklady a zjednodušení v rámci intertemporálního modelu je, že vypovídací hodnota testu je nutně omezená. Rozhodně není použitelný pro tranzitivní ekonomiky, které mají deficity běžného účtu způsobené odlivem výnosů do zahraničí a u kterých se teprve v budoucnu očekává jeho postupné vyrovnání.

Podívejme se na některé výsledky, ke kterým různí autoři došli na základě testování tohoto modelu. Brissimis a kol. (2010) testovali udržitelnost běžného účtu platební bilance v Řecku v letech 1960 – 2007 a zjistili, že v období 1960 – 1998 byly veličiny (vztahené k HDP) kointegrované²⁶ a parametr nebyl statisticky významně odlišný od jedné (odhadnutá hodnota byla 0,99) a konstanta byla blízká nule (0,03), což vedlo autory k závěru, že v tomto období byl běžný účet platební bilance Řecka udržitelný. Avšak v roce 1999 upravený import náhle převýšil export a na této úrovni setrval. Pro období 1999 – 2007 byl proto odhadnut parametr 0,19, podle čehož autoři soudí, že v tomto období již deficit běžného účtu platební bilance v Řecku není udržitelný. Kalyoncu (2005) testoval udržitelnost běžného účtu v Turecku v letech 1987 – 2002. Dospěl k závěru, že veličiny jsou kointegrované a parametr statisticky nevýznamně odlišný od jedné, což značí dlouhodobý stabilní vztah exportu a upraveného importu, a vypovídá to ve prospěch dlouhodobé udržitelnosti běžného účtu Turecka. Husted (1992) provedl kointegrační test pro USA v letech 1960 – 1989 a zjistil, že běžný účet nebyl udržitelný. Uvedl jsem zde jen některé příklady, podobných výzkumů je mnohem více.

Pro ilustraci můžeme aplikovat test na roční data USA v letech 1980 - 2012²⁷ Veličiny EX a MM jsou dle ADF testu jednotkového kořene oboje nestacionární a integrované řádu jedna (t-statistiky pro MM = -6,82 a EX = -4,64). Parametr byl odhadnut metodou nejmenších čtverců na 0,50 a rezidua odhadnuté regrese jsou dle ADF testu stacionární na 5% hladině významnosti (t-statistika = -3,02). Kointegraci potvrzuje i Johansenův test. Z uvedeného vyplývá, že veličiny EX a MM od sebe dlouhodobě nedivergují, avšak nízký regresní parametr značí zaostávání exportu za veličinou upraveného importu, což znamená, že za těchto okolností není běžný účet USA udržitelný.

Závěr

V první části článku byla definována vnější rovnováha jako saldo běžného účtu platební bilance, na které je nutné nahlížet jako na intertemporální fenomén. Dále byly prezentovány různé faktory ovlivňující saldo běžného účtu, které se vyskytují v různých vědeckých pracích na toto téma. Druhá část se věnuje problematice udržitelnosti vnější rovnováhy. V zásadě platí, že deficit běžného účtu je udržitelný do té doby, dokud jsou zahraniční subjekty ochotny jej financovat prostřednictvím přílivu kapitálu do dané

26) Byly použity ADF testy pro stacionaritu a Engleův-Grangeův test na kointegraci.

27) Zdroj: databáze WEO, veličiny v poměru k HDP

země. Je třeba ale rozlišovat mezi pojmy udržitelnost a solventnost. Ekonomika je solventní, pokud dodržuje svoje intertemporální rozpočtové omezení. Rovněž ale platí, že ekonomika může být solventní, ale tento stav nemusí být zahraničními investory vnímán jako udržitelný do budoucna. V práci je pojednáno o faktorech, které udržitelnost deficitu běžného účtu ovlivňují. Jedná se hlavně o strukturu zahraničních aktiv a pasiv z různých pohledů, fázi životního cyklu ekonomiky, otevřenost země zahraničnímu obchodu apod. V práci je nakonec prezentován ekonometrický přístup užívaný k empirickému testování intertemporální solventnosti ekonomiky a některé výsledky, ke kterým různí autoři dospěli, a vlastní jednoduchý test na datech USA. Vypovídací schopnost ekonometrických testů je však nutně omezená, a při posuzování udržitelnosti běžného účtu je nutno na problematiku pohlížet komplexně s přihlédnutím minimálně k výše prezentovaným faktorům.

Vypracováno v rámci projektu Finanční a hospodářský cyklus č. F1/05/2014.

Literatura

- [1] Aizenman, J.; Sun, Y. Globalization and the Sustainability of Large Current Account Imbalances: Size Matters. NBER Working Paper. 2008, NO 13734
- [2] Blanchard, O.; Milesi-Ferretti, G. M.: (Why) Should Current Account Balances Be Reduced? IMF Economic Review. 2012, Vol. 60, No. 1
- [3] Brada, J.C.; Tomšík, V. Zahraniční investice a náchylnost k měnovým krizím: zkušenosti tranzitivních ekonomik. Politická ekonomie. 2004, č.3, s. 313-329. ISSN 0032-3233
- [4] Brada, J.C.; Mandel, M.; Tomšík, V. Intertemporální přístup k platební bilanci: Vztah míry úspor a míry investic v bohatých, chudých a transformujících se ekonomikách. Politická ekonomie. 2008, č.2, s. 147-161. ISSN 0032-3233
- [5] Brissimis, S.N. et al. Current Account Determinants and External Sustainability in Periods of Structural Change. European Central Bank Working Paper. 2010, NO. 1243
- [6] Brůna, K. Koncept udržitelnosti negativní čisté investiční pozice a jeho aplikace na příkladu České republiky v letech 1999-2011. Politická ekonomie. 2013, č. 1, s. 67-90. ISSN 0032-3233
- [7] Ca' Zorzi, M; Chudik, A.; Dieppe, A: Thousands of Models, One Story: Current Account Imbalances in the Global Economy. Globalization and Monetary Policy Institute of Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper No. 100, 2002
- [8] Cashin, P.; McDermott, J. C. Intertemporal Consumption Smoothing and Capital Mobility:
- [9] Evidence from Australia. Australian Economic Papers vol. 41/1. 2002

- [10] Edwards, S.: Financial Openness, Sudden Stops and Current Account Reversals. NBER Working Paper. 2004, No. 10277
- [11] Feldstein, M.; Horioka, C. Domestic Saving and International Capital Flows. *Economic Journal*, 1980, Vol 90
- [12] Fisher, I.: *The Theory of Interest*. New York, Macmillan 1930
- [13] Freund, C. L.: Current Account Adjustment in Industrialized Countries. Board of Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Papers. 2000, No. 692
- [14] Glick, R.; Rogoff, K.: Global versus country-specific productivity shocks and the current account. *Journal of Monetary Economics* 35, 1995, 159-192.
- [15] Gourinchas, P.O.; Rey, H. International Financial Adjustment. NBER Working Paper. 2005, NO. 11155
- [16] Hakkio, C. S.; Rush, M.: Is the Budget Deficit „Too Large?“. *Economic Inquiry*, 29: 429-445, 1991
- [17] Husted, S. The Emerging U.S. Current Account Deficit in the 1980s: A Cointegration Analysis. *The Review of Economics and Statistics*, February 1992, s. 159-166
- [18] Chinn, M.D.: Getting serious about the twin deficits. Council Special Report 10, Council of Foreign Relations, 2003
- [19] International Monetary Fund: Balance of payments and international investment position manual. Washington, D.C., 2009
- [20] Jordá, Ó.; Schularick, M.; Taylor, A.M. Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances: 140 years of lessons, NBER Working Paper. 2010, NO 16567
- [21] Kalyoncu, H. Sustainability of Current Account for Turkey: Intertemporal Solvency Approach. *Prague Economic Papers*. 2005, č. 1, s. 82-87. ISSN 1210-0455
- [22] Lane, P.R.; Milesi-Ferretti, G.M. External Adjustment and the Global Crisis. IMF Working Paper. 2011, NO. 197
- [23] Lane, P.R.; Milesi-Ferretti, G.M.: „The External Wealth of Nations Mark II“. *Journal of International Economics*, November 2007
- [24] Lisický, M.; Maleček, P.: The Czech Republic's Net International Investment Position. *ECFIN Country Focus*. 2012, Vol. 9, Issue 1
- [25] Mandel, M.; Tomšík, V. *Mezinárodní monetární ekonomie*. 2. rozšířené vydání Praha: Management Press, 2008. 367 s. ISBN 978-80-7261-185-0

- [26] Mandel, M.; Tomšík, V. Přímé zahraniční investice a vnější rovnováha v tranzitivní ekonomice: aplikace teorie životního cyklu. *Politická ekonomie*. 2006, č.6, s. 723-741. ISSN 0032-3233
- [27] Milesi-Ferretti, G.M.; Razin, A. Sustainability of Persistent Current Account Deficits. NBER Working Paper, 1996, NO. 5467
- [28] Obstfeld, M.; Rogoff, K. Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes. *Asia Economic Policy Conference: Asia and the Global Financial Crisis*. 2010, s. 131-172
- [29] Obstfeld, M.; Rogoff, K. The Intertemporal Approach to the Current Account. Cambridge, NBER Working Paper, 1994, NO 4983
- [30] Obstfeld, M.: Does the Current Account Still Matter? *American Economic Review*. 2012, 102 (3), 1-23
- [31] Roubini, R.; Wachtel, P. Current Account Sustainability in Transition Economies. NBER Working Paper. 1998, NO. 6468
- [32] Stiglitz, J.: *Globalization and its Discontent*. New York: W. W. Norton, 2002
- [33] Šindel, J. Relevantnost nerovnováhy běžného účtu platební bilance v členských zemích Eurozóny. VŠE-IEEP Working paper č. 2/2004

*Ing. Jiří Pour, doktorand na VŠE v Praze, Katedra měnové teorie a politiky, Nám. W. Churchilla 4, 130
67 Praha 3, e-mail: xpouj10@vse.cz*