KONCEPT UDRŽITELNOSTI NEGATIVNÍ ČISTÉ INVESTIČNÍ POZICE A JEHO APLIKACE NA PŘÍKLADU ČESKÉ REPUBLIKY V LETECH 1999–2011

Karel Brůna, Vysoká škola ekonomická v Praze[1]

1. Úvod

Pro tranzitivní ekonomiky je typické, že po relativně dlouhé období realizují deficit běžného účtu platební bilance, který pokrývají čistým přílivem zahraničního kapitálu. Tradičně je v rámci tohoto jevu diskutována otázka rozsahu tohoto deficitu a podmínek jeho dlouhodobé udržitelnosti. Součástí konceptu udržitelnosti deficitu běžného účtu se ve větší míře diskutují faktory stojící za saldem výkonové bilance. Menší pozornost je věnována faktu, že kumulace čistého přílivu zahraničního kapitálu vede nevyhnutelně k negativní čisté zahraniční investiční pozici země (NFA) a že je tak tato země nucena platit čisté náklady z negativní NFA i dlouho poté, co je schopna generovat kladné saldo výkonové bilance. Otázka tedy zní, jak rozsáhlé jsou tyto náklady, zda tyto náklady vykazují zdravé relace vzhledem k ekonomické výkonnosti země a zda je tak negativní NFA v očích zahraničních investorů, kteří poskytují kapitál na její (re) financování, nadále udržitelná. V opačném případě může ekonomika čelit specifickému typu měnové krize, která je spojena s prudkým odlivem zahraničního kapitálu a depreciací domácí měny navzdory přetrvávajícímu přebytku bilance výkonů.

Cílem publikovaného článku je vytvořit ucelenou teoretickou a empirickou analýzu faktorů stojících za náklady spojenými s negativní NFA České republiky. V části 2 je vytvořen formální rámec analýzy se zaměřením na dynamiku NFA vzhledem k HDP a na faktory ovlivňujících náklady obsluhy negativní NFA. Část 3 je zaměřena na formulaci podmínky udržitelnosti NFA v krátkém a dlouhém období. V části 4 jsou analyzovány podmínky, za jakých je potenciálně možné realizovat čisté výnosy z negativní NFA ve vyspělých i tranzitivních ekonomikách. V poslední části je provedena empirická analýza faktorů stojících za zhoršující se NFA a bilancí výnosů ČR a jsou ekonometricky testovány vztahy mezi jednotlivými veličinami definujících podmínku udržitelnosti NFA ČR.

1 Stať vznikla za finanční podpory Grantové agentury České republiky v rámci grantu č. 402/10/0289 „Nestabilita finančních trhů a efektivnost jejich regulace“.

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

Čistá investiční pozice (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 časovému okamžiku T. Zahraniční aktiva lze chápat jako specifické portfolio tvořené přímými zahraničními investicemi, portfoliovými investicemi, deriváty a ostatními investicemi rezidentů vůči nerezidentům a devizovými rezervami centrální banky dané země. Zahraniční pasiva představují portfolio tvořené pohledávkami nerezidentů vůči rezidentům z titulu přímých zahraničních investic, portfoliových investic, derivátů a ostatních investic.

NFA k aktuálnímu okamžiku T je odvozena z NFA ke konci předchozího období (NFA_{T-1}) a operací měnící zahraniční aktiva a pasiva rezidentů za určité období z titulu toků kapitálu souvisejících s financováním salda výkonové bilance (NX_t), salda jednorázových transferů běžné i kapitálové povahy (TR_t), salda čistých výnosů z práce (L_t), salda čistých úrokových a dividendových výnosů/nákladů ze zahraničních aktiv a pasiv a salda zadržených zisků ze zahraničních aktiv a pasiv majetkové povahy a dále pak z hodnotových změn vyplývajících z čistých kapitálových a kurzových zisků/ztrát:

$$\begin{aligned} NFA_T &= NFA_{T-1} + NX_t + TR_t + L_t + \\ &_t + \left[ir_t + div_t + rp_t + cg_t + er_t \left(1 + ir_t + div_t + cg_t + rp_t\right)\right] NFA_{T-1} \end{aligned} \tag{1}$$

kde $ir_t + er_t ir_t$ vyjadřuje průměrnou míru výnosnosti NFA vyplývající z výplaty úroků z aktiv a pasiv dluhové povahy, $div_t + er_t div_t$ představuje průměrnou míru výnosnosti NFA vyplývající z výplaty dividend z aktiv a pasiv majetkové povahy, $rp_t + er_t rp_t$ je průměrná míra zadržených zisků z NFA, $cg_t + er_t cg_t$ představuje průměrnou míru kapitálových zisků/ztrát z NFA odvozenou ze změn tržních cen zahraničních aktiv/pasiv a er_t vyjadřuje míru kurzových zisků/ztrát z NFA odrážející relativní změnu nominálního efektivního kurzu domácí měny vůči zahraničním měnám tvořících portfolio zahraničních aktiv a pasiv. Jednotlivé typy výnosností jsou vždy kalkulovány na bázi čisté výnosnosti z určitého typu aktiva/pasiva v domácí měně.

Rovnice (1) představuje vlastní úpravu výrazu použitého v Millesi-Fereti (2002), který explicitně neodlišuje úrokovou a dividendovou výnosnost, míru zadržených zisků a nepracuje ani s efektem kurzových zisků/ztrát z výnosů/nákladů vyplývajících z NFA. V rámci rovnice (1) představuje výraz $ir_t + div_t + rp_t + cg_t$ celkové procentní výnosy/náklady NFA bez vlivu kurzových změn. Výraz $er_t\left(1 + ir_t + div_t + rp_t + cg_t\right)$ pak představuje procentní velikost kurzových zisků/ztrát vyplývající jak ze samotné NFA, tak i z realizovaných čistých výnosů/nákladů spojených s touto NFA. Celkové náklady/výnosy, které ekonomika platí/získává z NFA, pak představují náklady/výnosy v podobě $\alpha_t = ir_t + div_t + rp_t + cg_t + er_t\left(1 + ir_t + div_t + cg_t + rp_t\right)$. V rámci nákladů/výnosů z NFA lze dále odlišit náklady/výnosy, které jsou spojeny s čistým cash flow mezi rezidenty a nerezidenty $ir_t + div_t + er_t\left(ir_t + div_t\right)$, a náklady/výnosy

vyplývající ze zadržených zisků a z hodnotových změn $rp_t + cg_t + er_t\left(1 + rp_t + cg_t\right)$, které sice v aktuálním období žádné cash flow nevyvolávají, ale mohou být spojeny s kladným/záporným cash flow v budoucích obdobích.

Klíčovým stavovým kritériem udržitelnosti vnější rovnováhy je relace mezi aktuální úrovní NFA a nominálním HDP. 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 NFA vzhledem k HDP bedlivě sledovanou veličinou, která slouží k hodnocení udržitelnosti vnějších obchodních i finančních vztahů ekonomiky, resp. která je využívána jako základní indikátor hrozby měnové krize. Relaci NFA a aktuálního nominálního HDP lze úpravou rovnice (1) vyjádřit jako:

$$\begin{aligned}\frac{NFA_T}{HDP_t} &= \frac{NX_t}{HDP_t} + \frac{TR_t}{HDP_t} + \frac{L_t}{HDP_t} + \\ &+ \frac{1 + ir_t + div_t + rp_t + cg_t + er_t\left(1 + ir_t + div_t + rp_t + cg_t\right)}{1 + \gamma_t} = \\ &= \frac{NX_t}{HDP_t} + \frac{TR_t}{HDP_t} + \frac{L_t}{HDP_t} + \frac{1 + \alpha_t}{1 + \gamma_t} \cdot \frac{NFA_{T-1}}{HDP_{t-1}}\end{aligned} \tag{2}$$

kde γ_t vyjadřuje aktuální tempo růstu nominálního HDP.

V rámci výrazu (2) je dobře patrné, že udržení vnější rovnováhy v dlouhém období předpokládá, že je současně udržitelná jak dynamika výkonové bilance vč. salda transferů a čistých výnosů z práce, tak i podmínky, za nichž je obsluhována stávající NFA. 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 NFA. Vedle toho upozorňuje na skutečnost, že za určitých okolností mohou být náklady/výnosy spojené s NFA mnohem významnější pro dynamiku vlastní NFA a udržitelnost vnější rovnováhy než tradičně sledované saldo výkonové bilance.

Z makroekonomického hlediska je poměr salda výkonové bilance a aktuálního HDP (nx_t) dána součtem rozdílů mezi mírou soukromých úspor (s_t) a investic (i_t) a poměrem salda vládních příjmů (t_t) a výdajů (g_t) k aktuálnímu HDP:

$$nx_t = (s_t - i_t) + (t_t - g_t) \tag{3}$$

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 domácí měny, popř. vynucené změny kurzové politiky, skokového poklesu spotřeby a investic, resp. akcelerujícího veřejného dluhu či nuceného odprodeje státního majetku. V rámci ekonomického modelu lze tuto podmínku specifikovat v podobě určité velikosti, resp. určitého poměru parametrů charakterizujících dynamiku jednotlivých prvků ekonomického systému (pro případ vyspělých ekonomik viz např. Freund, 2000).

V případě tranzitivních ekonomik lze vysledovat 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 zadržených 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 NFA a k nutnosti úhrady z toho vyplývajících nákladů.

Zkušenosti řady asijských exportně zaměřených ekonomik však ukazují, že tento scénář nelze zevšeobecnit a že je nutné akceptovat i poněkud paradoxní situaci, kdy tranzitivní, resp. emerging ekonomiky 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 v rámci kurzové politiky. Jsou tak schopny financovat deficity salda běžného účtu některých vyspělých ekonomik, přičemž jejich NFA se v čase zlepšuje a náklady na její obsluhu se snižují.

3. Udržitelnost čisté investiční pozice v krátkém a dlouhém období pohledem nákladů financování čistých zahraničních aktiv

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

$$\frac{NFA_T}{HDP_t} = \frac{NX_t}{HDP_t} + \frac{TR_t}{HDP_t} + \frac{L_t}{HDP_t} +$$

$$+\frac{\left[1+ir_t^{FA}\left(1-L_T^{FA}\right)+(div_t^{FA}+rp_t^{FA})L_T^{FA}+cg_t^{FA}+er_t\,(1-K_T^{FA})(1+ir_t^{FA}\left(1-L_T^{FA}\right)+(div_t^{FA}+rp_t^{FA})L_T^{FA}+cg_t^{FA})\right]FA_{T-1}}{(1+\gamma_t).HDP_{t-1}} -$$

$$-\frac{\left[1+ir_t^{FL}\left(1-L_T^{FL}\right)+(div_t^{FL}+rp_t^{FL})L_T^{FL}+cg_t^{FL}+er_t\,(1-K_T^{FL})(1+ir_t^{FL}\left(1-L_T^{FL}\right)+(div_t^{FL}+rp_t^{FL})L_T^{FL}+cg_t^{FL})\right]FL_{T-1}}{(1+\gamma_t).HDP_{t-1}} =$$

$$= \frac{NX_t}{HDP_t} + \frac{TR_t}{HDP_t} + \frac{L_t}{\mathrm{HDP_t}} + \frac{1+\beta_t^{FA}}{1+\gamma_t}.\frac{FA_{T-1}}{HDP_{t-1}} - \frac{1+\beta_t^{FL}}{1+\gamma_t}.\frac{FL_{T-1}}{HDP_{t-1}} \qquad (4)$$

kde horní index *FA*, resp. *FL* identifikuje pro veličiny *ir*, *div*, *rp* a *cg* míru úrokové výnosnosti, míru dividendové výnosnosti, míru zadržených zisků a míru kapitálových zisků /ztrát 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 a β_t^{FA}, resp. β_t^{FL} představují velikost procentní výnosnosti ze zahraničních aktiv, resp. pasiv v podobě výrazu

$$ir_t\left(1-L_T\right)+(div_t+rp_t)L_T+cg_t+er_t\,(1-K_T)(1+ir_t\left(1-L_T\right)+(div_t+rp_t)L_T+cg_t)\,.$$

Udržitelnost NFA vyžaduje takovou kombinaci výnosností a poměrů specifikovaných v rovnici (4), které nezpůsobí nárůst poměru *NFA/HDP* na takovou úroveň, jež by zahraničními investory – poskytujícími financující, resp. refinancující kapitál – byla vyhodnocena jako úroveň ohrožující plnou návratnost jejich kapitálu dle podmínek sjednaných s rezidenty země jako čistými zahraničními dlužníky. V případě ekonomik, které mají problémy s rychle rostoucím negativním poměrem *NFA/HDP*, je možné vidět obnovení rovnovážného stavu jako proces naplnění podmínky udržitelnosti ve dvou postupných fázích. V krátkém období udržitelnost NFA nutně vyžaduje stabilizaci poměru *NFA/HDP* (tj. $\Delta\frac{NFA_T}{HDP_t}=0$). V takovém případě musí platit, že:

$$\frac{NX_t}{HDP_t}+\frac{TR_t}{HDP_t}+\frac{L_t}{HDP_t}=-\frac{\alpha_t-\gamma_t}{1+\gamma_t}.\frac{NFA_{T-1}}{HDP_{t-1}} \tag{5}$$

$$\frac{NX_t}{HDP_t}+\frac{TR_t}{HDP_t}+\frac{L_t}{HDP_t}=-\frac{\beta_t^{FA}-\gamma_t}{1+\gamma_t}.\frac{FA_{T-1}}{HDP_{t-1}}+\frac{\beta_t^{FL}-\gamma_t}{1+\gamma_t}.\frac{FL_{T-1}}{HDP_{t-1}} \tag{6}$$

Podoba podmínky udržitelnosti v krátkém období jednoznačně ukazuje, že její dosažení předpokládá, že ekonomika je sama o sobě schopna generovat zdroje na pokrytí nákladů vyplývající z negativní NFA. Splnění podmínky udržitelnosti je o to složitější, že parametry definující tuto podmínku jsou v krátkém období dány, a země tak nemůže využít tradičních vyrovnávacích mechanismů k obnovení rovnováhy. Díky cenové a mzdové rigiditě nemůže v krátkém období působit dostatečně efektivně cenový a důchodový vyrovnávací mechanismus, účinný ovšem nemusí být ani kurzový mechanismus, neboť díky efektu J křivky a negativní NFA znehodnocení domácí měny vyvolává souběžné zhoršení salda výkonové bilance i nárůst nákladů placených z NFA. Na druhé straně za této situace význam kurzového vyrovnávacího procesu spočívá v tom, že pokud investoři postupně správně vyhodnocují zhoršování vnější bilance a promítají to do znehodnocování domácí měny, rychlý nárůst negativního poměru *NFA/HDP* (vyvolaný jak samotným vlivem znehodnocení domácí měny v situaci krátké otevřené devizové pozice země, tak i vlastními náklady z NFA) může být doprovázen pozitivními reálnými efekty v podobě růstu zahraniční konkurenceschopnosti domácího exportu, resp. poklesu konkurenceschopnosti zahraničního importu (tj. překonáním efektu J křivky).

Obecně lze říci, že okamžitá schopnost ekonomiky stabilizovat poměr *NFA/HDP* je dána na jedné straně procentní velikostí nákladů z NFA, na druhé straně pak konkurenceschopností ekonomiky na světovém trhu, resp. bilancí mezi veřejnými a soukromými úsporami a investicemi v podobě poměru přebytku výkonové bilance k HDP a v neposlední řadě reálnou výkonností ekonomiky ve formě určitého tempa ekonomického růstu. Z rovnice (5) je dobře patrné, že znaménko a potřebná velikost poměru bilance výkonů, transferů a výnosů z práce vzhledem k HDP vedoucí ke stabilizaci poměru *NFA/HDP* jsou závislé na tom, zda je tempo nominálního ekonomického růstu větší/menší než celkové procentní náklady placené z NFA (tj. zda γ_t je větší/menší než α_t). Tato podmínka naznačuje, že ekonomika může generovat zdroje k pokrytí nákladů NFA buď v absolutním smyslu slova cestou dostatečného přebytku výkonové bilance a bilance transferů a výnosů z práce, nebo rychlým tempem ekonomického růstu při současně rozumně nízkém deficitu bilance výkonů, transferů a výnosů z práce.

V krátkém období je tak schopnost ekonomiky stabilizovat poměr *NFA/HDP* do značné míry ovlivněna tím, do jaké míry je aktuální fáze ekonomického cyklu tažena ze strany domácí, či zahraniční poptávky (Freund (2000) poukazuje na relace spotřeby/importu a přílivu kapitálu/investic). Za ideální situaci lze označit stav relativně rychlého tempa ekonomického růstu taženého exportem (tj. zahraniční poptávkou), kdy souběžně dochází ke zlepšování výkonové bilance i snížení hodnoty výrazu $\alpha_t - \gamma_t$. Nezbytnou podmínkou tohoto stavu je, že dynamika exportu zůstává v předstihu před exportními příjmy iniciovaným růstem reálných jednotkových mzdových nákladů a spotřeby (tj. rostoucí agregátní poptávka se setkává s vysoce elastickou funkcí agregátní nabídky). Naopak z pohledu naplnění podmínky stabilizace je problematická zejména kombinace prudkého ekonomického zpomalení, jehož zdroj leží na straně zahraniční poptávky, při současně rychlé dynamice importu vyplývající z vysoké domácí soukromé/veřejné spotřebitelské a investiční poptávky a rychle rostoucích jednotkových mzdových nákladů (tj. agregátní poptávka klesá při vysoce neelastické funkci agregátní nabídky). V takovém případě naplnění podmínky udržitelnosti v krátkém období nutně vyžaduje provedení restriktivní fiskální a měnové politiky zaměřené na skokový pokles domácí absorpce a reálných jednotkových mzdových nákladů.

V dlouhém období lze předpokládat, že naplnění krátkodobé podmínky stabilizace poměru *NFA/HDP* není postačující k udržení důvěry investorů a že udržitelnost NFA nutně vyžaduje trendový pokles poměru *NFA/HDP* na bezpečnější úroveň (tj. musí platit, že po určitou dobu $\Delta \frac{NFA_T}{HDP_t} > 0$), přičemž rychlost snižování tohoto poměru bude dostatečná k udržení důvěry zahraničních investorů. V horizontu následujících let tedy musí platit, že:

$$\frac{NX_t}{HDP_t}+\frac{TR_t}{HDP_t}+\frac{L_t}{HDP_t}+\frac{\alpha_t-\gamma_t}{1+\gamma_t}.\frac{NFA_{T-1}}{HDP_{t-1}}\geq\delta_t \tag{7}$$

$$\frac{NX_t}{HDP_t}+\frac{TR_t}{HDP_t}+\frac{L_t}{HDP_t}+\frac{\beta_t^{FA}-\gamma_t}{1+\gamma_t}.\frac{FA_{T-1}}{HDP_{t-1}}-\frac{\beta_t^{FL}-\gamma_t}{1+\gamma_t}.\frac{FL_{T-1}}{HDP_{t-1}}\geq\delta_t \tag{8}$$

kde δ_t vyjadřuje minimální rychlost snižování poměru *NFA/HDP* (v procentních bodech) akceptovatelnou zahraničními investory k zajištění dalšího financování negativní NFA. Naplnění dlouhodobé podmínky udržitelnosti předpokládá, že simultánní vztahy mezi jednotlivými veličinami v rámci podmínky udržitelnosti mají ekonomicky takovou povahu, která vykazuje schopnost celkového obnovení konkurenční pozice ekonomiky na světovém trhu prostřednictvím přizpůsobení kurzových, cenových i důchodových poměrů v ekonomice, které umožní ekonomice snížit náklady spojené s NFA prostřednictvím kumulace přebytků běžného účtu platební bilance. To s sebou nutně nese relativní pokles jednotkových nákladů, obnovení rovnováhy soukromých úspor a investic (dopad úspor bilanci běžného účtu viz Sandri, 2011) a fiskální konsolidaci. Hrozbou pro úspěšnost tohoto procesu je naopak dlouhodobé podvázání ekonomického růstu, které je spojeno s poklesem agregátní poptávky vyvolané restrikcí soukromých a veřejných výdajů.

Pokles poměru *NFA/HDP* musí být nevyhnutelně „odpracován" přes (rostoucí) přebytek výkonové bilance, tj. vedle výdajové restrikce zejména přizpůsobením (obnovením konkurenceschopnosti) nabídkové strany ekonomiky (dopady permanentního šoku v produktivitě na NFA viz Ghironi, İşcan a Rebucci, 2005). To je v zásadě možné pouze tehdy, pokud je dynamika ekonomického růstu tažena exportem (s následným přenosem do růstu spotřeby odvozené od rostoucích mezd podložených růstem produktivity práce) a obnovení rovnováhy neleží výhradně na straně omezení domácí absorpce (role přílivu zahraničního kapitálu v tomto procesu je analyzována v Mandel a Tomšík, 2008). Rychlost procesu obnovení rovnováhy v neposlední řadě závisí na tempu poklesu nákladů negativní NFA, ať již na straně čistých úrokových nákladů a placených dividend nebo hodnotových změn. Z tohoto hlediska je tak klíčovou otázkou, do jaké míry jsou náklady NFA dány exogenně, resp. do jaké míry jsou ovlivnitelné vlastními vyrovnávacími procesy. Specifickou záležitostí je v tomto kontextu vazba mezi stavovými, resp. tokovými kritérii vnější rovnováhy (čistou investiční pozicí země, resp. poměrem výkonové bilance (běžného účtu) vzhledem k HDP) a rizikové prémie placené domácími subjekty ze zahraničních aktiv. Zajímavým problémem je povaha vztahu mezi výkonovou bilancí a ziskovostí domácích exportérů prostřednictvím efektu vlastnictví exportních firem (domácí vs. zahraniční investoři). V neposlední řadě jde také o celkový význam přizpůsobení kurzu pro obnovení konkurenceschopnosti v rámci jednotkových mzdových nákladů a pro udržitelnost nákladů NFA.

4. Analýza ekonomických podmínek realizace čistých výnosů/nákladů z negativní čisté investiční pozice v případě vyspělých a tranzitivních ekonomik

Podmínka dosažení kladné bilance výnosů při negativní čisté investiční pozici v kontextu udržitelnosti čisté investiční pozice země

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. Lze očekávat, že negativní NFA je za normálních okolností spojena s platbou čistých nákladů v rámci bilance výnosů. Negativní NFA tak může generovat přebytek bilance výnosů pouze za splnění specifické 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:

$$\frac{ir_t^{FA}\left(1-L_T^{FA}\right)+(\mathrm{div}_t^{\mathrm{FA}}+rp_t^{FA})L_T^{FA}+er_t^{FA}(1-K_T^{FA})(1+ir_t^{FA}\left(1-L_T^{FA}\right)+(\mathrm{div}_t^{\mathrm{FA}}+rp_t^{FA})L_T^{FA})}{ir_t^{FL}\left(1-L_T^{FL}\right)+(\mathrm{div}_t^{\mathrm{FL}}+rp_t^{FL})L_T^{FL}+er_t^{FL}(1-K_T^{FL})(1+ir_t^{FL}\left(1-L_T^{FL}\right)+(\mathrm{div}_t^{\mathrm{FL}}+rp_t^{FL})L_T^{FL})} > \frac{FL_{T-1}}{FA_{T-1}} \qquad (9)$$

Je otázkou, do jaké míry je tato podmínka obecně dosažitelná, resp. zda z ekonomického hlediska existují rozdíly mezi možností dosáhnout této podmínky ze strany vyspělých a tranzitivních ekonomik. Zdá se, že existují některé významné odlišnosti v některých parametrech ekonomického systému vyspělých a tranzitivních ekonomik, které způsobují, že dosažení této podmínky je spíše vzácnou záležitostí, a to i v případě vyspělých ekonomik, a že naopak tranzitivní ekonomiky musí počítat s tím, že jejich náklady placené z negativní NFA mohou být v relaci k HDP vyšší než by vyplývalo z poměru negativní NFA k HDP.

Odlišnost majetkové, resp. dluhové struktury zahraničních aktiv a pasiv

Negativní NFA je přirozeně spojována s negativní bilancí výnosů v rámci platební bilance. Jak však na příkladu americké ekonomiky ukazují Tille (2003), Higgins, Klitgaard a Tille (2005) a Higgins a Klitgaard (2007), za určitých okolností je možné, že ekonomika dlouhodobě vykazuje přebytek bilance výnosů (po vyloučení položek, jež nemají spojitost s čistými náklady na investiční pozici země) i navzdory významně negativní bilanci NFA. Tento paradox vychází v prvé 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. Autoři poukazují 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 ekono-

mik s dlouhodobým přebytkem běžného účtu. Na druhé straně – oproti praxi vyspělých ekonomik – je negativní bilance NFA USA a vysoký podíl dluhových zahraničních pasiv výsledkem kumulací deficitu běžného účtu a specifického způsobu jeho financování v podobě přílivu převážně dluhového kapitálu projevujícím se 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 NFA vyplývající z kumulace deficitní bilance 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 nákladná 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 obecně $div + rp > ir$). 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 efektivnosti (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 akvírovaných 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.

Pro tranzitivní ekonomiky je tak hlediska faktorů ovlivňujících náklady obsluhy NFA typické, že jsou v pozici významných čistých příjemců zahraničního kapitálu ve formě přímých zahraničních investic, které tak na straně pasiv NFA obvykle dominují nad zahraničními zdroji dluhové povahy. Společným rysem tranzitivních ekonomik je také významný podíl devizových rezerv na straně zahraničních aktiv, který je výsledkem aktivity centrálních bank při ovlivňování kurzu prostřednictvím kurzových intervencí (viz Brůna a Durčáková, 2012). Tato politika vychází z předpokladu, že udržitelným zdrojem ekonomického růstu v malých tranzitivních ekonomikách je ve většině případů dynamika růstu čistého exportu a nikoli růstu spotřeby. Je proto příznačné, že centrální banky intervenují na devizovém trhu v zájmu udržení konkurenceschopnosti 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.

Lze tak předpokládat, že tranzitivní ekonomiky jsou vzhledem ke struktuře zahraničních aktiv a pasiv nuceny platit relativně vysoké čisté náklady z NFA. 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 vykazovat dlouhodobě významné deficity i navzdory přechodu ekonomiky do ekonomické fáze charakterizované přebytkem výkonové bilance. Svoji roli při udržitelnosti negativní NFA těchto zemí však 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 i na první pohled paradoxní stav, kdy zhoršující se NFA a bilance výnosů jsou doprovázeny apreciací domácí měny reagující primárně na zlepšující se saldo bilance výkonů.

Problém endogenity úrokového diferenciálu ve vztahu k měnové struktuře zahraničních aktiv a pasiv a rizikové prémii

Dalším faktorem velikosti nákladů z NFA je spread úrokových výnosností mezi zahraničními aktivy a pasivy dluhového charakteru, jehož úroveň a dynamika v čase jsou dány měnovou strukturou těchto aktiv a pasiv a inkasovanou/placenou rizikovou prémií. Faktor měnové struktury determinuje, do jaké míry je úroková výnosnost dluhových zahraničních aktiv a pasiv dána exogenně polohou a sklonem výnosových křivek bezrizikových úrokových sazeb na zahraničních trzích, resp. výnosových křivek zahraničních měn tvořících portfolio dluhových zahraničních aktiv a pasiv, a do jaké míry působí na čisté úrokové náklady domácí faktory, resp. dynamika domácí výnosové křivky bezrizkových úrokových sazeb (viz Higgins a Klitgaard, 2005). V případě, že jsou zahraniční aktiva a pasiva denominována výhradně v zahraniční měně (tj. $K_T^{FA} = K_T^{FL} = 0$), je bezriziková úroková výnosnost zahraničních aktiv a pasiv 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 ekonomických fundamentů a chování centrálních bank v cizích zemích a tím ovlivňovat změny polohy a sklonu výnosových křivek na mezinárodních peněžních a dluhopisových trzích.

V případě velkých a uzavřených vyspělých ekonomik, jejichž měna je v pozici rezervní, resp. fakturační či investiční měny, lze však zaznamenat významnou disproporci mezi měnovou strukturou zahraničních aktiv a pasiv (viz Tille, 2003), když podíl domácí měny na zahraničních pasivech může být významně vyšší než na zahraničních aktivech (tj. K_T^{FA} a $K_T^{FL} > 0$, kdy K_T^{FA} je významně menší než K_T^{FL}). V takovém případě je bezriziková úroková výnosnost zahraničních pasiv endogenní v tom smyslu, že je z velké části determinována domácími faktory (dynamikou inflace a ekonomic-

kého 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 (jde o problém synchronizace ekonomického a inflačního cyklu a trendových změn hlavních úrokových sazeb).

Lze také obecně předpokládat, že v případě rezervních měn je úroková výnosnost zahraničních pasiv 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 reálné úrokové sazby v kontextu relativně slabého ekonomického růstu, resp. nízké mezní efektivnosti investic, že těží z nízké inflační prémie s ohledem na nízkou míru inflace a v neposlední řadě že hradí nízké rizikové prémie díky obvykle vysokému úvěrovému ratingu a relativně vysoké rizikové averznosti investorů vůči emerging trhům. Tvoří-li pak stranu zahraničních aktiv ve významné míře aktiva z rozvíjejících se ekonomik, které pracující s obecně vyšší reálnou úrokovou sazbou, očekávanou inflací i rizikovou prémií, mohou vyspělé ekonomiky inkasovat kladné úrokové výnosy i navzdory tomu, že je jejich čistá pozice v podobě zahraničních dluhových aktiv a pasiv 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. Příčinou je skutečnost, že navzdory případné účetně vyjádřené negativní čisté investiční pozici může být v důsledku vysokého podílu zahraničních pasiv denominovaných v domácí měně jejich devizová pozice ve skutečnosti dlouhá, tj. z hlediska budoucího kurzového vývoje jsou tyto ekonomiky v pozici spekulanta na znehodnocení domácí měny. Konvergencí vyvolaná depreciace jejich měn vede logicky ke kurzovým ziskům zlepšujícím jejich čistou investiční pozici i čisté úrokové výnosy.

V případě malých otevřených ekonomik (typický rys velké části tranzitivních ekonomik) lze považovat za logické, že úrokové výnosnosti zahraničních aktiv a pasiv jsou z titulu měnové struktury dány exogenně, neboť jejich měna není na zahraničních trzích v pozici rezervní, fakturační či 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 NFA. Z hlediska spekulace na budoucí pohyb domácí měny jsou naopak tyto ekonomiky vzhledem k negativní čisté investiční pozici danou kumulovaným deficitem běžného účtu v situaci spekulanta na zhodnocení domácí měny.

NFA tranzitivních ekonomik může být naopak významně ovlivněna dlouhodobým pozitivním diferenciálem domácí a zahraniční úrokové hladiny, který vede domácí subjekty k preferenci zahraniční měny při denominaci bankovních úvěrů/emisí obligací. Subjekty se tak vymaňují z restriktivního charakteru vysokých domácích nominálních úrokových sazeb (i když v reálné výši mohou být úrokové sazby nízké) snížením nákladů financování při současném zvýšení expozice vůči kurzovému riziku, čímž se dostávají do stejné pozice jako spekulant v rámci strategie carry trades). 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 NFA 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, resp. nízké exportní výkonnosti aktiv financovaných přílivem zahraničního kapitálu. V této souvislosti je zřejmé, že příliv zahraničního kapitálu vyvolává tlak na růst podílu z hlediska nákladů dražších dluhových pasiv s delší splatností na celkových zahraničních pasivech. Na druhé straně není zcela jasné, do jaké míry růst zahraničních pasiv vyvolá růst zahraničních aktiv.

V tomto smyslu je možné identifikovat dva základní scénáře – v případě, že sklon k importu je relativně nízký a exportní výkonnost aktiv je vysoká (typicky případ financování firemních investic do nové produkční kapacity), lze v důsledku přílivu kapitálu přepokládat tlak na apreciaci domácí měny, který následně vytvoří tlak na socializaci ztrát domácích držitelů aktiv v zahraniční měně, popř. exportérů prostřednictvím kurzových intervencí centrální banky. V takovém případě nedochází k významnému zhoršení NFA, 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 negativní NFA, ale i v rámci čistých nákladů z ní placených. 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 prémií (roste podíl nízkorizikových devizových rezerv na zahraničních aktivech), než je riziková prémie poskytnutých cizoměnových bankovních úvěrů. Naopak v případě vysokého sklonu k importu a nízké exportní výkonnosti aktiv (typicky případ financování spotřeby) nedochází k apreciačním tendencím díky zhoršování výkonové bilance a tedy ani ke změně struktury zahraničních aktiv ve prospěch aktiv centrální banky. NFA se díky tomu rychle zhoršuje, což může po určité době vyvolat depreciační tlaky na domácí měnu s následnými kurzovými ztrátami na úrovni NFA a čistých nákladů placených z negativní investiční pozice.

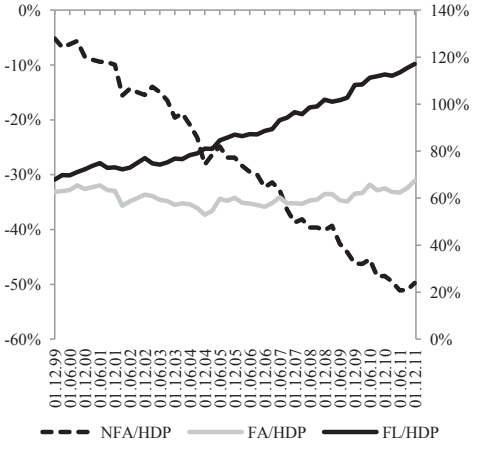
Na druhé straně preference cizoměnových zdrojů financování domácí soukromé či vládní spotřeby a investic poukazuje na problém endogenity úrokové výnosnosti zahraničních pasiv, která v případě tranzitivních ekonomik vyplývá z endogenní povahy rizikové prémie, která je potenciálně silně nelineární funkcí poměru negativní

NFA ku HDP. Negativní diferenciál úrokových výnosnosti zahraničních aktiv a pasiv tak nemusí být pouze záležitostí diferenciálu ekonomických fundamentů mezi tranzitivními a vyspělými ekonomikami, ale může reflektovat důvěru v udržitelnost NFA ze strany zahraničních investorů poskytujících financování a reflektujících zvýšenou pravděpodobnost defaultu země.

5. Analýza nákladů a udržitelnosti čisté investiční pozice České republiky v letech 2000–2011

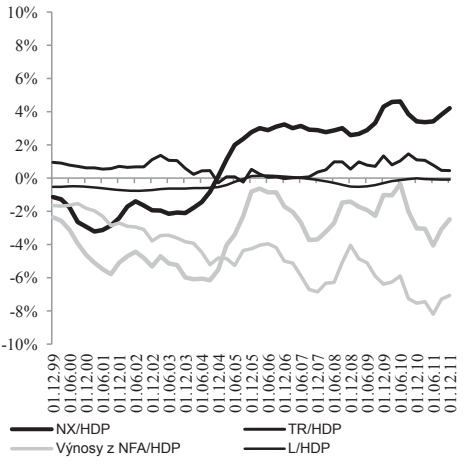
Empirická část práce obsahuje analýzu dynamiky NFA České republiky (ČR) a analýzu faktorů, které ovlivňují dynamiku nákladů placených z NFA ČR za období 2000–2011. V rámci grafu 1 je dobře patrné trendové zhoršování poměru NFA a HDP z hodnot okolo -5 % až na více jak -50 %. Graf 2 následně ukazuje, že příčinou stojící za tímto trendem je skutečnost, že domácí ekonomika není schopna z ekonomického hlediska generovat zdroje v podobě přebytku výkonové bilance, bilance běžných a kapitálových transferů a výnosů z práce, které budou schopny kontinuálně pokrývat náklady spojené s negativní čistou investiční pozicí v podobě negativní bilance dividend, úroků a reinvestovaného zisku. Disproporce mezi ekonomickými zdroji a náklady z NFA dosahuje okolo -5 až -6 % HDP do roku 2004, od té doby se v souvislosti s prudkým zlepšením výkonové bilance (resp. obchodní bilance) posouvá v průměru na hladinu -2 až -3 %. V rámci grafu 1 je tak možné pozorovat, že tato disproporce vyžaduje získání dodatečných finančních zdrojů od zahraničních investorů výrazně nad rámec tempa růstu nominálního HDP, neboť relace zahraničních pasiv a HDP kontinuálně roste při stagnaci poměru zahraničních aktiv a HDP.

Graf 1
Čistá investiční pozice, zahraniční aktiva a pasiva (pr. osa) vzhledem k HDP (v %, čtvrtletní data)



Zdroj: ČNB, vlastní výpočty

Graf 2
Výkonová bilance, bilance transferů, výnosů z práce a z NFA vzhledem k HDP (v %, čtvrtletní data)



Zdroj: ČNB, vlastní výpočty

Příčinou tohoto stavu není obecně nízká exportní výkonnost domácí ekonomiky (přebytek výkonové bilance postupně narůstá až na cca 4 % HDP), ale naopak relativně vysoké náklady, které je tuzemská ekonomika nucena platit z rychle rostoucí negativní NFA. Graf 2 ukazuje, že náklady z negativní NFA trendově rostou, přičemž kulminují na konci sledovaného období, kdy dosahují hladiny 8 % HDP. Vzhledem k tomu, že v rámci dostupných dat nejsou k dispozici údaje o realizovaných kapitálových ziscích/ztrátách (realizované kurzové zisky z úrokových a dividendových výnosů a reinvestovaných zisků jsou součástí zveřejňovaných dat), je pro analýzu příčin vysokých nákladů placených z NFA použito modifikované verze definované v teoretické části práce:

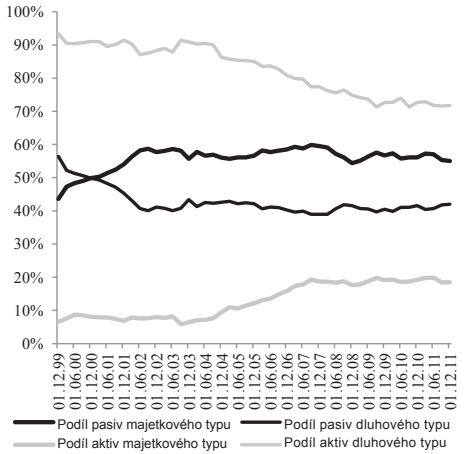
$$\frac{\text{náklady z NFA}}{HDP_t} = \frac{\beta_t^{*FA} FA_t - \beta_t^{*FL} FL_t}{HDP_t}$$

$$\beta_t^{*\mathrm{FA}} = ir_t^{\mathrm{FA}}\left(1 - L_T^{\mathrm{FA}}\right) + (div_t^{\mathrm{FA}} + rp_t^{\mathrm{FA}})L_T^{\mathrm{FA}} + er_t^{\mathrm{FA}}(1 + ir_t^{\mathrm{FA}}\left(1 - L_T^{\mathrm{FA}}\right) + (div_t^{\mathrm{FA}} + rp_t^{\mathrm{FA}})L_T^{\mathrm{FA}})$$

$$\beta_t^{*\mathrm{FL}} = ir_t^{\mathrm{FL}}\left(1 - L_T^{\mathrm{FL}}\right) + (div_t^{\mathrm{FL}} + rp_t^{\mathrm{FL}})L_T^{\mathrm{FL}} + er_t^{\mathrm{FL}}(1 + ir_t^{\mathrm{FL}}\left(1 - L_T^{\mathrm{FL}}\right) + (div_t^{\mathrm{FL}} + rp_t^{\mathrm{FL}})L_T^{\mathrm{FL}})$$

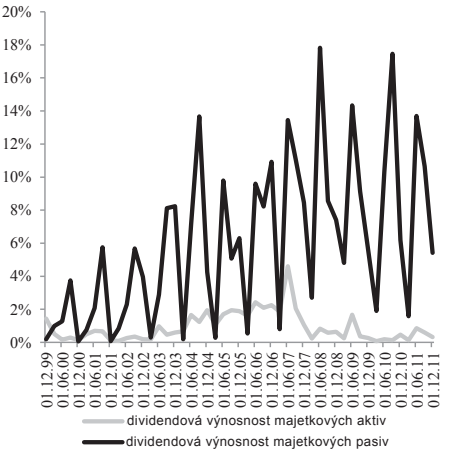
Ukazuje se, že ČR vykazuje typické znaky tranzitivních ekonomik, tzn. že náklady placené ze zahraničních pasiv jsou poměrně vysoké ve srovnání s výnosy ze zahraničních aktiv ($\beta_t^{*FA} < \beta_t^{*FL}$). Jednou z příčin je skutečnost (viz graf 3), že z ekonomického hlediska nákladný kapitál majetkové povahy tvoří na straně zahraničních pasiv cca 55–60% podíl, což je dáno dlouhodobě pozitivní bilancí přílivu přímých zahraničních investic a následnou reinvesticí zisku z těchto aktiv, zatímco na straně zahraničních aktiv tvoří podíl max. 20 %, jenž logicky vychází ze stále relativně nízké aktivity tuzemských investorů na zahraničních trzích v rámci přímých zahraničních investic (tj. $L_T^{FA} < L_T^{FL}$). Naopak na straně zahraničních aktiv jednoznačně dominují potenciálně méně výnosná dluhová aktiva tvořená devizovými rezervami ČNB (podíl 35–50 % na zahraničních dluhových aktivech).

Graf 3
Struktura zahraničních aktiv a pasiv (v %, čtvrtletní data)



Zdroj: ČNB, vlastní výpočty

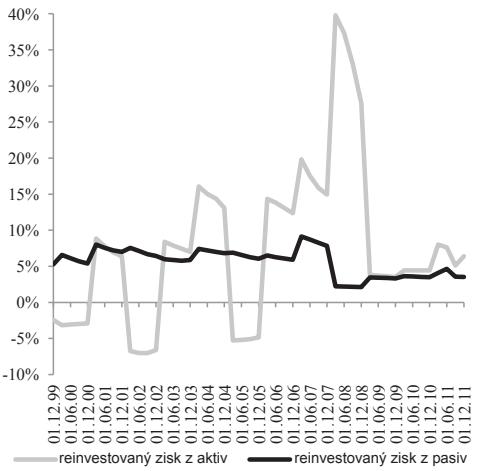
Graf 4
Dividendová výnosnost zahr. aktiv a pasiv (v %, čtvrtletní data, anualizováno)



Zdroj: ČNB, vlastní výpočty

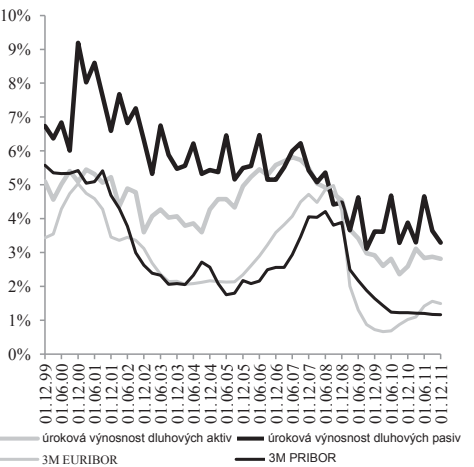
Vedle nepříznivé struktury zahraničních aktiv a pasiv stojí za vysokými náklady NFA vysoké rozpětí mezi dividendovou výnosností majetkových zahraničních pasiv a aktiv (tj. (viz graf 4). V průměru za sledované období činí diferenciál dividendových výnosností cca 5 procentních bodů. Navzdory vysoké volatilitě dividendové výnosnosti pasiv je ale až do roku 2007 udržováno průměrné rozpětí na přijatelné úrovni cca 3–4 procentních bodů, s nástupem finanční krize však toto rozpětí významně narůstá až na úroveň okolo 7–8 procentních bodů díky prudkému propadu dividendové výnosnosti zahraničních aktiv při stagnaci, resp. jen mírném poklesu výnosnosti zahraničních pasiv. Zdá se tak, že finanční a následná ekonomická krize nijak podstatně nezasahují ziskovost tuzemských firem ve vlastnictví zahraničních subjektů, což jim umožňuje následovat politiku stabilní dividendové výnosnosti, zatímco ziskovost tuzemských akvizic v zahraničí byla podstatně oslabena s přirozeným dopadem do dividendové výnosnosti zahraničních aktiv.

Graf 5
Míra reinvestovaného zisku ze zahraničních aktiv a pasiv (v %, čtvrtletní data, anualizováno)



Zdroj: ČNB,vlastní výpočty

Graf 6
Úroková výnosnost zahraničních aktiv a pasiv (v %, čtvrtletní data, anualizováno)



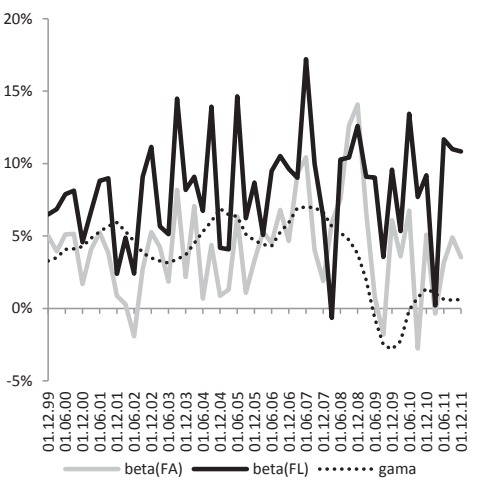
Zdroj: ČNB, vlastní výpočty

Tento předpoklad se ale ukazuje správným pouze v případě snížení ziskovosti zahraničních investic tuzemců, když graf 5 potvrzuje vedle poklesu dividendové výnosnosti také významný pokles míry reinvestovaného zisku ze zahraničních aktiv oproti letům 2006–08. Totéž je však dobře patrné také v případě míry reinvestovaného zisku ze zahraničních pasiv, když se předkrizová úroveň míry reinvestovaného zisku okolo 7 % skokově snižuje na hodnoty srovnatelné s mírou reinvestovaného zisku zahraničních aktiv, tj. na cca 3–4 %. To znamená, že udržení stabilní dividendové výnosnosti zahraničních pasiv je možné jen na úkor poklesu míry reinvestovaného zisku. Z hlediska nákladů placených z negativní NFA je působení míry reinvestovaného zisku

pozitivní, neboť průměrná míra reinvestovaného zisku ze zahraničních aktiv je vyšší než u zahraničních pasiv (tj. $rp_t^{FA} > rp_t^{FL}$) o dva procentní body. Jak již ale bylo dříve poznamenáno, efekt této skutečnosti na pokles nákladů je významně omezen nízkým podílem aktiv majetkového typu na celkovém objemu zahraničních aktiv.

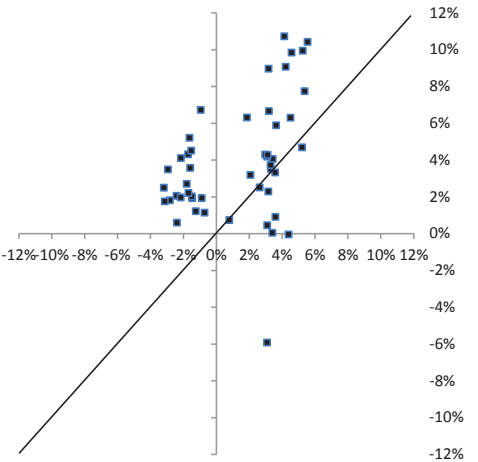
V neposlední řadě stojí za vysokými náklady placenými z NFA pozitivní diferenciál mezi úrokovou výnosností zahraničních dluhových pasiv a aktiv (graf 6). Diferenciál úrokových výnosností je vysoký zejména na počátku sledovaného období až do roku 2005, v rámci kterého kulminuje na straně zahraničních aktiv vysoký podíl devizových rezerv ČNB a kdy klesají úrokové sazby na zahraničních trzích. Následný pokles průměrné velikosti diferenciálu úrokových výnosností je ovlivněn jak růstem zahraničních úrokových sazeb, tak zlepšující se ekonomickou situací tuzemské ekonomiky, jež omezuje kreditní prémii placenou tuzemskými firmami, i postupným zvyšování ratingu ČR, který se projevuje v poklesu kreditní prémie dluhopisů emitovaných vládou na zahraničních trzích. Přesto však diferenciál úrokových výnosností zahraničních aktiv a pasiv dosahuje ve sledovaném období úrovně okolo -1,3 procentního bodu.

Graf 7
Hodnoty $\beta_t^{*FA}, \beta_t^{*FL}$ a γ_t
(v %, čtvrtletní data, anualizováno)



Zdroj: vlastní výpočty

Graf 8
Vztah (NX_t+TR_t+L_t)/HDP_t (osa x) vůči
$$-\frac{\beta_t^{FA}-\gamma_t}{1+\gamma_t}\cdot\frac{FA_{T-1}}{HDP_{t-1}}+\frac{\beta_t^{FL}-\gamma_t}{1+\gamma_t}\cdot\frac{FL_{T-1}}{HDP_{t-1}}$$ **(osa y)**
(v %, čtvrtletní data)



Zdroj: vlastní výpočty

Z hlediska udržitelnosti NFA lze tak v konečném důsledku konstatovat, že za stávající situace není ČR schopna trvale dosahovat ani krátkodobé, natož pak dlouhodobé podmínky udržitelnosti. Základním problémem je jednak přetrvávající kladný diferenciál mezi celkovou výnosností zahraničních pasiv a aktiv, jehož složky byly analyzovány výše, jednak tempo růstu HDP, které ve většině případů nedosahuje

výnosnosti zahraničních pasiv (graf 7). Po započtení schopnosti tuzemské ekonomiky generovat zdroje na pokrytí těchto nákladů je dobře patrné (graf 8), že determinanty na straně čistých nákladů placených z NFA (viz pravá strana rovnice 6) obvykle převyšují zdroje produkované ekonomikou ČR (levá strana rovnice 6). Většina bodů v grafu 8 tak leží nad přímkou vedenou pod úhlem 45°, která značí dosažení krátkodobé podmínky udržitelnosti NFA. V konečném důsledku je tak možné očekávat postupné zhoršování poměru NFA a HDP, resp. stabilizace tohoto poměru nutně předpokládá významné zlepšení poměru přebytku výkonové bilance na HDP a tempa růstu HDP při současném poklesu negativního diferenciálu výnosností zahraničních aktiv a pasiv.

Velikost korelačních koeficientů mezi jednotlivými faktory podmínky udržitelnosti NFA vč. dynamiky CZK a EUR referenčních úrokových sazeb (tabulka 1) ukazuje na některé vztahy, které jsou klíčové pro dlouhodobou udržitelnost NFA v případě ČR. Dle logiky výpočtu korelačního koeficientu tyto vztahy nemusí nutně představovat existenci kauzální závislosti mezi jednotlivými proměnnými, ale pouze společný (trendový) směr pohybu. Z hlediska schopnosti ekonomiky vytvořit zdroje snižující poměr *NFA/HDP* je v prvé řadě důležité, že ekonomický růst a poměr *NX*/*HDP*, resp. (*NX*+*TR*+*L*)/*HDP* jsou ve sledovaném období slabě negativně korelovány (korel. koef. -0,38, resp. -0,45). Zdá se tak, že poměr *NFA/HDP* je do určité míry anticyklický vzhledem k ekonomickému cyklu vyvolanému zahraniční poptávkou, tj. cyklickému chování výkonové bilance.

Za druhé se ukazuje jako klíčová vazba mezi poměrem *NX/HDP*, resp. (*NX*+*TR*+*L*)/*HDP* a náklady, které země platí z rostoucího objemu zahraničních pasiv. Díky významnému zvýšení poměru *NX/HDP*, resp. (*NX*+*TR*+*L*)/*HDP*, ale také s ohledem na pokles CZK a EUR referenčních sazeb, se neprokazuje obava z absolutního růstu úrokových nákladů (kor. koef. -0,78, resp. -0,79 mezi *NX/HDP,* resp. (*NX*+*TR*+*L*)/*HDP* a ir^{FL} a kor. koef. 0,6, resp. 0,7 pro ir^{FL} a IR_{CZK}, resp. IR_{EUR}). Hodnocení obdobné korelace s prémií nad 3M referenční úrokové sazby je komplikované vzhledem k tomu, že tato prémie se mění nejen v důsledku změn rizikové prémie, ale také se změnami sklonu výnosové křivky a termínové struktury dluhových zahraničních pasiv. Růst poměru *NX/HDP*, resp. (*NX*+*TR*+*L*)/*HDP* na druhé straně není spojen s růstem míry reinvestovaných zisků (kor. koef. -0,51, resp. -0,56), což při výše diskutovaném poklesu ziskovosti majetkových zahraničních pasiv naznačuje, že ziskovost tuzemských firem vlastněných zahraničními investory je zřejmě ve větší míře determinována domácí než zahraniční poptávkou (kor. koef. mezi rp^{FL} a γ činí 0,66). Z pohledu (re)financování NFA je také zajímavé, že navzdory klesají míře reinvestovaných i celkových zisků lze identifikovat pozitivní korelaci mezi (rostoucím) poměrem *NX/HDP*, resp. (*NX*+*TR*+*L*)/*HDP* a (rostoucí) mírou dividendové výnosnosti ze zahraničních pasiv (kor. koef. shodně 0,49).

Jednoznačně kladně lze hodnotit vysokou pozitivní korelaci mezi schopností ekonomiky generovat ekonomické zdroje a rostoucím poměrem mezi zahraničními pasivy a HDP (kor. koef. mezi *NX/HDP*, resp. (*NX*+*TR*+*L*)/*HDP* a *FL/HDP* činí 0,89, resp. 0,91). Vedle exportní výkonnosti je s poměrem *FL/HDP* poměrně úzce provázána i dynamika dividendových nákladů placených ze zahraničních pasiv (kor. koef.

mezi *FL/HDP* a div^{FL} dosahuje úrovně 0,51). Vzhledem k tomu, že i přes růst poměru *FL/HDP* úrokové náklady a reinvestovaný zisk ze zahraničních pasiv klesají (kor. koef. mezi *FL/HDP* a ir^{FL}, resp. rp^{FL} jsou -0,83, resp. -0,66), lze růst poměru *FL/HDP* propojit s přílivem zahraničního kapitálu, který financuje rostoucí míru dividendové výnosnosti zahraničních pasiv, jejíž úroveň přesahuje tempo, jakým je ekonomika schopna generovat zdroje přes kladnou bilanci výkonů, transferů a čistých výnosů z práce.

Tabulka 1
Korelační koeficienty mezi jednotlivými faktory podmínky udržitelnosti čisté investiční pozice

	er_t	γ_t	IR_{CZK}	IR_{EUR}	div_t^{FA}	div_t^{FL}	rp_t^{FA}	rp_t^{FL}	ir_t^{FA}	ir_t^{FL}	$\frac{NX_t}{HDP_t}$	$\frac{NX_t+TR_t+L_t}{HDP_t}$	$\frac{FA_T}{HDP_t}$	$\frac{FL_T}{HDP_t}$
er_t	1													
γ	-0.22	1												
IR_{CZK}	-0.17	0.47	1											
IR_{EUR}	-0.14	**0.69**	**0.85**	1										
div_t^{FA}	-0.04	0.46	-0.12	0.12	1									
div_t^{FL}	-0.02	-0.13	-0.35	-0.18	0.34	1								
rp_t^{FA}	-0.04	0.24	0.03	0.31	0.21	0.30	1							
rp_t^{FL}	-0.20	**0.66**	0.27	0.33	0.42	-0.30	-0.27	1						
ir_t^{FA}	-0.22	**0.80**	**0.67**	**0.85**	0.45	-0.23	0.20	0.57	1					
ir_t^{FL}	-0.18	**0.60**	**0.70**	**0.65**	0.09	-0.38	-0.22	**0.65**	**0.67**	1				
$\frac{NX_t}{HDP_t}$	0.11	-0.38	-0.61	-0.42	0.26	**0.49**	0.31	**-0.51**	-0.33	**-0.78**	1			
$\frac{NX_t+TR_t+L_t}{HDP_t}$	0.12	-0.45	-0.61	-0.44	0.19	**0.49**	0.29	**-0.56**	-0.38	**-0.79**	**0.99**	1		
$\frac{FA_T}{HDP_t}$	0.40	-0.46	0.16	-0.02	-0.44	-0.11	-0.27	-0.29	-0.26	-0.01	-0.04	0.04	1	
$\frac{FL_T}{HDP_t}$	0.16	**-0.59**	**-0.64**	-0.51	-0.04	**0.51**	0.29	**-0.66**	**-0.60**	**-0.83**	**0.89**	**0.91**	0.22	1

IR_{CZK} = 3M PRIBOR, IR_{EUR} = 3M EURIBOR
Zdroj: vlastní výpočty

Z pohledu dynamiky čistých nákladů z NFA je významná silná pozitivní korelace mezi úrokovou výnosností zahraničních aktiv a pasiv (kor. koef. na úrovni 0,67) při nízkých úrovních korelace mezi mírou reinvestovaných zisků, resp. dividendovou výnosností zahraničních aktiv a pasiv (kor. koef. mezi rp^{FA} a rp^{FL} činí -0,27 a mezi div^{FA} a div^{FL} 0,34). To přinejmenším v případě úrokových plateb vytváří prostor pro automatický pokles úrokových nákladů ze zahraničních pasiv při snižující se úrokové výnosnosti ze zahraničních aktiv. Velikost úrokové výnosnosti zahraničních aktiv je přitom silně pozitivně korelována s úrovní EUR referenční sazby (kor. koef. 0,85), zatímco vazba úrokové výnosnosti zahraničních pasiv ukazuje vyšší korelaci s CZK referenční sazbou (kor. koef. 0,70). Je tak zřetelné, že zatímco úroková výnosnost zahraničních aktiv je z pohledu ČR exogenní, úrokové náklady placené ze zahraničních pasiv mají alespoň částečně endogenní charakter. Tento je však omezen skutečností, že úroková politika ČNB v zásadě následuje politiku ECB, a tak CZK výnosová křivka není zcela nezávislá na EUR výnosové křivce. Na druhé straně jednotlivé typy

výnosností zahraničních aktiv, resp. pasiv vesměs vykazují korelační koeficienty blízké nule, což má z logiky diverzifikace portfolia pozitivní efekty na stabilizaci změn celkových procentních výnosů a nákladů ze zahraničních aktiv a pasiv (význam korelací výnosností zpracován v Lane a Milesi-Ferretti, 2003).

Tabulka 2
ADF a DF test jednotkového kořene

Proměnná	Koef.	t-stat.	Model	Zpoždění	Proměnná	Koef.	t-stat.	Model	Zpoždění
er_t	-0,939*	-6,152	(konst, trend)	0	ir_t^{FA}	-0,105	-1,543	(konst, trend)	0
γ_t	-0,082	-1,535	(konst, trend)	0	$\Delta\, ir_t^{FA}$	-1,144***	-7,852	(konst, trend)	0
$\Delta\, \gamma_t$	-0,535**	-3,089	(konst, trend)	5	ir_t^{FL}	-0,033	-0,339	(konst)	3
IR_t^{CZK}	-0,122	-2,368	(konst, trend)	2	$\Delta\, ir_t^{FL}$	-2,183	-5,891	(konst, trend)	2
$\Delta\, IR_t^{CZK}$	-0,675*	-4,738	(konst, trend)	0	$\Delta \frac{NX_t}{HDP_t}$	-0,102	-1,7876	(konst, trend)	0
IR_t^{EUR}	-0,127	-2,687	(konst, trend)	1	$\frac{NX_t}{HDP_t}$	-0,333**	-2,999	(konst)	0
$\Delta\, IR_t^{EUR}$	-0,442**	-3,537	(konst, trend)	0	$\frac{NX_t+TR_t+L_t}{HDP_t}$	-0,176	-1,980	(konst, trend)	4
div_t^{FA}	-0,369**	-3,217	(konst)	0	$\Delta \frac{NX_t+TR_t+L_t}{HDP_t}$	-0,845*	-4,442	(konst, trend)	3
div_t^{FA}	-0,318*	-2,955	random walk	0	$\frac{FA_T}{HDP_t}$	-0,165	-1,752	(konst, trend)	0
rp_t^{FA}	-0,151**	-1,947	random walk	0	$\Delta \frac{FA_T}{HDP_t}$	-2,188*	-5,766	(konst, trend)	3
rp_t^{FA}	-0,306	-3,002	(konst, trend)	0	$\frac{FL_T}{HDP_t}$	-0.131	-1,832	(konst, trend)	5
$\Delta\, rp_t^{FA}$	-1,03***	-6,922	(konst, trend)	0	$\Delta \frac{FL_T}{HDP_t}$	-1,962*	-4,691	(konst, trend)	4

*, **, *** - statisticky významné na 1%, 5% a 10% hladině významnosti dle MacKinnon (1996)
Zdroj: vlastní výpočty

Vzhledem k tomu, že pomocí korelačních koeficientů není možné odlišit vztah proměnných, který je založen na kauzální závislosti, od vztahu se společným trendem, ale bez vzájemné závislosti, je před vlastní ekonometrickou analýzou provedena analýza stacionarity dat (tabulka 2). Pomocí ADF a DF testu je analyzována přítomnost jednotkového kořene v časových řadách veličin tvořících podmínku udržitelnosti NFA. Na níže specifikovaných hladinách statistické významnosti se zdají být nestacionární řady ekonomického růstu, CZK a EUR referenčních úrokových sazeb, míry reinvestovaného zisku ze zahraničních pasiv, úrokové výnosnosti zahraničních aktiv, poměru *NX/HDP,* resp. (*NX+TR+L)/HDP* a poměru *FA/HDP*, resp. *FL/HDP*. Ve všech případech jsou jejich první diference stacionární na vysokých hladinách statistické významnosti. S ohledem na počet proměnných v podmínce udržitelnosti NFA je odhad ekonometrického modelu zaměřen na veličiny, které charakterizují dynamiku ekonomických zdrojů a nákladů NFA české ekonomiky. Vztah jednotlivých veličin je analyzován pomocí odhadu parametrů následujícího ekonometrického modelu:

$$Y_{j,t} = C_j + \sum_{y=1}^{\infty} \propto_{j,y} Y_{j,t-y} + \sum_{i=1}^{I}\sum_{x=0}^{\infty} \beta_{j,i,t-x} \mathrm{B}_{j,i,t-x} + u_{j,t}$$

kde $Y_{j,t}$ je j-tá vysvětlovaná proměnná z množiny proměnných

$Y = \left\{ \Delta \frac{NX_t}{HDP_t}, \Delta ir_t^{\mathrm{FL}}, \Delta \gamma_t, \Delta rp_t^{FL}, div_t^{FL}, er_t, \Delta \frac{FL_T}{HDP_t} \right\}$, C_j představuje úrovňovou konstantu, $\sum_{y=1}^{\infty} \propto_{j,y} Y_{j,t-y}$ vyjadřuje autoregresní proces AR(y), $B_{j,i,t-x}$ je i-tou vysvětlující proměnnou z množiny $B = \left\{ \Delta \frac{NX_t}{HDP_t}, \Delta ir_t^{\mathrm{FL}}, \Delta \gamma_t, \Delta rp_t^{FL}, div_t^{FL}, er_t, \Delta \frac{FL_T}{HDP_t}, \Delta \frac{FA_T}{HDP_t}, \Delta IR_t^{\mathrm{CZK}}, \Delta IR_t^{\mathrm{EUR}}, dummy \right\}$, kde platí, že Y je podmnožinou množiny B a zároveň kde $i \neq j$, $B_{j,i,t-x}$ vyjadřuje odhadované parametry i-té vysvětlující proměnné u j-té vysvětlované proměnné a $u_{j,t}$ je náhodná složka.

Výsledky odhadu (viz tabulka 3) ukazují, že stacionarizovaná data vykazují odlišný charakter vztahů oproti výše diskutovaným korelačním koeficientům. Statisticky významné parametry potvrzují dynamický charakter přizpůsobení jednotlivých veličin s časovým zpožděním v horizontu 1–2 let, což odpovídá i horizontu efektivní transmise měnové politiky. Rovnice 1 potvrzuje výše diskutovaný protisměrný pohyb mezi změnou *NX/HDP* a změnou tempa ekonomického růstu se zpožděním sedmi čtvrtletí. Pozitivní vazba (se zpožděním šesti čtvrtletí) na změnu EUR referenční úrokové sazby zprostředkovaně poukazuje na závislost dynamiky českého exportu na tempu zahraničního ekonomického růstu za předpokladu, že hlavní refinanční sazba ECB a tím i EUR referenční sazba následují cyklické kolísání produktu. Opačné znaménko obou parametrů pak naznačuje, že změny v domácím ekonomickém cyklu nejsou synchronní se změnami cyklu v Eurozóně. Vlastní změny ekonomického růstu (rovnice 2) přitom vykazují poměrně silnou negativní závislost na změnách CZK referenční sazby (se zpožděním pěti čtvrtletí), která tak působí proti cyklu. Zde je jasná vazba na inflační cílování ČNB, resp. reakční funkci ČNB, která předpokládá přizpůsobení repo sazby změnám output gapu. Statisticky významný vliv změn kurzu je v tomto případě kvantitativně velmi malý, navíc s opačným než očekávaným znaménkem.

Velmi zajímavý je dopad změn poměru *NX/HDP* a ekonomického růstu na náklady ze zahraničních pasiv. Z pohledu úrokových nákladů (rovnice 3) působí pozitivně změna *NX/HDP* se zpožděním pouze jednoho období, což naznačuje, že na náklady financování má větší vliv aktuální cyklus v zahraničí (Eurozóně) a s tím související cyklus EUR referenční sazby než pokles rizikové prémie související se schopností české ekonomiky generovat růstem zdroje na pokrytí zahraničních závazků. Na druhé straně statisticky významné se jeví změny CZK a nikoli EUR referenční sazby (zpoždění dvou čtvrtletí), což potvrzuje endogenní charakter úrokových nákladů ze zahraničních pasiv. Obtížně vysvětlitelný je negativní vliv změny tempa ekonomického růstu se zpožděním dvou let. Se zpožděním pěti čtvrtletí vychází významný parametr

také u změny poměru *FL/HDP,* což lze interpretovat ve smyslu, že růst poměru *FL/HDP* je výsledkem zrychlení tempa přílivu zahraničního kapitálu v reakci na pokles zahraničního ekonomického růstu a tím i poptávky po českém exportu (pokles poměru *NX/HDP*), na což může reagovat poklesem EUR a následně i CZK referenční sazba.

Tabulka 3
Výsledky odhadu ekonometrického modelu

Rovnice	Y_t	*C (t-stat.)*	Y_{t-y} α_y *(t-stat.)*	$B_{1,t-x}$ $\beta_{1,t-x}$ *(t-stat.)*	$B_{2,t-x}$ $\beta_{2,t-x}$ *(t-stat.)*	$B_{3,t-x}$ $\beta_{3,t-x}$ *(t-stat.)*	$B_{4,t-x}$ $\beta_{4,t-x}$ *(t-stat.)*	*Adj. R^2*
1	$\Delta\frac{NX_t}{HDP_t}$	-	t-1 0,718* (6,659)	ΔIR_{t-6}^{EUR} 0,279* (2,798)	$\Delta\gamma_{t-7}$ -0,118** (-1,953)	-	-	0,47
2	$\Delta\gamma_t$	-	t-1 0,822* (7,990) t-3 -0,361* (-3,557) t-5 -0,490** (-2,304)	ΔIR_{t-5}^{CZK} -0,490* (-2,304)	-0,045*** (-1,829)	-	-	0,68
3	Δir_t^{FL}	-	t-1 -0,492* (-4,419)	ΔIR_{t-2}^{CZK} 0,456*** (1,880)	$\Delta\gamma_{t-8}$ -0,224** (-1,962)	$\Delta\frac{NX_{t-1}}{HDP_{t-1}}$ 0,367*** (1,688)	$\Delta\frac{FL_{T-5}}{HDP_{t-5}}$ -0,169* (-3,232)	0,52
4	er_t	-0,013* (-3,406)	t-3 -0,233*** (-1.829)	$\Delta\frac{FA_T}{HDP_t}$ 0,678* (3,718)	$\Delta\gamma_{t-3}$ -0,902** (-2,083)	-	-	0,40
5	Δrp_t^{FL}	-	t-4 -0,498* (-3,913)	div_t^{FL} -0,047* (-2,595)	$\Delta\gamma_{t-6}$ -0,591* (-3,392)	$\Delta\frac{NX_{t-1}}{HDP_{t-1}}$ 0,834** (2,186)	-	0,35
6	div_t^{FL}	0,060* (5,510)	-	$\Delta\gamma_{t-5}$ -1,017*** (-1,593)	Dummy1 -0,046* (-2,924)	Dummy2 0,033** (2,193)	Dummy3 0,034** (2,244)	0,44
7	$\Delta\frac{FL_T}{HDP_t}$	0,007* (2,489)	t-3 -0,488* (-4,390)	Δir_t^{FL} 0,319*** (1,929)	div_t^{FL} 0,133* (4,096)	$\Delta\frac{NX_{t-2}}{HDP_{t-2}}$ 1,017* (2,636)	er_{t-3} 0,145* (2,559)	0,50

*, **, *** - statisticky významné na 1%, 5% a 10% hladině významnosti, Dummy1, dummy2 a dummy3 – dummy proměnná pro 1., 2. a 3. čtvrtletí,
Zdroj: vlastní výpočty

Pokud by rychlejší tempo přílivu zahraničního kapitálu přímo nevyplývalo z klesající exportní výkonnosti české ekonomiky, růst poměru *FL/HDP* by měl vyvolávat rychlejší tempo apreciace koruny. Rovnice 4 však nepotvrzuje, že *FL/HDP* má statisticky významný dopad do dynamiky kurzu, namísto toho ukazuje, že existuje relativně silný vliv změny poměru *FA/HDP* na kurz, tzn. že zrychlení odlivu zahraničního kapitálu z tuzemské ekonomiky vyvolává rychlejší znehodnocení (pomalejší zhodnocení) koruny. Kromě toho na kurz působí velmi silně tempo ekonomického růstu (zpoždění tří čtvrtletí), když zpomalení tempa růstu vyvolá téměř identickou protisměrnou reakci dynamiky

kurzu koruny. Toto je velmi nepříjemný scénář pro českou ekonomiku, protože v rámci krize prohlubuje její negativní NFA, zvyšuje náklady placené z NFA a navíc oslabuje výkonnost ekonomiky a zhoršuje dynamiku poměru *NFA/HDP*.

Analýza nákladů placených z majetkových pasiv potvrzuje, že existuje slabší protisměrný vztah mezi změnami reinvestovaných zisků a velikostí dividendové výnosnosti pasiv (rovnice 6). Menší intenzita je zřejmě důsledkem toho, že ke kompenzaci mezi oběma typy nákladů dochází až na konci období v souvislosti s finanční krizí a prudkým poklesem růstu v zahraničí. Jak u dividendové výnosnosti (rovnice 5), tak i u změn reinvestovaného zisku se překvapivě ukazuje, že zpomalení ekonomického růstu zvyšuje jejich hodnoty (zpoždění pět, resp. šest čtvrtletí), což neprokazuje vliv dynamiky tuzemské poptávky na ziskovost přímých zahraničních investic v ČR. Naopak potvrzuje se významný exportní charakter těchto majetkových investic, neboť odhady ukazují silnou pozitivní vazbu reinvestovaného zisku na změny poměru *NX/HDP* se zpožděním jednoho čtvrtletí. Tento vztah by teoreticky měl oslabovat náklady ze zahraničních pasiv, problémem však je neexistující vazba mezi změnami reinvestovaného zisku a dividendové výnosnosti zahraničních pasiv i po očištění o její silné sezónní kolísání.

V konečném důsledku jsou změny poměru *FL/HDP* funkcí nákladů placených domácími subjekty zahraničním investorům, dále pak funkcí změn kurzu koruny a změn v poměru *NX/HDP* (rovnice 7). Je zřetelné, že změny v přílivu zahraničního kapitálu reagují zejména na změny dividendových a úrokových nákladů ze zahraničních pasiv (bez zpoždění). Slabší pozitivní vliv mají i kurzové změny (zpoždění tří čtvrtletí), na druhé straně ale znehodnocení koruny nemá fatální vliv na změny poměru *FL/HDP*. Jako mimořádně silný se jeví také pozitivní vliv změn poměru *NX/HDP*. Potvrzuje se tak znovu exportní charakter tuzemských firem vlastněných zahraničními investory, když růst poměru *NX/HDP* je spojován v prvé fázi s přílivem dluhového zahraničního kapitálu poskytujícího provozní financování exportu s následným překlopením dluhového financování do podoby reinvestovaného zisku zahraničního investora. V tom lze spatřovat určité riziko, neboť růsty čistého exportu vytvářející zdroje sloužící k profinancování nákladů NFA automaticky generují zahraniční pasiva a z toho vyplývající náklady, které dále prohlubují negativní NFA.

6. Závěr

Práce představuje základní koncept udržitelnosti negativní NFA, který je postaven na porovnání zdrojů, jež je ekonomika schopna vyprodukovat především prostřednictvím kladného salda výkonové bilance, a jednotlivých forem čistých nákladů obsluhy negativní NFA. Je poukázáno na skutečnost, že lze oprávněně očekávat, že tranzitivní ekonomiky jsou nuceny platit relativně vysoké náklady na obsluhu negativní NFA ve srovnání s rozvinutými ekonomikami. Tyto náklady jsou dány postavením tranzitivních ekonomik jako čistých příjemců přímých zahraničních investic a jejich vysokých dividendových nákladů a nákladů v podobě reinvestovaného zisku. Kromě toho působí relativně vysoký podíl málo výnosných devizových rezerv centrální banky na zahraničních aktivech země. Lze také předpokládat, že tyto země nemohou

ve zvýšené míře denominovat zahraniční pasiva v domácí měně a tím ovlivnit velikost nákladů zahraničních dluhových pasiv. 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. V důsledku toho je pro tranzitivní ekonomiky značně obtížné dosáhnout dlouhodobě podmínky udržitelnosti NFA a snižovat podíl NFA na HDP, který je jedním z častých kritérií robustnosti ekonomického vývoje dané země.

Empirická analýza na příkladu ČR v letech 1999–2011 prokazuje relativně vysokou úroveň nákladů placených z negativní NFA ČR (zejména na straně dividendové a úrokové výnosnosti), které převyšují zdroje, jež tuzemská ekonomika získává v rámci přebytku výkonové bilance a bilance transferů a příjmů z práce. Vedle toho není tuzemská ekonomika schopna naplnit podmínku udržitelnosti NFA v dlouhém období a ve většině případů ani v krátkém období. Dále se ukazuje, že dlouhodobé trendy jednotlivých proměnných v rámci podmínky udržitelnosti vykazují zcela odlišné vlastnosti ve srovnání se vzájemnými vztahy v krátkém období. Tyto vztahy vesměs potvrzují řadu pozitivních tendencí např. v podobě růstu schopnosti ekonomiky generovat zdroje za situace růstu čistých nákladů placených z NFA, ve formě anticyklické povahy poměru *NFA/HDP* ve vztahu k zahraniční poptávce a v podobě endogenity úrokové výnosnosti zahraničních pasiv. Na druhé straně se jasně potvrzuje, že zhoršující poměr *NFA/HDP,* resp. *FL/HDP* je výsledkem vysokých dividendových nákladů placených ze zahraničních majetkových pasiv, jejich první diference pak vykazují negativní závislost na změny zahraniční poptávky po tuzemském exportu a v neposlední řadě se jako významná jeví silná protisměrná reakce kurzu CZK/EUR při změně tempa ekonomického růstu. V konečném důsledku sice zhoršování poměru *NFA/HDP* české ekonomiky nepředstavuje z pohledu zahraničních investorů problém, který by komplikoval přiliv (re)financujícího kapitálu, v souvislosti se současnou obtížnou situací v rámci dluhové krize by však bylo více než prospěšné, aby tuzemská ekonomika přinejmenším stabilizovala negativní poměr *NFA/HDP* a naplnila tím podmínku udržitelnosti v krátkém období.

Literatura

BRŮNA, K.; DURČÁKOVÁ, J. 2012. Banking system liquidity absorption and monetary base backing in the context of exchange rate policy in the Czech Republic, Poland and Hungary. *Post-Communist Economies*, 2012, Vol. 24, No. 2, pp. 257–275.

FREUND, C. 2000. Current Account Adjustments in Industrialized Countries. *International Finance Discussion Papers*, 2000, No. 692, pp. 1–31.

GHIRONI, F.; İSCAN, T. B.; REBUCCI, A. 2005. Net Foreign Asset Position and Consumption Dynamics in the International Economy. Washington: International Monetary Fund, IMF Working Paper, 2005, WP/05/82.

GOURINCHAS, P. O.; REY, H. 2005. International Financial Adjustment. Cambridge: National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, 2005, č. 11155.

HIGGINS, M.; KLITGAARD, T.; TILLE, C. 2005. The Income Implications of Rising U.S. International Liabilities. *Current Issues in Economics and Finance*, 2005, Vol. 11, No. 12, pp. 1–9.

HIGGINS, M.; KLITGAARD, T. 2005. Financial Globalization and the U.S. Current Account Deficit. *Current Issues in Economics and Finance*, 2007, Vol. 13, No. 11, pp. 1–7.

LANE, P. R.; MILESI-FERRETTI, G. M. 2003. International Financial Integration. Dublin: Institute for International Integration Studies, IIIS Discussion Paper No. 3, 2003.

LANE, P. R.; MILESI-FERRETTI, G. M. 2002. Long-Term Capital Movements. *NBER Macroeconomics Annual*, 2001, Vol. 16, pp. 73–136.

MANDEL, M.; TOMŠÍK, V. 2008. External Balance in a Transition Economy. *Eastern European Economics*, 2008, Vol. 46, No. 4, pp. 5–26.

SANDRI, D. 2011. Precautionary Savings and Global Imbalances in World General Equilibrium. Washington: International Monetary Fund, IMF Working Paper, 2011, WP/11/122.

SUMMERS, L. 2006. Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation. L. K. Jha Memorial Lecture, 2006, Reserve Bank of India.

TILLE, C. 2003. The Impact of Exchange Rate Movements on U.S. Foreign Debt. *Current Issues in Economics and Finance*, 2003, Vol. 9, No. 1, pp. 1–7.

A CONCEPT OF SUSTAINABILITY OF NEGATIVE NET INTERNATIONAL INVESTMENT POSITION AND ITS APPLICATION TO THE CASE OF THE CZECH REPUBLIC IN 1999-2011

Karel Brůna, University of Economics in Prague, W. Churchill sq. 4, CZ – 103 68 Prague 3, (bruna@vse.cz)

Abstract

The paper deals with a theoretical and empirical analysis of determinants of both net international investment position/GDP ratio and net costs of negative investment position using the case of the Czech Republic in 1999-2011. It defines country's short-run and long-run sustainability conditions that are based on dynamics of both sources created by an economy through net export surplus and negative net yields paid from international investment position. The paper points out important differences between large advanced and small transitive economies in case of costs of net investment position. The factors like country's position of FDI lender/debtor, world investment/invoicing currency, exogeneity of foreign asset's and liability's interest yields, role of FX reserves accumulation by country's central bank and position of foreign currency denominated loans on foreign liabilities are discussed. Empirical analysis confirms the Czech economy is not able to satisfy long run sustainability condition due to high net costs of negative investments position. Estimation of parameters in econometric model shows that worsening net investment position to GDP is a result of high dividend and interest yields paid from foreign liabilities that is still above positive balance of net export.

Keywords

net investment position, sustainability, current account

JEL Classification

F21, F34, E58