Analýza podmínek obsluhy čisté investiční pozice v rozvinutých a tranzitivních ekonomikách[#]

Karel Brůna^{*}

V současnosti dominují diskuzím ekonomů problémy spojené s dluhovou krizí řady vyspělých zemí. Poukazuje se na vysoké fiskální deficity a na obtížně udržitelné zadlužení veřejného sektoru, přičemž se diskutují parametry, za jakých by bylo možné stávající pozici jednotlivých ekonomik vylepšit. V mnoha případech však problém dluhové krize doprovází problémy s vnější nerovnováhou vyplývající z hlubokých deficitů běžného účtu a zhoršující se čisté investiční pozice země. Tradičně se v rámci těchto diskuzí přisuzuje významná váha dynamice čistého exportu zboží a služeb (saldu výkonové bilance). V mnohem menší míře se však analyzují faktory, které stojí za čistými náklady, které jsou ekonomiky nuceny platit jako cenu za negativní čistou investiční pozici.

V rámci dluhových problémů zemí Eurozóny je přirozené, že tyto problémy stojí v pozadí, protože z definice měnové unie není možné, aby měnový kurz eura vyrovnával problémy jednotlivých ekonomik. To však neznamená, že ekonomiky nejsou nuceny nést náklady negativní čisté investiční pozice na svých bedrech a že se při absenci kurzového vyrovnávacího procesu tyto náklady neprojeví v jiných částech ekonomického systému. Příkladem může být významná negativní pozice řecké centrální banky vůči ECB z titulu čistého odlivu eurových zdrojů vzhledem k deficitu běžného účtu, která je financována nadstandardně vysokým dodáním likvidity řeckému bankovnímu sektoru ze strany ECB.

Prezentovaný článek představuje teoretickou analýzu faktorů stojících za náklady negativní čisté investiční pozice. V první a druhé části je vytvořen formální rámec analýzy se zaměřením na dynamiku čisté investiční pozice vzhledem k HDP a na faktory ovlivňujících náklady obsluhy negativní čisté investiční pozice. Ve třetí části je poukázáno na poněkud paradoxní případ, kdy je negativní čistá investiční pozice USA spojena čistými výnosy (nikoli tedy náklady) investiční pozice. Jsou detailně rozpracovány příčiny stojící za tímto neobvyklým jevem. V poslední čtvrté části je pak diskutováno, do jaké míry je tato situace možná i v případě tranzitivních ekonomik, resp. jsou zmíněny faktory, které způsobují, že tranzitivní ekonomiky mají obvykle tendenci platit relativně vysoké náklady na obsluhu negativní čisté investiční pozice, což v konečném důsledku může vést k ohrožení její udržitelnosti.

1 Základní faktory dynamiky čisté investiční pozice země v relaci k hrubému domácímu produktu

Čistá investiční pozice země NFA_T vyjádřená v domácí měně je definována jako rozdíl mezi hodnotou zahraničních aktiv rezidentů dané země v domácí měně FA_T a hodnotou zahraničních pasiv rezidentů v domácí měně FL_T v bilancích rezidentů k určitému časovému okamžiku T . Zahraniční aktiva lze chápat jako specifické portfolio tvořené v určitém poměru přímými zahraničními investicemi, portfoliovými investicemi, deriváty, ostatními investicemi rezidentů vůči nerezidentům a devizovými rezervami centrální banky dané země. Zahraniční

[#] Článek je zpracován v rámci výzkumného projektu *Rozvoj účetní a finanční teorie a její aplikace v praxi z interdisciplinárního hlediska* registrovaného u MŠMT pod evidenčním číslem MSM6138439903.

^{*} Doc. Ing. Karel Brůna, Ph.D. – docent; Katedra měnové teorie a politiky, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <bruna@vse.cz>.

pasiva představuje jinak strukturované portfolio tvořené pohledávkami nerezidentů vůči rezidentům z titulu přímých zahraničních investic, portfoliových investic, derivátů a ostatních investic.

Absolutní změna ve velikosti čisté investiční pozice za aktuální období t je na jedné straně dána saldem výkonové bilance NX_t a saldem jednorázových transferů běžné i kapitálové povahy TR_t , na druhé straně je její velikost ovlivněna čistými úrokovými a dividendovými výnosy ze zahraničních aktiv a pasiv, z nich vyplývajícími čistými kapitálovými a kurzovými zisky/ztrátami a v neposlední řadě saldem zadržených zisků ze zahraničních aktiv a pasiv majetkové povahy:

$$NFA_t - NFA_{t-1} = NX_t + TR_t + [ir_t + div_t + rp_t + cg_t + er_t(1 + ir_t + div_t + rp_t + cg_t + er_t)]NFA_{t-1} \quad (1)$$

kde ir_t = průměrná míra výnosnosti čistých zahraničních aktiv vyplývajících z výplaty úroků z aktiv a pasiv dluhové povahy,

div_t = průměrná míra výnosnosti čistých zahraničních aktiv vyplývajících z výplaty dividend z aktiv a pasiv majetkové povahy,

rp_t = průměrná míra zadržených zisků z čistých zahraničních aktiv,

cg_t = průměrná míra kapitálových zisků/ztrát z čistých zahraničních aktiv odvozenou ze změn tržních cen zahraničních aktiv/pasiv,

er_t = míra kurzových zisků/ztrát z čistých zahraničních aktiv odrážející relativní změnu nominálního efektivního kurzu domácí měny vůči zahraničním měnám tvořících portfolio zahraničních aktiv a pasiv.

Rovnice (1) představuje vlastní úpravu výrazu použitého v Lane a Milesi-Ferretti (2001), který explicitně neodlišuje úrokovou a dividendovou výnosnost, míru zadržených zisků a nepracuje ani s efektem kurzových zisků/ztrát z výnosů/nákladů vyplývajících z čisté investiční pozice země. Pro jednoduchost je v obou případech vynechán vliv čistých zahraničních pracovních příjmů, neboť ve většině případů je význam této položky pro změnu čisté investiční pozice zanedbatelný. V rámci rovnice (1) představuje výraz $(ir_t + div_t + rp_t + cg_t)$ celkové procentní výnosy/náklady čisté investiční pozice bez vlivu kurzových změn. Výraz $er_t(1 + ir_t + div_t + rp_t + cg_t)$ pak představuje procentní velikost kurzových zisků/ztrát vyplývajících jak ze samotné čisté investiční pozice, tak i z čistých výnosů/nákladů spojených s touto čistou investiční pozicí.

Klíčovým stavovým kritériem udržitelnosti vnější rovnováhy je relace mezi aktuální úrovní čistých zahraničních aktiv a nominálního hrubého domácího produktu. Samo o sobě se však jedná o velmi hrubé kritérium zanedbávající řadu strukturálních faktorů, které spoluurčují udržitelnost stávající situace v ekonomice. Jde např. o přirozené rozdíly ve velikosti tohoto kritéria mezi malými otevřenými a velkými uzavřenými ekonomikami, o vliv odlišné struktury zahraničních aktiv a pasiv v podobě relací přímých zahraničních investic a krátkodobého dluhového kapitálu, o rozdíly v poměru zahraničního zadlužení veřejného a soukromého sektoru atd.

I přes tato omezení se stává dlouhodobá dynamika čistých zahraničních aktiv vzhledem k hrubému domácímu produktu bedlivě sledovanou veličinou. Změnu čisté investiční pozice vzhledem k aktuálnímu nominálnímu hrubému domácímu produktu HDP_t lze úpravou rovnice (1) vyjádřit jako:

$$\frac{NFA_t - NFA_{t-1}}{HDP_t} = \frac{NX_t}{HDP_t} + \frac{TR_t}{HDP_t} + \frac{ir_t + div_t + rp_t + cg_t + er_t(1 + ir_t + div_t + rp_t + cg_t + er_t)}{1 + \gamma} \frac{NFA_{t-1}}{HDP_t}, \quad (2)$$

kde γ = aktuální tempo růstu nominálního hrubého domácího produktu.

2 Udržitelnost vnější rovnováhy pohledem nákladů spojených s obsluhou čisté investiční pozice

V rámci výrazu (2) je dobře patrné, že udržení vnější rovnováhy v dlouhém období předpokládá, že je současně udržitelná jak dynamika výkonové bilance a salda transferů, tak i podmínky, za nichž je obsluhována stávající čistá investiční pozice země. Tento pohled v sobě slučuje jak tradiční makroekonomickou interpretaci vnější rovnováhy pohledem přes makrofaktory dynamiky běžného účtu platební bilance, tak i spíše mikroekonomický přístup investora financujícího deficitní saldo běžného účtu určité země, resp. její negativní čistou investiční pozici.

Z makroekonomického hlediska je výkonová bilance dána součtem rozdílů mezi soukromými úsporami S_t a investicemi I_t a vládními příjmy T_t a výdaji G_t :

$$NX_t = (S_t - I_t) + (T_t - G_t), \quad (3)$$

Udržitelnost výkonové bilance předpokládá, že v dlouhém období je dynamika jednotlivých faktorů stojících za saldem výkonové bilance konzistentní s udržením vnitřní a vnější rovnováhy i s udržením stability finančního systému. Tato podmínka je splněna, pokud dynamika výkonové bilance není zdrojem vynucené měnové či fiskální restrikce, významné depreciace/devalvace domácí měny, popř. vynucené změny kurzové politiky, skokového poklesu spotřeby a investic, resp. významného zvýšení veřejného dluhu. V rámci ekonomického modelu lze tuto podmínku specifikovat v podobě určité velikosti, resp. určitého poměru parametrů charakterizujících dynamiku jednotlivých prvků ekonomického systému v dlouhém období (pro případ vyspělých ekonomik viz Freund, 2000).

V případě tranzitivních ekonomik lze vysledovat dvojí fundamentálně odlišný vývoj výkonové bilance. Dle tradičního pohledu je pro tranzitivní ekonomiky – přinejmenším v počáteční fázi – typický deficit výkonové bilance vyplývající z vysoké míry investic v relaci k míře úspor (zde společně působí podkapitalizovanost těchto ekonomik a možný efekt zadržovaných úspor vedoucí k rychlému růstu spotřeby), popř. z deficitu veřejných rozpočtů nesoucího v různých podobách náklady transformace ekonomiky či vyplývající z prosté fiskální nedisciplinovanosti. Profinancování deficitu výkonové bilance čistým přílivem zahraničního kapitálu vede logicky ke zhoršování čisté investiční pozice a k nutnosti úhrady z toho vyplývajících nákladů. Zkušenosti řady zejména asijských exportně zaměřených ekonomik však ukazují (Summers, 2006), že tento scénář nelze zevšeobecnit a že je nutné akceptovat i poněkud paradoxní situaci, kdy tranzitivní ekonomiky navzdory výše diskutovaným vlivům vykazují dlouhotrvající přebytek výkonové bilance v důsledku vysoké míry úspor či omezené roli státu např. v sociální oblasti při současně vysoké ingerenci státu při udržování exportní konkurenceschopnosti firem např. v rámci kurzové politiky. Jsou tak schopny financovat deficity salda běžného účtu některých vyspělých ekonomik, přičemž jejich čistá investiční pozice se v čase zlepšuje a náklady na její obsluhu se snižují.

Podrobnější vymezení vlivu nákladů/výnosů stávající čisté investiční pozice na změny relací čisté investiční pozice a HDP vyžaduje diferenciaci mezi jednotlivými zdroji výnosů ze zahraničních aktiv a nákladů ze zahraničních pasiv. Úpravou rovnice (2) lze získat:

$$\begin{aligned} \frac{NFA_t - NFA_{t-1}}{HDP_t} = & \frac{NX_t}{HDP_t} + \frac{TR_t}{HDP_t} + \\ & + \frac{[ir_t^{FA}(1-L_t^{FA}) + (div_t^{FA} + rp_t^{FA})L_t^{FA} + cg_t^{FA} + er_t^{FA}(1-K_t^{FA})(1+ir_t^{FA}(1-L_t^{FA}) + (div_t^{FA} + rp_t^{FA})L_t^{FA} + cg_t^{FA})]}{(1+\gamma) \cdot HDP_t} \cdot FA_{t-1} - \\ & - \frac{[ir_t^{FL}(1-L_t^{FL}) + (div_t^{FL} + rp_t^{FL})L_t^{FL} + cg_t^{FL} + er_t^{FL}(1-K_t^{FL})(1+ir_t^{FL}(1-L_t^{FL}) + (div_t^{FL} + rp_t^{FL})L_t^{FL} + cg_t^{FL})]}{(1+\gamma) \cdot HDP_t} \cdot FL_{t-1}. \end{aligned} \quad (4)$$

kde horní index *FA*, resp. *FL* identifikuje pro veličiny *ir*, *div*, *rp*, *cg* a *er* míru úrokové výnosnosti, míru dividendové výnosnosti, míru zadržených zisků, míru kapitálových zisků/ztrát a kurzových ztrát/zisků ze zahraničních aktiv, resp. pasiv, K_t^{FA} , resp. K_t^{FL} vyjadřují poměr zahraničních aktiv, resp. pasiv denominovaných v domácí měně na celkových zahraničních aktivech, resp. pasivech, L_t^{FA} , resp. L_t^{FL} představuje poměr zahraničních aktiv, resp. pasiv majetkové povahy na celkových zahraničních aktivech, resp. pasivech.

3 Analýza ekonomických podmínek realizace pozitivních čistých výnosů z negativní čisté investiční pozice na příkladu vyspělých ekonomik

Negativní čistá investiční pozice je přirozeně spojována s negativní bilancí výnosů v rámci platební bilance. Jak však na příkladu americké ekonomiky ukazují Tille (2003) a Higgins, Klitgaard a Tille (2005), za určitých okolností je možné, že ekonomika dlouhodobě vykazuje přebytek bilance výnosů (po vyloučení ostatních položek v rámci bilance výnosů, jež nemají spojitost s čistými náklady na investiční pozici země) i navzdory významně negativní bilanci čisté investiční pozice. Lze si tak stejně dobře představit i obrácenou situaci, kdy ekonomika mající kladnou, či jen mírně zápornou bilanci zahraničních aktiv a pasiv vykazuje významné čisté náklady investiční pozice v podobě deficitu bilance výnosů.

Tento paradox vychází v první řadě ze specifické konstelace struktury zahraničních aktiv a pasiv v podobě poměru mezi aktivy, resp. pasivy majetkového (L_t^{FA} , resp. L_t^{FL}) a dluhového charakteru $[(1 - L_t^{FA})$, resp. $(1 - L_t^{FL})]$ na celkových zahraničních aktivech, resp. pasivech. Příklad americké ekonomiky ukazuje na relativně vysoký podíl majetkových investic (zejména přímých zahraničních investic) na straně zahraničních aktiv a naopak relativně vysoký podíl zahraničních pasiv dluhového charakteru (tj. $L_t^{FA} > L_t^{FL}$). Významný podíl přímých zahraničních investic na straně aktiv je výsledkem historického postavení USA jako čistého exportéra kapitálu v podobě přímých zahraničních investic. Je možné ho označit za typický rys vyspělých ekonomik s dlouhodobým přebytkem běžného účtu. Na druhé straně – oproti praxi vyspělých ekonomik – jsou negativní bilance čisté investiční pozice USA a vysoký podíl dluhových zahraničních pasiv dány kumulací deficitu běžného účtu americké ekonomiky a specifického způsobu jeho financování v podobě přílivu převážně dluhového kapitálu (např. rostoucím podílem veřejného dluhu v rukou zahraničních investorů).

Efekt struktury zahraničních aktiv, resp. pasiv významně působí jako faktor potenciálně odlišující dynamiku čisté úrokové a dividendové výnosnosti zahraničních aktiv a pasiv vč. výnosnosti v podobě zadržených zisků od vlastní dynamiky čisté investiční pozice vyplývající z kumulace bilancí běžného účtu. Jde o to, že relativně vysoký podíl majetkových zahraničních aktiv může generovat významně vyšší průměrnou výnosnost zahraničních aktiv oproti průměrné výnosnosti zahraničních pasiv, kde dominují méně výnosná dluhová zahraniční pasiva (tj.

platí, že $ir_t^{FA}(1 - L_t^{FA}) + (div_t^{FA} + rp_t^{FA})L_t^{FA} > ir_t^{FL}(1 - L_t^{FL}) + (div_t^{FL} + rp_t^{FL})L_t^{FL}$. Tento efekt lze tradičně spojovat s požadavky na obecně vyšší výnosnost vlastního kapitálu oproti nákladům dluhového kapitálu (tzn. že $div + rp > ir$ jak pro zahraniční aktiva, tak i pasiva). Spolu s tím však zejména v případě přímých zahraničních investic může působit i skutečnost, že kapitál je tradičně směřován z vyspělých ekonomik do rozvíjejících se zemí v očekávání vyšší mezní efektivity (reálné výnosnosti) kapitálu na méně rozvinutých trzích (v důsledku toho tedy pro vyspělé země platí, že $div_t^{FA} + rp_t^{FA} > div_t^{FL} + rp_t^{FL}$). Svoji roli sehrává i časový profil realizovaných přímých zahraničních investic, když vyšší výnosnost majetkových aktiv v tranzitivních ekonomikách je možné realizovat až po určité době po realizaci investice (v době dospělosti investice). V neposlední řadě se efekt tranzitivní ekonomiky projevuje i v ceně fúzí a akvizic na těchto trzích, jež bývá podhodnocena vůči cenám placených na vyspělých trzích v důsledku požadavků investora na vyšší rizikovou prémii, v průměru horší finanční výkonnosti akvizovaných firem i díky častému řízenému podhodnocení měny hostitelské země vůči měně investora v určité fázi ekonomické transformace. Konečný dopad do úrokové a dividendové výnosnosti zahraničních aktiv/pasiv je však v tomto případě závislý na způsobu přeceňování zahraničních aktiv/pasiv na reálnou hodnotu vč. propočtu kurzových zisků/ztrát. Platí, že plné přecenění na reálnou hodnotu význam tohoto efektu zcela eliminuje, na druhé straně průběžné přeceňování investic, u nichž neexistuje likvidní sekundární trh, na reálnou hodnotu, není v praxi zcela běžné.

Dalším faktorem ovlivňujícím dynamiku výnosů a nákladů z čisté investiční pozice je spread úrokových výnosností mezi zahraničními aktivy a pasivy dluhového charakteru vyplývající z odlišné měnové struktury těchto aktiv a pasiv (Gourinchas a Rey, 2005). Faktor měnové struktury determinuje, do jaké míry je úroková výnosnost dluhových zahraničních aktiv a pasiv dána exogenně polohou a sklonem výnosových křivek na zahraničních trzích, resp. výnosových křivek zahraničních měn tvořících portfolio dluhových zahraničních aktiv a pasiv, a do jaké míry působí na úrokové náklady čisté investiční pozice ryze domácí faktory, resp. dynamika domácí výnosové křivky. V případě, že jsou zahraniční aktiva a pasiva denominována výhradně v zahraniční měně (tj. $K_T^{FA} = K_T^{FL} = 0$), je úroková výnosnost zahraničních aktiv a pasiv pro domácí ekonomiku plně exogenní a domácí faktory nemají žádný vliv na čisté náklady placené z dluhových aktiv a pasiv. Nutným předpokladem je, že ekonomika nemá z hlediska své velikosti, resp. mezinárodního významu sílu dynamikou domácích makrofaktorů ovlivňovat dynamiku makrofaktorů a chování centrálních bank v cizích zemích.

V případě velkých a relativně uzavřených vyspělých ekonomik, jejichž měna je v pozici fakturační/investiční měny, však lze zaznamenat významnou disproporci mezi měnovou strukturou zahraničních aktiv a pasiv, když podíl domácí měny na zahraničních pasivech může být významně vyšší než na zahraničních aktivech (tj. K_T^{FA} a $K_T^{FL} > 0$, přičemž K_T^{FA} je významně menší než K_T^{FL}). V takovém případě je úroková výnosnost zahraničních pasiv endogenní v tom smyslu, že je z velké části determinována domácími faktory (dynamikou inflace a ekonomického růstu) a reakcí měnové politiky na tyto faktory (tj. nastavením hlavní úrokové sazby), které společně ovlivňují změny polohy i sklonu domácí výnosové křivky v čase. V případě zahraničních aktiv toto platí pouze v omezené míře. Dynamika čistých úrokových nákladů je tak z velké části otázkou, do jaké míry jsou korelovány výnosové křivky na domácím a zahraničním trhu (resp. hypotetická výnosová křivka odpovídající struktuře zahraničních aktiv z hlediska měn, splatnosti a podstupovaného rizika), resp. do jaké míry jsou korelovány faktory stojící za dynamikou výnosových křivek (synchronizace ekonomického a inflačního cyklu a trendové změny hlavních úrokových sazeb).

Lze obecně předpokládat, že úroková výnosnost zahraničních pasiv je relativně nízká ve srovnání s úrokovou výnosností zahraničních aktiv (tj. $ir_t^{FA} > ir_t^{FL}$) v důsledku toho, že

vyspělé země na mezinárodních finančních trzích obecně platí nízké (i záporné) reálné úrokové sazby v kontextu relativně slabého ekonomického růstu (v některých případech dlouhotrvající stagnace), resp. nízké mezní efektivnosti investic, že těží z nízké inflační premie s ohledem na nízkou a stabilní míru inflace (v některých případech i deflace) a v neposlední řadě že hradí nízké rizikové premie díky obvykle vysokému úvěrovému ratingu a vysoké rizikové averznosti investorů vůči emerging trhům (měnám). Tvoří-li pak ve stejném okamžiku stranu zahraničních aktiv ve významné míře aktiva z rozvíjejících se ekonomik, které pracující s obecně vyšší reálnou úrokovou sazbou, očekávanou inflací i rizikovou premií, mohou vyspělé ekonomiky inkasovat kladné úrokové výnosy i navzdory tomu, že je jejich čistá pozice v podobě zahraničních aktiv a pasiv dluhového charakteru negativní. Tato situace může být zvlášť aktuální pro vyspělé země s vysokým veřejným dluhem, který je financován z velké části přílivem zahraničního kapitálu, ale který je současně denominován v domácí měně (viz příklad USA). V neposlední řadě působí na čistou investiční pozici a bilanci výnosů vyspělých zemí úspěšný proces konvergence tranzitivních ekonomik spojený s nominální apreciací měn tranzitivních zemí (depreciací měn vyspělých ekonomik), když výše popsaná dlouhá otevřená devizová pozice vyspělých ekonomik v rámci čisté investiční pozice i bilance výnosů vede v případě depreciace jejich měn ke kurzovým ziskům zlepšujícím jejich čistou investiční pozici i čisté úrokové výnosy realizované v domácí měně.

Na základě výše řečeného lze konstatovat, že dynamika bilance výnosů vyplývá ze specifické konstelace jednotlivých faktorů ovlivňujících čisté úrokové a dividendové výnosy a čisté reinvestované zisky ze zahraničních aktiv a pasiv. Negativní čistá investiční pozice země generuje přebytek bilance výnosů pouze za podmínky, že poměr úrokové a dividendové výnosnosti a míry reinvestovaných zisků ze zahraničních aktiv a pasiv (včetně kurzových zisků/ztrát) je větší než vlastní relace zahraničních pasiv a aktiv:

$$\frac{ir_t^{FA}(1-L_t^{FA}) + (div_t^{FA} + rp_t^{FA})L_t^{FA} + er_t^{FA}(1-K_t^{FA})(1+ir_t^{FA}(1-L_t^{FA}) + (div_t^{FA} + rp_t^{FA})L_t^{FA})}{ir_t^{FL}(1-L_t^{FL}) + (div_t^{FL} + rp_t^{FL})L_t^{FL} + er_t^{FL}(1-K_t^{FL})(1+ir_t^{FL}(1-L_t^{FL}) + (div_t^{FL} + rp_t^{FL})L_t^{FL})} > \frac{FL_{T-1}}{FA_{T-1}}. \quad (5)$$

4 Typické rysy podmínek obsluhy negativní čisté investiční pozice tranzitivních ekonomik

Pro tranzitivní ekonomiky je hlediska faktorů ovlivňujících náklady obsluhy čisté investiční pozice typické, že jsou v pozici čistých příjemců zahraničního kapitálu ve formě přímých zahraničních investic, které tak na straně pasiv čisté investiční pozice obvykle dominují nad zahraničními zdroji dluhové povahy. Společným rysem tranzitivních ekonomik je také významný podíl devizových rezerv na straně aktiv čisté investiční pozice, který vyplývá z aktivity jejich centrálních bank při ovlivňování kurzu prostřednictvím kurzových intervencí (viz Brůna, 2010). Tato politika vychází z předpokladu, že udržitelným zdrojem rychlého ekonomického růstu v tranzitivních ekonomikách je ve většině případů vysoká dynamika růstu čistého exportu a nikoli růstu spotřeby. Je proto příznačné, že centrální banky intervenují na devizovém trhu nejenom v systému pevných kurzů, který je aplikován v první fázi transformace, ale také – ať již přímo na velkoobchodním devizovém trhu, či prostřednictvím speciálních operací mimo veřejný trh – v systémech pohyblivého kurzu.

Tranzitivní ekonomiky s dlouhodobým a hlubokým deficitem bilance přímých zahraničních investic vykazují tradičně relativně malý podíl přímých zahraničních investic na straně aktiv a naopak relativně vysoký podíl přímých zahraničních investic na straně pasiv. Lze tak předpokládat, že tyto ekonomiky jsou nuceny platit relativně vysoké a navíc rychle se zvyšující náklady z postupně se zhoršující čisté investiční pozice. Deficit jejich běžného účtu se tak může stát obtížně udržitelným i v okamžiku, kdy vlastní dynamika výkonové bilance

nevykazuje rysy neudržitelnosti, resp. deficit běžného účtu může v jejich případě vykazovat dlouhodobě významné deficity i navzdory přechodu ekonomiky do ekonomické fáze charakterizované přebytkem výkonové bilance. Svoji roli při udržitelnosti negativní čisté investiční pozice těchto zemí ale sehrává, nakolik jsou náklady na zahraniční pasiva v podobě přímých zahraničních investic tvořeny vyplacenými dividendami a nakolik jsou kalkulovány na bázi reinvestovaného zisku, který nevytváří bezprostřední tlak na depreciaci domácí měny. Lze si tak dobře představit, že v takovém případě mohou být zhoršující se čistá investiční pozice a bilance výnosů doprovázeny dlouhodobou apreciací domácí měny.

V případě malých otevřených ekonomik (typický rys velké části tranzitivních ekonomik) lze považovat za logické, že úrokové výnosnosti zahraničních aktiv a pasiv (a jejich spread) jsou exogenní, neboť jejich měna není na zahraničních trzích v pozici fakturační a/nebo investiční měny. Nelze tedy očekávat, že jejich dluhová zahraniční pasiva jsou ve zvýšené míře denominována v domácí měně a že je tak jejich ekonomika v dlouhé spekulativní pozici v rámci čisté investiční pozice. Z hlediska spekulace na budoucí pohyb domácí měny jsou tyto ekonomiky vzhledem k negativní čisté investiční pozici danou kumulovaným deficitem běžného účtu v situaci spekulanta na zhodnocení domácí měny.

Struktura čisté investiční pozice tranzitivních ekonomik může být také významně ovlivněna dlouhodobým pozitivním diferencíalem mezi domácí a zahraniční úrokovou hladinou, který vede domácí subjekty k významné preferenci zahraniční měny při denominaci střednědobých a dlouhodobých bankovních úvěrů/emisí obligací na úkor úvěrů/emisí v domácí měně. Subjekty se tak vymaňují z restriktivního charakteru vysokých domácích úrokových sazeb, resp. dále zvyšují expanzivní rysy domácích úvěrových sazeb dalším snížením úrokových nákladů financování při současném zvýšení individuální expozice vůči kurzovému riziku. Bez ohledu na to, zda tyto úvěry poskytují převážně domácí, či zahraniční banky (zde jde pouze o to, na koho dopadá kreditní riziko vyplývající z toho, že v případě znehodnocení domácí měny dochází ke zvýšení míry defaultu z úvěrového portfolia denominovaného v cizí měně), je dynamika čisté investiční pozice vyvolaná masivním přílivem zahraničního dluhového kapitálu závislá na tom, do jaké míry příliv zahraničního kapitálu vyvolá zhoršení výkonové bilance v důsledku vysoké importní náročnosti ekonomiky/odvětví. Je zřejmé, že příliv zahraničního kapitálu vyvolává tlak na růst podílu dluhových pasiv s delší splatností na celkových zahraničních pasivech. Na druhé straně, do jaké míry růst zahraničních pasiv vyvolá růst zahraničních aktiv, není zcela jasné.

V tomto smyslu je možné identifikovat dva základní scénáře – v případě, že sklon k importu je relativně nízký (hypotéky a růst ve stavebnictví), lze přepokládat tlak na apreciaci domácí měny, který následně vytvoří tlak na socializaci ztrát domácích držitelů aktiv v zahraniční měně prostřednictvím kurzových intervencí centrální banky. V takovém případě nedochází k významnému zhoršení čisté investiční pozice, neboť rychle rostou zahraniční aktiva centrální banky při současném poklesu zahraničních aktiv privátních subjektů. V důsledku apreciace domácí měny dokonce země realizuje kurzové zisky, a to nejen na úrovni čisté investiční pozice, ale i v rámci čistých nákladů placených z negativní investiční pozice země. Na druhé straně je však vytvářen negativní diferenciál mezi úrokovou výnosností zahraničních aktiv a pasiv, neboť zahraniční aktiva jsou investována do aktiv s nižší rizikovou premií (roste podíl z definice nízkorizikových devizových rezerv na zahraničních aktivech), než je riziková premie poskytnutých cizoměnových bankovních úvěrů.

V případě vysokého sklonu k importu (spotřebitelské úvěry a růst spotřebitelské poptávky) nedochází k apreciačním tendencím díky růstu zhoršování výkonové bilance a tedy ani ke změně struktury zahraničních aktiv ve prospěch aktiv centrální banky. Čistá investiční pozice se díky tomu rychle zhoršuje, což může po určité době vyvolat depreciační tlaky na

domácí měnu s následnými kurzovými ztrátami na úrovni čisté investiční pozice a čistých nákladů placených z negativní investiční pozice.

Závěr

Prezentovaný příspěvek se věnuje teoretické analýze dynamiky čisté investiční pozice vzhledem k HDP a nákladů obsluhy čisté investiční pozice z pohledu základních determinant, resp. jejich očekávaných hodnot. Práce jednoznačně prokázala, že existují významné rozdíly mezi postavením velkých rozvinutých a malých tranzitivních ekonomik z pohledu nákladů, které tyto ekonomiky musí platit v případě, že dlouhodobou kumulací deficitů běžného účtu se jejich čistá investiční pozice stává negativní. Lze prokázat, že v některých případech lze navzdory negativní čisté investiční pozici realizovat pozitivní čisté výnosy. Tento nezvyklý jev je typický spíše pro velké rozvinuté ekonomiky. Z tohoto pohledu je určující vysoký podíl přímých zahraničních investic na straně zahraničních aktiv oproti aktivům dluhové povahy, který vede k relativně vysokým výnosům v podobě dividend a reinvestovaného zisku. Na straně zahraničních pasiv pak mohou tyto ekonomiky významně snížit náklady financování, pokud udržují vysoký podíl pasiv dluhové povahy a navíc pokud je velká část těchto pasiv denominována v domácí měně. V tomto případě velké rozvinuté ekonomiky těží z polohy výnosové křivky, která je obvykle pod výnosovou křivkou tranzitivních ekonomik.

Na druhou stranu z pohledu tranzitivních ekonomik je nastavení faktorů determinace bilance výnosů natolik striktní, že tyto ekonomiky jsou nuceny platit nemalé náklady ze své investiční pozice. Tyto náklady jsou dány postavením tranzitivních ekonomik jako čistých příjemců přímých zahraničních investic na straně zahraničních pasiv a z toho vyplývajících vysokých dividendových nákladů a nákladů v podobě reinvestovaného zisku. Kromě toho působí relativně vysoký podíl málo výnosných zahraničních aktiv centrální banky na zahraničních aktivech země. V důsledku exogenní povahy úrokových výnosností zahraničních aktiv a pasiv nemohou tyto země využít možnosti snížení nákladů zahraničních pasiv denominací významné části pasiv do domácí měny. Naopak v řadě případů dochází v důsledku pozitivního úrokového diferenciálu mezi domácím a zahraničním úvěrovým trhem k eskalaci postavení cizoměnových úvěrů na straně zahraničních pasiv s potenciálně negativními dopady do stability jejich příjemců v případě depreciace domácí měny.

Literatura

- [1] Brůna, K. (2010): *Akumulace devizových rezerv centrálních bank a dynamika absorpce likvidity bankovních systémů České republiky, Polska a Maďarska*. Politická ekonomie, 2010, roč. 58, č. 6, s. 723–746.
- [2] Freund, C. (2000): *Current Account Adjustments in Industrialized Countries*. [on-line], Washington, D. C., Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper č. 692, c2000, [cit. 23. 8. 2011], <<http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2000/692/ifdp692.pdf>>.
- [3] Gourinchas, P. O. – Rey, H. (2005): *International Financial Adjustment*. [on-line], Washington, D. C., National Bureau of Economic Research, Working papers 11155, c2005, [cit. 23. 8. 2011], <<http://www.nber.org/papers/w11155.pdf>>.
- [4] Higgins, M. – Klitgaard, T. – Tille, C. (2005): *The Income implications of Rising U.S. International Liabilities*. Current Issues in Economics and Finance, 2005, roč. 11, č. 12, s. 1-9.
- [5] Lane, P. R. – Milesi-Ferretti, G. M. (2001): *Long-Term Capital Movements*. [on-line], Washington, D. C., National Bureau of Economic Research, Working papers 8366, c2001, [cit. 23. 8. 2011], <<http://www.nber.org/papers/w8366.pdf>>.

- [6] Summers, L. (2006): *Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation*. [on-line], Boston, Harvard University, c2006, [cit. 23. 8. 2011], <http://www.hks.harvard.edu/fs/lsummer/speeches/2006/0324_rbi.html>.
- [7] Tille, C. (2003): *The Impact of Exchange Rate Movements on U.S. Foreign Debt*. *Current Issues in Economics and Finance*, 2003, roč. 9, č. 1, s. 1-7.

Analýza podmínek obsluhy čisté investiční pozice v rozvinutých a tranzitivních ekonomikách

Karel Brůna

ABSTRAKT

Prezentovaný příspěvek se věnuje teoretické analýze dynamiky čisté investiční pozice vzhledem k HDP a nákladů obsluhy negativní čisté investiční pozice z pohledu jejich základních determinant. Je analyzována situace, kdy je negativní čistá investiční pozice spojena čistými výnosy z investiční pozice. Následně je diskutováno, do jaké míry je tato situace možná i v případě tranzitivních ekonomik. Příspěvek poukazuje na významné rozdíly mezi postavením velkých rozvinutých a malých tranzitivních ekonomik z pohledu nákladů čisté investiční pozice. Z tohoto hlediska jsou diskutovány faktory v podobě postavení země jako čistého věřitele/dlužníka z titulu přímých zahraničních investic, pozice měny na zahraničním finančním trhu, exogenity úrokových výnosností zahraničních aktiv a pasiv a v neposlední řadě významu akumulace devizových rezerv centrální banky na celkové bilanci zahraničních aktiv, resp. postavení cizoměnových úvěrů na straně zahraničních pasiv.

Klíčová slova: Čistá investiční pozice; Přímé zahraniční investice; Úrokový diferenciál.

An Analysis of Costs and Revenues of Net Foreign Investment Position in Advanced and Transitive Countries

ABSTRACT

Presented article deals with a theoretical analysis of dynamics of both net international investment position to GDP ratio and net costs of negative investment position in terms of its main determinants. It also analyzes a special case of a link between negative net investment position and positive net revenues. Next it is discussed how far is this case possible in transitive countries. The article points out important differences between a position of large advanced and small transitive economies in case of costs of net investment position. With respect to this main factors as country's position of FDI lender/debtor, country's currency position of investment/invoicing currency, exogeneity of foreign assets and liabilities interest yields and last but not least role of FX reserves accumulation by central bank and position of foreign currency denominated loans on foreign liabilities side are discussed

Key words: Net investment position; FDI; Interest rate differential.

JEL classification: F21, F34, E58.