



# Fiškálna udržateľnosť a vonkajšie ekonomické nerovnováhy

Ing. Juraj Lazový<sup>1</sup>

*Fiškálna udržateľnosť a vonkajšie ekonomické nerovnováhy spolu s finančnou stabilitou sa vo všeobecnosti považujú za tri najväčšie riziká budúceho vývoja svetovej ekonomiky. Dlhová kríza v eurozóne je v súčasnosti pravdepodobne najviac diskutovaná ekonomicko-politická téma. Rozšírenie z okrajových krajín do celej eurozóny, rozpad eurozóny či vznik novej celosvetovej krízy porovnateľnej s krízou v rokoch 2007 až 2009 nie sú zanedbateľné riziká. Dlhová kríza je úzko previazaná s nestabilnou situáciou vo finančnom sektore. Navyše nejde o cyklický, ale štrukturálny problém. Pokles konkurencieschopnosti mnohých vyspelých ekonomík, nielen okrajových krajín eurozóny, spôsobuje dlhodobý nárast svetových ekonomických nerovnováh. Účelom tohto príspevku nie je komplexná analýza tejto problematiky. Cieľom je najmä poukázať na niektoré menej známe a diskutované súvislosti a historické komparácie.*

<sup>1</sup> Autor príspevku je externým doktorandom na Fakulte ekonomie a podnikania Paneurópskej vysokej školy.

## 1. FIŠKÁLNA UDRŽATEĽNOSŤ

V odbornej literatúre existuje viacero definícií fiškálnej udržateľnosti. Podľa Krejdlu (2006) sú verejné financie fiškálne udržateľné, pokiaľ sa súčasná hodnota súčasných a budúcich fiškálnych aktív a pasív rovná nule. Ak je táto podmienka splnená, štát sa vyvaruje akumulácie dlhov, je schopný dlh priebežne splácať a neexistuje riziko insolventnosti. Túto podmienku však v súčasnosti spĺňa len málo krajín. Podľa menej striktných definícií je fiškálna politika udržateľná, ak je na základe očakávanej budúcnosti dlhodobo minimálne udržateľný súčasný stav a nehrozí riziko jeho zhoršenia.

V praxi sa viac používa prístup stanovenia hodnoty celkového hrubého verejného dlhu, ktorú by nemala krajina prekročiť. Pri vyspelých krajinách sa štandardne považuje za udržateľný celkový hrubý verejný dlh do výšky 60 % aktuálnej hodnoty hrubého domáceho produktu krajiny (HDP). Pre rozvíjajúce sa krajiny Medzinárodný menový fond (MMF) definuje túto úroveň vo výške 40 %. Na posudzovanie kvality verejných financií sa tiež používajú ukazovatele ako ročná fiškálna primárna bilancia (bilancia bez nákladov na financovanie dlhu), ročná fiškálna cyklicky upravená bilancia (vplyv ekonomického cyklu) alebo celkový čistý verejný dlh (verejné záväzky mínus verejné finančné aktíva). Existujú tiež indikátory alebo indexy, ktoré obsahujú viacero vyššie uvedených fiškálnych ukazovateľov. Ich výsledkom je spravidla jedno číslo, ktoré slúži ako signál včasného varovania (*early warning signal*). Napríklad Baldaci (MMF 2011a) navrhol tzv. index fiškálnych indikátorov (*Fiscal Indicators Index – FFI*), ktorý je založený na 12 indikátoroch, ako sú nárast rizikovej prémie z vydaných dlhopisov, cyklicky upravená primárna bilancia, celkový hrubý dlh, hrubé finančné potreby, krátkodobý dlh, dlh denominovaný v zahraničných menách, dlh držaný nerezidentmi, priemerná splatnosť dlhu (*average debt maturity*), krátkodobý externý dlh, miera pôrodnosti, pomer economic-

ky aktívnych a neaktívnych ľudí (*dependency ratio*) a dlhodobé verejné náklady na starobné dôchodky a zdravotníctvo.

### 1.1 Súčasný vývoj verejných financií

Napriek mnohým prijatým opatreniam je vývoj verejných financií najmä vo vyspelých krajinách v nepriaznivom stave. Dlhodobá fiškálna udržateľnosť je ohrozená a nevyhnutné je ďalšie prijatie zložitých opatrení. Ide najmä o dôsledok finančnej krízy v rokoch 2007 až 2009. Jedným z výsledkov prijatých opatrení na zmiernenie jej dôsledkov je nárast verejných dlhov vo vyspelých krajinách. Tento nárast spôsobil zhoršenie fiškálnej udržateľnosti väčšiny vyspelých krajín. Spolu s dlhodobým poklesom konkurencieschopnosti niektorých okrajových krajín eurozóny (vplyv príliš silnej meny), ako je Grécko, Portugalsko a čiastočne Španielsko a Taliansko, resp. dôsledky prasknutia hypotekárnej bubliny v Írsku a Španielsku, je výsledkom súčasná dlhová kríza v eurozóne. Z hľadiska dlhodobej fiškálnej udržateľnosti nie sú na tom dobre ani krajiny ako USA alebo Japonsko. Napriek tomu je však (zatiaľ) vývoj na finančných trhoch rozdielny.

Podľa MMF (2012a) vzrástol celkový vládny dlh vyspelých krajín z hodnoty 73,4% z HDP v roku 2007 (pred krízou) na hodnotu 102,9% z HDP v roku 2011. Do roku 2015 sa očakáva ďalší nárast dlhu až na úroveň 109 %. Podstatne lepšia situácia je v rozvíjajúcich sa krajinách. Celkový hrubý dlh verejných financií sa vplyvom krízy zásadne nezmenil. V roku 2007 dosahoval úroveň 35,9% HDP, v roku 2011 37,8% HDP. Podľa očakávaní MMF sa do roku 2015 dlh dokonca zníži na 31,9% (tabuľka 1).

### 1.2 Vývoj v USA a Japonsku v porovnaní s eurozónou

V USA vzrástol celkový hrubý fiškálny dlh z hodnoty 62,3% HDP v roku 2007 na hodnotu 100,0% v roku 2011. Do roku 2015 má podľa odhadov MMF vzrásť o ďalších 13,2 %. V Japonsku hrubý



Tab. 1 Celkový hrubý verejný dlh za obdobie 2006 – 2015 (v % HDP)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Svet	58,3	57,5	60,6	68,5	73,8	75,3	76,3	76,7	76,6	76,3
Vyspelé krajiny	74,3	73,4	79,7	91,9	98,1	102,9	106,1	108,0	108,7	109,0
Rozvíjajúce sa krajiny	36,6	35,9	34,7	36,7	40,9	37,8	36,0	34,3	33,0	31,9
Francúzsko	63,9	64,2	68,3	79,0	82,4	86,9	89,4	90,8	90,8	89,7
Nemecko	67,9	65,0	66,4	74,1	84,0	82,6	81,9	81,0	79,1	77,1
Taliansko	106,6	103,6	106,3	116,1	119,0	121,1	121,4	120,1	118,4	116,3
Španielsko	39,6	36,1	39,8	53,3	60,1	67,4	70,2	72,8	74,9	76,1
Grécko	106,1	105,4	110,7	127,1	142,8	165,6	189,1	187,9	178,5	165,1
USA	61,1	62,3	71,6	85,2	94,4	100,0	105,0	108,9	111,4	113,2
Japonsko	191,3	187,7	195,0	216,3	220,0	233,1	238,4	242,9	245,9	249,9
Brazília	66,7	65,2	63,6	68,1	66,8	65,0	64,0	62,5	60,9	59,0
Rusko	9,0	8,5	7,9	11,0	11,7	11,7	12,1	12,6	14,5	16,8
India	78,5	75,4	74,7	74,2	67,3	64,9	64,2	63,2	62,6	62,2
Čína	16,2	19,6	17,0	17,7	33,8	26,9	22,2	18,4	15,5	13,0

Zdroj: MMF (2012a).

dlh rástol ešte rýchlejšie. V roku 2007 predstavoval hodnotu 187,7% HDP, v roku 2011 233,1%, do roku 2015 sa očakáva ďalší rast až na 249,9% HDP. V prípade Japonska je však potrebné uviesť, že verejný sektor vlastní veľké finančné aktíva. Tak napríklad na konci roku 2009 predstavoval celkový hrubý dlh 210,4% HDP, čistý verejný dlh len 124,5% HDP. Vývoj v eurozóne je zásadným spôsobom ovplyvnený dlhovou krízou v okrajových krajinách eurozóny. Existujú veľké rozdiely medzi jednotlivými krajinami (tabuľka 1). Z hľadiska priemernej pozície eurozóny (88,4% v roku 2011) je však situácia lepšia ako v USA (100,0%), resp. v Japonsku (233,4%).

Napriek porovnateľnej situácii z hľadiska veľkosti verejného dlhu je zásadne rozdielna situácia na finančných trhoch. Náklady na financovanie vládnych dlhov v USA a Japonsku zostávajú stále nízke napriek tomu, že fiškálne indikátory nie sú lepšie ako v mnohých krajinách eurozóny, ktoré sú pod tlakom finančných trhov. Podľa MMF (2012b) je hlavným dôvodom prirodzená tendencia k bezpečným investíciám na rozkolísaných finančných trhoch (resp. k investíciám, ktoré sa dlhodobo považovali za bezpečné), ale aj štrukturálne dôvody, ako je stabilná investorská základňa, vysoký podiel domácich investorov a nižšie riziká bankových sektorov v porovnaní s Európou.

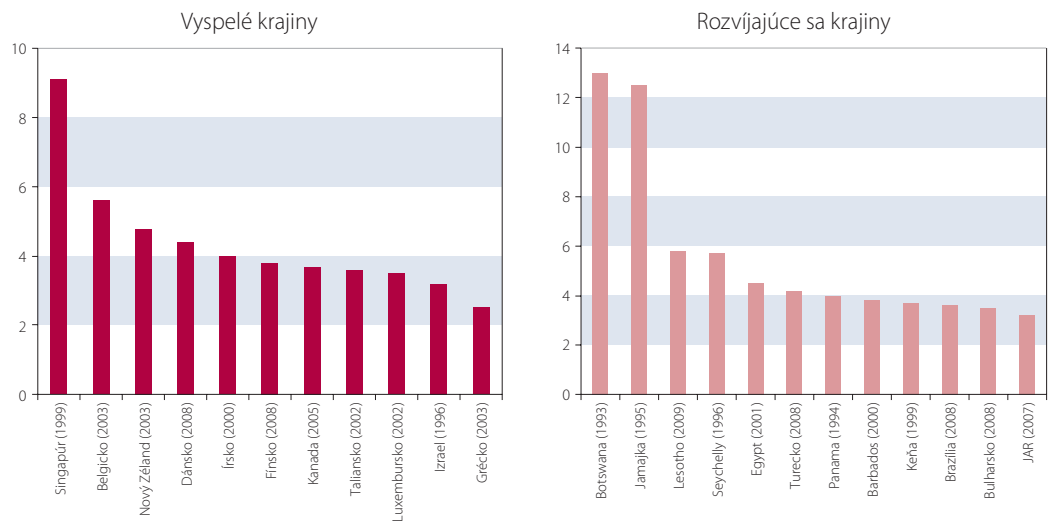
Tab. 2 Požadovaná ročná bilancia v rokoch 2010 – 2030 na zabezpečenie fiškálne udržateľných verejných financií (v % HDP)

	2010				Požadovaná ročná bilancia 2010 – 2030
	Hrubý dlh	Ročná bilancia	Primárna bilancia	Cyklicky upravená primárna bilancia	
Vyspelé krajiny	98,1	-7,5	-5,7	-3,8	11,7
Rozvíjajúce sa krajiny	41,6	-3,7	-1,9	-1,9	4,8
Francúzsko	82,4	-7,1	-4,9	-3,1	7,9
Nemecko	84,0	-3,3	-1,2	-0,4	4,6
Taliansko	119,0	-4,5	-0,3	1,2	4,1
Španielsko	60,1	-9,2	-7,8	-6,3	10,4
Grécko	142,8	-10,4	-4,9	-5,7	19,0
USA	94,4	-10,3	-8,4	-5,4	17,0
Japonsko	220,0	-9,2	-5,1	-6,6	14,3
Brazília	66,8	-2,9	2,4	2,2	2,0
Rusko	11,7	-3,5	-3,2	-1,6	7,6
India	67,3	-8,8	-4,3	-4,6	8,4
Čína	33,8	-2,3	-1,8	-2,1	3,4

Zdroj: MMF (2011a).



Graf 1 Najväčšie priemerné ročné primárne prebytky za 10-ročné obdobie



Zdroj: MMF (2011a).

### 1.3 Je možné zlepšiť fiškálnu udržateľnosť?

Medzi ekonómami neexistuje jednotný názor, kedy sú verejné financie fiškálne udržateľné. V praxi sa považuje za takýto stav, keď hrubý verejný dlh krajiny nepresahuje 60% HDP. MMF (2011a) urobil analýzu, akým spôsobom by sa mali vyvíjať verejné financie v jednotlivých krajinách, aby sa do roku 2020 dosiahol žiadaný stav (resp. pokiaľ je nižší, aby zostal na úrovni roku 2012) a následne sa udržal na tejto úrovni do roku 2030. Analýza uvažuje tiež s fiškálnymi nákladmi súvisiacimi so starnutím obyvateľstva (starobné dôchodky, zdravotníctvo). Pre rozvíjajúce sa krajiny bola stanovená maximálna úroveň 40% HDP. Výsledky sú v tabuľke 2.

Pre vyspelé krajiny by dosiahnutie tohto cieľa znamenalo priemerný ročný rozpočtový prebytok do roku 2030 vo výške 11,7% HDP. Najlepšie sú na tom Estónsko (-3,5%), resp. Švédsko (-0,1%), najhoršie Grécko (19%) a USA (17%). Rozvíjajúce sa krajiny sú na tom aj pri prísnejšom kritériu (poměr dlhu k HDP maximálne 40%) podstatne lepšie. Priemerný ročný rozpočtový prebytok by mal dosahovať 4,8%. Najlepšie je na tom Argentína (0,3%), najhoršie Ukrajina (9,1%).

Z hľadiska vývoja za posledné desaťročie sa potrebné dlhodobé rozpočtové prebytky javia ako absolútne nereálne. V grafe 1 sú však príklady niektorých priemerných ročných primárnych rozpočtových prebytkov za obdobie 10 rokov. Z tohto pohľadu sa javí táto požiadavka o čosi viac reálna. Navyše svoju úlohu môže zohrať nutnosť konsolidovať verejné financie a tlak finančných trhov.

## 2. SVETOVÉ EKONOMICKÉ NEROVNOVÁHY

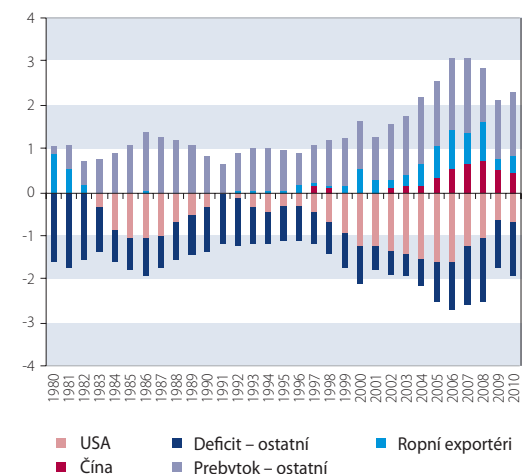
Literatúra hovorí o dvoch typoch ekonomických rovnováh, resp. nerovnováh. O vnútornej ekonomickej rovnováhe hovoríme, keď je v ekonomike plná zamestnanosť a nehrozí inflácia. Vonkajšie nerovnováhy nie sú v ekonomickej literatúre

jednoznačne definované. Koncept je pomerne vágny a ide často z jedného extrému (akákoľvek nenulová pozícia sa považuje za nerovnováhu) do druhého (akákoľvek pozícia bude z dlhodobého hľadiska vplyvom prirodzených trhových síl v rovnováhe).

Vonkajšie nerovnováhy môžeme definovať ako zväčšujúce sa deficity a prebytky na bežnom účte platobnej bilancie (graf 2). Táto definícia je však zúžená na bežný účet. Neobsahuje dôležitý finančný rozmer nerovnováh, celkové medzinárodné toky kapitálu, resp. celkovú zahraničnú investičnú pozíciu krajiny. A zväčšujúci sa deficit nemusí znamenať nerovnovážny a opačne. Nerovnovážny koncept predpokladá, že pozícia nie je v súlade s dlhodobou rovnovážnou hodnotou.

Pôvodné ekonomické teórie sa sústreďovali výlučne na bežný účet platobnej bilancie, ne-

Graf 2 Celosvetový bežný účet platobnej bilancie (1980 – 2010, v % z globálneho HDP)



Zdroj: Autor, spracované na základe podkladov BIS (2011a) a MMF (2011c).



skôr tiež na medzinárodný menový systém, nerovnováhy v domácich úsporách a investíciách. V súčasnosti ide o integrované teórie finančných aspektov globálnych nerovnováh, založených na trendoch v ponuke a dopyte po finančných aktívach ako zdrojoch nerovnováh.

Napríklad Európska centrálna banka (ECB, 2008) definuje svetové ekonomické nerovnováhy ako „vonkajšie pozície systematicky dôležitých ekonomík, ktoré vykazujú poruchy alebo obsahujú riziká pre svetovú ekonomiku“. Pod vonkajšou pozíciou sa nemyslí len bežný účet platobnej bilancie, ale tiež celková medzinárodná finančná pozícia. Systematické ekonomiky sú tie, ktoré majú významný vplyv na globálnu ekonomiku. Vonkajšie pozície môžu vykazovať poruchy, ak existujú odchýlky od stavu, ktorý by bol v prostredí dokonalej cenovej pružnosti a konkurencie. Za rizikové pre svetovú ekonomiku sa považujú vonkajšie pozície, ktoré prinášajú riziko porušenia globálnej makroekonomickej a finančnej stability, riziko ďalšieho nárastu nerovnováh alebo riziko protekcionizmu.

Pri praktickom posudzovaní vonkajších nerovnováh sa však stále hodnotí najmä deficit na bežnom účte. Z tohto pohľadu sa tento považuje za neudržateľný a teda v trvalej nerovnováhe, pokiaľ ročný deficit dlhodobo presahuje 5 % HDP.

### 2.1 Historický exkurz

Svetové ekonomické nerovnováhy nie sú novým fenoménom (tabuľka 3). Práve naopak. Ide o jeden z najdôležitejších faktorov v ekonomickej histórii, ktorý mal často zásadný vplyv na ďalší ekonomický vývoj. Globálne nerovnováhy v minulosti mali rôzny charakter. Niekedy sa skončili prirodzeným návratom k väčšej rovnováhe, inokedy náhradou existujúceho medzinárodného menového systému. Občas sa však skončili krízou a prudkým poklesom HDP. Príklady najdôležitejších minulých globálnych nerovnováh:

**1. Zlatý štandard (1880 až 1914)** – bol charakteristický voľným obchodom, pomerne vysokou mobilitou kapitálu a fixnými výmennými kurzami. Kapitál smeroval z vyspelých do rozvíjajúcich sa krajín. Úpravy a zmeny v obchodnej bilancii však boli pomalé a veľmi nákladné pre deficitné krajiny. To bol jeden z kľúčových dôvodov, prečo sa hľadal iný medzinárodný menový systém.

**2. Brettonwoodský systém (1944 až 1971)** – ako jeden z výsledkov 2. svetovej vojny. Bol tiež založený na pevných výmenných kurzoch. Na rozdiel od zlatého štandardu však existovali silné obmedzenia pre pohyb kapitálu. Tento systém sa skončil vyčerpaním medzinárodných rezerv v USA, ktoré ho garantovali.

**3. Ropné krízy v 70-tych rokoch** – prudký nárast cien ropy v 70-tych rokoch viedol k zmenám v obchodnej bilancii medzi krajinami vyvážajúcimi a dovážajúcimi ropu. Osobitný dopad to malo na krajiny Latinskej Ameriky, ktoré mali navyše dolárové pôžičky s pohyblivou sadzbovou.

**4. Americký deficit v 80-tych rokoch** – hlavní obchodní partneri USA boli v tom čase vyspelé krajiny, Japonsko, Nemecko a Holandsko, s ktorými mali v prvej polovici desaťročia rastúci obchodný deficit. Táto situácia viedla k intenzívnej medzinárodnej koordinácii a tzv. dohodám Plaza (1985), resp. Louvre (1987). Situácia sa vyriešila postupnou devalváciou dolára, podporenou nízkymi úrokmi v Japonsku.

**5. Krízy 90-tych rokov v rozvíjajúcich sa krajinách** – na rozdiel od súčasnosti mnoho rozvíjajúcich sa krajín malo deficit na bežných účtoch. Tieto sa financovali zahraničnými pôžičkami (Latinská Amerika) alebo zahraničnými, najmä portfóliovými investíciami (Ázia). Keď vznikli problémy, zahraničný kapitál bol presmerovaný späť, čo spôsobilo problémy v rozvíjajúcich sa krajinách a krízy s veľkým poklesom HDP (až do 20%).

**6. Finančná kríza v rokoch 2007 až 2009.** Prevláda zhoda, že jednou z dôležitých príčin finančnej krízy boli masívne investície z obchodných prebytkov rozvíjajúcich sa krajín, najmä Číny do USA. Tieto prispeli k cenovej bubline na trhu nehnuteľností. Jej prasknutie spolu s previazanosťou finančných trhov spôsobilo jej rýchle šírenie z USA najmä do západnej Európy a Japonska. Výsledkom bol takmer skolabovaný finančný systém a prudký ekonomický pokles vo vyspelom svete.

Poučením z minulosti je tiež to, že nie všetky globálne nerovnováhy sa skončili rovnakým spôsobom. Krajiny, ktoré si počas tzv. zlatého štandardu požičiavali od Veľkej Británie, pôžičky vrátili. A ukončenie systému z Bretton Woods tiež nebolo spojené s dlhovou krízou alebo poklesom HDP. Naproti

Tab. 3. Príklady minulých globálnych nerovnováh

Obdobie	Región		Pozitívne vyriešenie	
	Veritelia	Dlžníci	Veritelia	Dlžníci
Zlatý štandard	Vyspelé krajiny	Rozvíjajúce sa krajiny	Áno	Áno
Bretton Woods	Žiadne	Žiadne	Áno	Áno
70-té roky	Rozvíjajúce sa krajiny	Rozvíjajúce sa krajiny	Nie	Nie
80-té roky	Vyspelé krajiny	Vyspelé krajiny	Niektoré	Áno
90-té roky	Vyspelé krajiny	Rozvíjajúce sa krajiny	Áno	Nie
2007 – 2009	Rozvíjajúce sa krajiny	Vyspelé krajiny	Niektoré	Nie
Súčasnosť	Rozvíjajúce sa krajiny	Vyspelé krajiny	?	?

Zdroj: Autor, spracované na základe údajov ECB (2008).



tomu nerovnováhy v 90-tych rokoch sa skončili krízami v dlžníckych rozvíjajúcich sa krajinách. Navyše nerovnováha mala niekedy oveľa horší vplyv na veriteľské ako na dlžnícke krajiny. USA vyšli z deficitov v 80-tych rokoch bez recesie, naproti tomu prebytkové krajiny ako Japonsko alebo Nemecko zažili významný ekonomický pokles. Finančná kríza v rokoch 2007 až 2009 ovplyvnila negatívne najmä vyspelé krajiny v polohe dlžníkov.

## 2.2 Dôvody súčasných nerovnováh

Za základné faktory, ktoré majú vplyv na súčasné globálne nerovnováhy, môžeme považovať (i) spôsob stanovovania výmenných kurzov, (ii) menovú a fiškálnu politiku, (iii) výšku domácich úspor, resp. spotreby vo vyspelých krajinách, (iv) finančnú globalizáciu a stav finančného sektora a (v) preventívne úspory a devízové rezervy v rozvíjajúcich sa krajinách.

Dlhodobý pevný alebo viazaný (*pegged*) výmenný kurz nemusí odrážať ekonomickú realitu. Môže byť dôvodom dlhodobých prebytkov či deficitov a zdroj budovania devízových rezerv. V súčasnosti ide najmä o Čínu. Kurz renminbi sa vo všeobecnosti považuje za podhodnotený. Je to jeden z dôvodov dlhodobých čínskych obchodných prebytkov a tým aj globálnych nerovnováh.

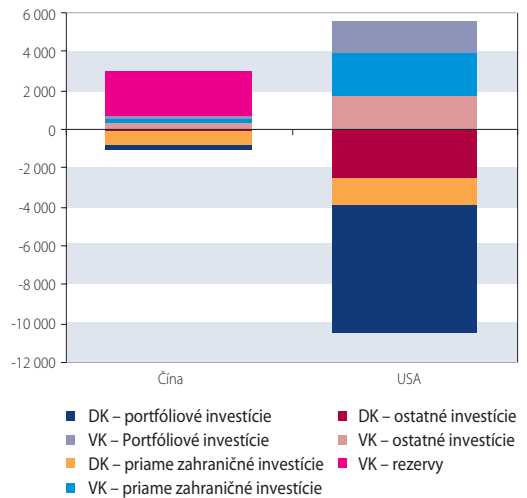
Vhodná makroekonomická politika prispieva k ekonomickej prosperite. Zložitost' globalizovaného sveta je však tiež v tom, že menová a fiškálna politika, ktorá môže byť aktuálne vhodná pre danú krajinu, môže prehlbovať globálne ekonomické nerovnováhy. Uvoľnená menová politika môže podporiť domácu ekonomiku. Zároveň môže spôsobiť nadhodnotenie cien aktív a tým prostredníctvom čerpania spotrebných úverov nadmernú spotrebu. Tá prispieva k zvýšenému deficitu bežného účtu.

Menej jednoznačný je vplyv fiškálnej politiky na stav bežného účtu. Od 80-tych rokov daňové škrtky v USA a následný rast fiškálneho deficitu a deficitu na bežnom účte podnietili vznik teórie tzv. dvojitého deficitu. Koncom 90-tych rokov sa však vývoj zmenil. Vo všeobecnosti fiškálna bilancia koreluje s ekonomickým cyklom, obchodná bilancia je proticyklická (pokles dopytu a teda zlepšenie obchodnej bilancie v recesii).

Zvyšujúci sa deficit na bežnom účte USA je sprevádzaný poklesom čistých úspor domácností. Všeobecne pre krajiny OECD platí pozitívny vzťah medzi výškou deficitu a výškou čistých úspor domácností. Pokles úspor je spojený s rastom spotreby a ten s rastom deficitu na bežnom účte.

Súčasnú globálnu nerovnováhu sú tiež charakterizované neustále rastúcim medzinárodným pohybom kapitálu, ktorý prvýkrát v histórii smeruje prevažne z chudobnejších do bohatších krajín. Napriek tejto skutočnosti je finančná globalizácia stále nekompletná a nerovnovážna. Tieto nedokonalosti majú tiež vplyv na smerovanie kapitálu. Napríklad nedostatok lokálnych „bezpečných aktív“ môže spôsobiť smerovanie kapitálu do regiónov, kde takého aktíva existujú. Slabý domáci finančný sektor môže spôsobiť, že

Graf 3 Štruktúra dovozu a vývozu kapitálu (2010, v mld. USD)



Zdroj: Autor, spracované na základe podkladov BIS (2011a).  
Poznámka: DK – dovoz kapitálu, VK – vývoz kapitálu.

trvalý rast produktivity práce, ktorý sa transformuje do rastu domácich úspor, spôsobí, že časť týchto úspor sa investuje v zahraničí a teda príde k zbytočnému vývozu domáceho kapitálu. Tento tzv. bypass efekt môže vysvetliť, prečo na jednej strane priame zahraničné investície idú smerom z bohatších do rozvíjajúcich sa ekonomík a portfóliové investície opačným smerom.

Prudký rast devízových úspor v rozvíjajúcej sa Ázii je spôsobený zásadnou averziou k riziku od konca 90-tych rokov, keď bolo mnoho kríz v rozvíjajúcich sa ekonomikách. Rezervy sa akumulujú ako poistka proti riziku krízy platobnej bilancie. Spolu s nedostatkom bezpečných aktív spôsobujú to, že kapitál prúdi vo zvýšenej miere z rozvíjajúcich sa do vyspelých krajín.

Za mimoriadne vysokými úsporami v rozvojevej Ázii je tiež slabá sociálna sieť. Vysoké úspory znižujú spotrebu a tým zvyšujú prebytky na bežnom účte.

## ZÁVER

Medzi ekonómami neexistuje jednotný názor, kedy sú verejné financie fiškálne udržateľné. Existuje viacero ukazovateľov, ktoré charakterizujú stav verejných financií, ako aj mnoho indikátorov, resp. indexov, ktoré merajú stav fiškálnej udržateľnosti, resp. poskytujú varovné signály. Taktiež kvalita štatistických údajov, miera transparentnosti, ale aj kreatívne účtovníctvo v niektorých krajinách prispievajú k neprehľadnosti situácie, takže je prakticky nemožné získať exaktne porovnateľné údaje. Napriek tomu je zrejmé, že sa situácia za posledné desaťročie vo vyspelom svete zásadne zhoršila a v súčasnosti je výrazne nepriaznivejšia ako v rozvíjajúcich sa ekonomikách. Nezvyšilo sa len zadĺženie verejného sektora, ale tiež dlh domácností, finančných a nefinančných spoločností, najmä v USA a Veľkej Británii.

Očakávaná na najbližšie obdobie tiež nie sú optimistické. Starnutie obyvateľstva, narastajúci tlak na



penzijné systémy a náklady na zdravotníctvo budú situáciu ešte viac komplikovať. Ekonomovia, ale aj niektorí politici si tento stav uvedomujú. Aj pod tlakom finančných trhov začali uskutočňovať reálne opatrenia. Návrat k dokonale fiškálne udržateľným verejným financiám v strednodobom horizonte sa javí ako nereálny, resp. reálny len za cenu vysokej inflácie, ktorá by presunula veľkú časť bohatstva od veriteľov k dlžníkom. Jedinou rozumnou cestou sa javí dlhodobé zodpovedné fiškálne hospodárenie, ktoré zabezpečí zdravý hospodársky rast a postupné pomalé zlepšovanie verejných financií.

Vonkajšie ekonomické nerovnováhy by nemali byť redukované na veľký deficit na bežnom účte USA. Ide o komplexný jav, ktorý odráža realitu globálnej ekonomiky začiatku 21. storočia, charakteristickým okrem iného zásadným ekonomickým a politickým rastom nových rozvíjajúcich sa gigantov a bezprecedentnou vlnou finančnej integrácie. Svetové ekonomické nerovnováhy sa vzťahujú na všetky systémovo významné ekonomiky a zahŕňajú nielen deficitnú, ale aj prebytkovú stranu bilancie. Nerovnováhy na bežnom účte a finančné nerovnováhy sú prepojené. Finančná kríza v rokoch 2007 až 2009 ukázala, že efektívne

riadenie rizík spojené s oboma typmi nerovnováh je kľúčové pre udržateľný globálny rast a finančnú stabilitu.

Riadenie rizík spôsobených nerovnováhami na bežných účtoch platobnej bilancie vyžaduje z dlhodobého hľadiska zmeny na strane dopytu. Z krátkodobého hľadiska je potrebná medzinárodná koordinácia s cieľom zvýšiť pružnosť pri stanovení výmenných kurzov. To by v prípade americko-čínskeho vzťahu znamenalo, že prispôbiť by sa musela predovšetkým Čína. USA by mohli prispieť záväzkom prísnejšej fiškálnej a menovej politiky s cieľom znížiť domáci dopyt. Efektívne riadenie rizík spojených s finančnými nerovnováhami súvisiacimi s globálnym pohybom kapitálu vyžaduje zdravé makroekonomické prostredie doplnené opatreniami, ktoré zlepšia reguláciu finančného sektora. Opatrením, ktoré by sa malo použiť len mimoriadne a krátkodobo, je kontrola kapitálu. Skúsenosti jednoznačne dokazujú, že pokiaľ sa takýto spôsob používa dlhodobo, nemá to vplyv na veľkosť finančných tokov, ale len na ich zloženie. Navyše, a to je podstatné, kontrola kapitálu spôsobuje jeho menej efektívnu alokáciu a škodí dlhodobému rastu.

#### Použitá literatúra

- [1] Bank for International Settlements (BIS). 2011a. *81st Annual Report*, Basel, BIS, dostupné na <[www.bis.org/publ/arpdf/ar2011e.pdf](http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2011e.pdf)>.
- [2] Bank for International Settlements (BIS). 2011b. *Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?*, BIS Working Papers No 346, Basel, BIS, dostupné na <[www.bis.org/publ/work346.htm](http://www.bis.org/publ/work346.htm)>.
- [3] European Central Bank. 2008. *A Framework For Assessing Global Imbalances*, Occasional Paper Series, No 78/January 2008, Frankfurt am Main, ECB, dostupné na <<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp78.pdf>>.
- [4] KREJDL ALEŠ. 2006. *Fiscal Sustainability – Definition, Indicators and Assessment of Czech Public Finance Sustainability*, Working Paper Series 3, Česká národní banka, október 2006, dostupné na <[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/research/research\\_publications/cnb\\_wp/download/cnbwp\\_2006\\_03.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/research/research_publications/cnb_wp/download/cnbwp_2006_03.pdf)>.
- [5] MMF (Medzinárodný menový fond). 2012a. *Fiscal Monitor Update*, Washington, DC, MMF, dostupné na <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2012/update/01/fmindex.htm>>.
- [6] MMF. 2012b. *Global Financial Stability Report Market Update*, Washington, DC, MMF, dostupné na <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fmu/eng/index.asp>>.
- [7] MMF. 2012c. *World Economic Outlook Update*, Washington, DC, MMF, dostupné na <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/update/01/>>.
- [8] MMF. 2011a. *FISCAL MONITOR*, Washington, DC, MMF, dostupné na <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2011/02/fmindex.htm>>.
- [9] MMF. 2011b. *Global Financial Stability Report*, Washington, DC, MMF, dostupné na <<http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2011/02/index.htm>>.
- [10] MMF. 2011c. *World Economic Outlook*, Washington, DC, MMF, dostupné na <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/>>.
- [11] World Bank. 2011. *Global Development Horizons 2011 Multipolarity: The New Global Economy*, Washington, DC, World Bank, dostupné na <<http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTDECPROSPECTS/0,,contentMDK:22910761~menuPK:538203~pagePK:64165401~piPK:64165026~theSitePK:476883~isCURL:Y,00.html>>.