

Investície, fiškálna politika a bežný účet platobnej bilancie na Slovensku a v medzinárodnom porovnaní¹

Jarko FIDRMUC*

Úvod

Globalizácia, kapitálové toky a rastúca nerovnováha štátneho rozpočtu a bežného účtu platobnej bilancie v relatívne veľkom počte krajín motivovali rastúci ekonomický výskum týchto otázok. A. M. Taylor [20] pojednáva o vývoji kapitálových tokov počas minulých 120 rokov. Jeho príspevok ukazuje, že kapitálové toky a vonkajšia nerovnováha sú dôležitou črtou svetovej ekonomiky, aj keď ich úloha sa niekoľkokrát zmenila. Rastúci obchodný deficit v USA, ale aj v niektorých industrializovaných krajinách a v transformujúcich sa ekonomikách tento výskum ďalej stimuloval.

Prezentovaný článok je príspevkom do súčasnej diskusie o bežnom účte, integrácii kapitálových trhov a fiškálnej politike v nasledujúcich smeroch:

Článok najprv analyzuje determinanty dlhodobého postavenia bežného účtu v širokej palete krajín vrátane krajín OECD, industrializovaných krajín a reformných ekonomík v rokoch 1970 až 2001.

Po druhé, v článku sa vychádza zo štvrťročných údajov, kým väčšina predchádzajúcich porovnávacích štúdií [4; 22] vychádza z ročných údajov. To umožňuje zaoberať sa otázkami stability parametrov a nestacionarity časových radov, teda otázkami, ktorým sa väčšina autorov porovnávacích štúdií nevenovala. V protiklade k tomu sa štúdie niekoľkých krajín [11; 21] sústredili predovšetkým na vlastnosti analyzovaných časových radov.

Po tretie, článok definuje hrubé investície a saldo štátneho rozpočtu ako determinanty bežného účtu z dlhodobého pohľadu, kým väčšina predchádzajúcich štúdií sa sústredovala len na jeden z týchto faktorov. V analyzovaných krajinách sú domáce ekonomiky integrované do medzinárodných kapitálových trhov

* doc. Dr. Ing. Jarko FIDRMUC, Oesterreichische Nationalbank, Foreign Research Division, POB 61, A-1011 Wien, Austria; e-mail: Jarko.Fidrmuc@OeNB.at; Univerzita Komenského, Fakulta matematiky, fyziky a informatiky, Katedra ekonomických a finančných modelov, Mlynská dolina F2, 811 04 Bratislava 1; e-mail: Jarko.Fidrmuc@fmph.uniba.sk

¹ Autor oceňuje komentáre Jesúsa Crespo-Cuaresmu, Iikku Korhonena, Júliusa Horvátha a Kataríny Fidrmuc-Helmstedtovej. Názory vyjadrené v príspevku sú autorove a nemusia nevyhnutne vyjadrovať názor Rakúskej národnej banky. Ďakujem Vladimírovi Sojákovi za pomoc pri preklade textu.

v rôznom stupni. Zdá sa, že predovšetkým krajiny Európskej únie (EÚ) financujú prekvapivo vysoký podiel domácich investícií z medzinárodných zdrojov, čo naznačuje, že takzvaný Feldsteinov-Horiokov paradox má v krajinách EÚ menší význam.

Napokon článok prispieva k diskusii vývoja bežného účtu platobnej bilancie a štátneho rozpočtu na Slovensku a v transformujúcich sa ekonomikách v 90. rokoch, a zároveň ich porovnáva s vybranými krajinami. Okrem niekoľkých výnimiek sa táto skupina krajín z analýz dosiaľ vynechávala. S. Edwards [4] zahŕňa do svojej štúdie len niekoľko východoeurópskych krajín (čiastočne pred začiatkom ekonomických reforiem). P. Megarbane [13] pojednáva o udržateľnosti súčasného deficitu bežného účtu iba na Slovensku.

Článok je rozdelený nasledovne: Jedna časť predkladá teoretické podklady analýzy prepojení medzi bežným účtom a štátnym rozpočtom v systéme národných účtov. Časť 2 opisuje použité časové rady na analýzu dvojitého deficitu vo vybraných krajinách. Časť 3 overuje hypotézu dvojitého deficitu, ktorý je definovaný ako dlhodobý (kointegrujúci) pozitívny vzťah medzi bežným účtom a štátnym rozpočtom. Rovnako sa analyzuje úloha ďalších vybraných faktorov, ako sú investície. Posledná časť je súhrnná.

1. Bežný účet platobnej bilancie a štátny rozpočet v systéme národných účtov

Systém národných účtov definuje vzťah medzi štátnym rozpočtom a bilanciou zahraničného obchodu. Základná ekonomická identita definuje hrubý domáci produkt (HDP), Y , ako súhrn súkromnej a verejnej spotreby C a G , investícií I a čistého exportu tovarov a služieb (ktoré sa kvôli zjednodušeniu stotožňujú s bežným účtom platobnej bilancie) $X - M$:

$$Y_t = C_t + I_t + G_t + X_t - M_t \quad (1)$$

Jednoduchým preusporiadaním premenných vidíme, že

$$X_t - M_t = Y_t - C_t - G_t - I_t = S_t - I_t \quad (2)$$

To znamená, že obchodná bilancia sa musí rovnať rozdielu medzi národnými úsporami (definovanými ako HDP mínus súkromná a verejná spotreba) a hrubými investíciami. Z tohto vzťahu vyplýva, že bežný účet platobnej bilancie stojí v priamom vzťahu k úsporám a investíciám v ekonomike. Preto má podporná investičná politika negatívny vplyv na bežný účet, kým opatrenia redukujúce súkromnú alebo verejnú spotrebu pôsobia na bežný účet pozitívne, pretože zvyšujú úspory.

Podrobnejší náhľad účinkov tejto politiky získame oddelením verejných a súkromných úspor [12]. Verejné úspory S^g , ktoré zodpovedajú pozícii štátneho

rozpočtu, sa definujú ako rozdiel medzi daňovým príjmami T a rozpočtovými výdavkami G . Podobne súkromné úspory S^p sa definujú ako disponibilný príjem, t. j. zdanený príjem $Y - T$, po odpočítaní súkromnej spotreby. Z toho vyplýva, že

$$X_t - M_t = (Y_t - T_t - C_t) + (T_t - G_t) - I_t = S_t^p + S_t^g - I_t \quad (3)$$

Ak sa súkromné úspory približne rovnajú hrubým investíciám, z tejto rovnice je jasné, že obchodná bilancia a verejný rozpočet stoja v priamej súvislosti. Bilancia zahraničného obchodu a štátny rozpočet, označované často (hlavne ak sú obidve premenné negatívne) ako „dvojité deficit“ (*twin deficits*), sa musia pohybovať rovnakým smerom a v rovnakom objeme.

Napokon je dôležité uvedomiť si, že bežný účet platobnej bilancie sa musí rovnať kapitálovému a finančnému účtu

$$X_t - M_t = B_{t+1} - B_t \quad (4)$$

kde kapitálový a finančný účet je daný ako zmena čistých zahraničných aktív ekonomiky B . Tým môžu krajiny akumulovať zahraničné aktíva, alebo predávať domáce aktíva cudzincom. Preto krajiny, do ktorých prúdia veľké zdroje zahraničného kapitálu (vrátane priamych zahraničných investícií), musia nevyhnutne čeliť negatívne mu bežnému účtu v rovnakom objeme, odhliadnuc od zmien devízových rezerv.¹ Tým sa otvára otázka udržateľnosti deficitu bežného účtu. Vo všeobecnosti je deficit bežného účtu udržateľný, ak ho možno financovať prílevom zahraničného kapitálu [12; 13; 19]. Udržateľná úroveň deficitu bežného účtu však môže byť nejednoznačná, ak zvažíme možnosť zvrátenia (alebo náhleho zastavenia) kapitálových tokov [14].

Z toho vyplýva, že akumulovaný deficit bežného účtu sa rovná zahraničnému dlhu spojenému s určitým obdobím T : $\sum_{i=1}^T (X_t - M_t) = \sum_{i=1}^T (B_{t+1} - B_t)$. Tento dlh, prirodzene, spôsobuje stály tok úrokových platieb (prípadne dividend vzťahujúcich sa na priame zahraničné investície) do veriteľských krajín, a prípadne splatenie dlhu, alebo jeho reštrukturalizáciu (prípadne reštrukturalizáciu portfólia, alebo úplný predaj investícií zahraničným investorom) v neskorších obdobiach. Pritom definícia udržateľnosti predpokladá, že krajina musí byť schopná plniť všetky tieto požiadavky devízovými výnosmi z exportu v potrebnom rozsahu. Bežný účet musí byť udržateľný nielen v určitom časovom období, ale je potrebné zohľadniť dlhodobý vývoj bežného účtu. Preto je zjavne nevyhnutné diferencovať medzi deficitom bežného účtu v dôsledku investícií a v dôsledku spotreby [13]. V dlhodobom horizonte iba prvý zvyšuje exportnú kapacitu krajiny.

¹ Prehľad najnovšej literatúry od Galea a Orszaga [6] dokladá vysokú spojitosť úrokovej miery s rozpočtovým deficitom, ktorý má tendenciu zvyšovať prílev kapitálu z dôvodu vyšších úrokových mier.

Popri týchto argumentoch môžeme chápať bežný účet ako dlhodobý jav [9]. Vzhľadom na možnú dlhodobú úlohu kapitálového účtu, M. Obstfeld a K. Rogoff [16; 17] rozoberajú intertemporálny prístup k platobnej bilancii. Za predpokladu intertemporálneho vyrovnávania spotreby² analyzujú možnosť krajín financovať rozsiahle investície a rozpočtové potreby, alebo vyrovnat' negatívne príjmové šoky deficitom obchodnej bilancie a, v zmysle definície platobnej bilancie, prebytkami na kapitálovom a finančnom účte. Taktiež za predpokladu intertemporálneho prístupu k platobnej bilancii je determinácia bežného účtu podobná ako v rovnici (3).

Možnosť intertemporálneho obchodu môže byť mimoriadne dôležitá pre transformujúce sa ekonomiky. Na jednej strane boli tieto krajiny vystavené veľkému poklesu príjmov počas prvých rokov ekonomických reforiem [2]. Na druhej strane však majú výhľad na členstvo v EÚ, ktoré podporí ich rast a konvergenciu. Navyše, tieto krajiny sú už dobre integrované do medzinárodných finančných trhov. Viacero ekonomík v strednej Európe zaznamenáva vysoký prílev zahraničných investícií. Intertemporálny prístup k platobnej bilancii vytvára dobré predpoklady na vyrovnávanie dlhodobého hrubého príjmu v týchto krajinách.

Špecifické podmienky ekonomík v transformujúcich sa krajinách vyvolávajú vysoké investície a rozpočtové potreby na ceste do EÚ. Preto tieto ekonomiky musia čeliť vysokým dvojitým deficitom, ktorý predstavuje spoločnú črtu ekonomických reforiem, konvergencie a vstupu do EÚ.

2. Bežný účet platobnej bilancie a štátny rozpočet vo vybraných krajinách

Údajová databáza použitá v tomto článku obsahuje bilanciu bežného účtu platobnej bilancie, saldo štátneho rozpočtu a hrubé investície jedenástich krajín OECD, troch industrializovaných krajín a štyroch transformujúcich sa ekonomík v strednej a vo východnej Európe (pozri tab. 1 – 3) v rokoch 1970 – 2001 (pre posledné dve skupiny krajín sú k dispozícii údaje len za kratšie časové obdobie). Hlavným zdrojom údajov sú Medzinárodné finančné štatistiky Medzinárodného menového fondu (MMF). Tieto údaje sú doplnené o štatistiky transformujúcich sa krajín z národných zdrojov. Bilancia bežného účtu a saldo štátneho rozpočtu sú vyjadrené ako podiel na nominálnom HDP, ktorý sa tiež publikuje v štatistikách MMF alebo v národných prameňoch.

Pôvodné údaje vykazujú silnú sezónnu zložku. Preto sme tieto údaje najprv očistili štandardným filtrom (Cenzus X-12).

² Za tohto predpokladu konzumenti preferujú konštantnú spotrebu pred fluktuáciou spotreby v úplnej závislosti od príjmu v jednotlivých obdobiach.

T a b u ľ k a 1

Vybrané štatistiky pre bežný účet platobnej bilancie, podiel na HDP

Krajina	Obdobie	Minimum	Maximum	Priemer	St. dev.	ADF	ADF/1. Diff.
Austrália	1970:1 – 2001:4	-1.647	0.446	-0.897	0.449	-2.666 ^a	-5.171 ^{***}
Rakúsko	1970:1 – 2001:4	-6.607	2.836	-1.413	1.806	-2.312	-5.607 ^{***}
Bulharsko	1994:1 – 2001:3	-11.964	16.403	-1.603	5.258	-1.975 ^a	-5.830 ^{***}
Kanada	1970:1 – 2001:4	-1.305	1.151	-0.497	0.511	-1.968	-6.948 ^{***}
Česká republika	1993:1 – 2001:3	-8.901	4.546	-3.394	3.081	-3.219 ^{a**}	
Estónsko	1993:1 – 2001:4	-14.006	7.869	-6.534	4.565	-3.186 ^{a**}	
Fínsko	1975:1 – 2001:4	-8.798	9.595	-0.249	4.179	-0.948	-4.507 ^{***}
Francúzsko	1975:1 – 2001:4	-3.313	3.079	0.345	1.276	-2.106	-5.220 ^{***}
Nemecko –1	1971:1 – 2001:4	-2.265	5.620	0.792	1.922	-2.438	-4.193 ^{***}
Nemecko –2	1991:1 – 2001:4	-1.862	1.468	-0.616	0.629	-5.550 ^{a***}	
Maďarsko	1990:1 – 2001:4	-16.144	4.586	-3.574	4.271	-2.499	-3.088 ^{a**}
Kórea	1976:1 – 2001:4	-10.917	16.726	-0.084	5.038	-2.299	-4.535 ^{***}
Mexiko	1981:1 – 2001:4	-1.943	1.153	-0.574	0.830	-2.498	-3.512 ^{***}
Holandsko	1977:1 – 2001:4	-1.261	7.251	3.072	2.032	-2.319	-6.167 ^{***}
Poľsko	1995:1 – 2002:2	-3.478	1.157	-3.845	2.583	-1.403 ^a	-4.164 ^{a***}
Slovensko	1993:1 – 2002:1	-16.007	6.910	-5.064	5.711	-1.811 ^a	-4.348 ^{a***}
Španielsko	1975:1 – 2001:4	-5.017	2.998	-1.473	1.945	-3.057 ^{a*}	
Veľká Británia	1970:1 – 2001:4	-6.006	4.443	-0.821	1.988	-2.381	-5.265 ^{***}
USA	1973:1 – 2001:4	-4.695	1.234	-1.425	0.369	1.476	-4.330 ^{***}

Poznámka: ADF – Vylepšený Dickeyho-Fullerov test na jednotkový koreň (pre premenné v absolútnych hodnotách a v prvých diferenciách) za použitia štyroch lagov; a – za použitia jedného alebo dvoch lagov; **/**/** označuje hladinu vierohodnosti na 10 % / 5 % / 1 %-nej úrovni.

T a b u ľ k a 2

Vybrané štatistiky pre saldo štátneho rozpočtu, podiel na HDP

Krajina	Obdobie	Minimum	Maximum	Priemer	St. dev.	ADF	ADF/1. Diff.
Austrália	1970:1 – 2001:4	-1.658	0.806	-0.359	0.509	-2.557	-6.095 ^{***}
Rakúsko	1970:1 – 1998:4	-8.586	-0.019	-3.768	1.570	-2.439	-6.527 ^{***}
Bulharsko	1994:1 – 2001:3	-29.190	9.958	-2.429	8.013	-2.324 ^a	-5.863 ^{***}
Kanada	1976:2 – 1995:3	-1.902	-0.175	-0.974	0.382	-2.159	-5.676 ^{***}
Česká republika	1993:1 – 2001:3	-4.977	4.314	-0.701	2.051	-3.177 ^{a**}	
Estónsko	1993:4 – 2002:2	-7.512	6.170	-0.369	2.668	-2.972 ^{a**}	
Fínsko	1970:1 – 2000:3	-21.200	3.969	-2.430	4.784	-1.855	-5.533 ^{***}
Francúzsko	1970:1 – 1998:4	-7.784	2.195	-2.002	2.097	-2.466	-6.710 ^{***}
Nemecko –1	1970:1 – 1998:4	-4.304	0.376	-1.533	0.925	-3.544 ^{***}	
Nemecko –2	1991:1 – 1998:4	-3.321	0.019	-1.569	0.775	-4.150 ^{a***}	
Maďarsko	1990:1 – 2001:4	-11.940	0.677	-5.713	2.674	-2.222	-3.146 ^{a**}
Kórea	1970:1 – 2000:3	-7.621	5.652	-0.124	1.983	-3.384 ^{a*}	
Mexiko	1981:1 – 2001:4	-4.237	1.711	-0.964	1.340	-1.138	-3.702 ^{***}
Holandsko	1977:1 – 1998:4	-8.909	4.686	-3.561	2.583	-1.450	-4.764 ^{***}
Poľsko	1993:1 – 2002:3	-6.074	-0.053	-2.813	1.407	-2.572 ^a	-6.735 ^{***}
Slovensko	1993:1 – 2002:2	-12.430	2.074	-4.940	2.786	-2.395 ^a	-4.173 ^{a***}
Španielsko	1970:1 – 1999:4	-16.235	11.843	-3.676	3.234	-2.378	-7.684 ^{***}
Veľká Británia	1970:1 – 1998:1	-8.929	5.200	-3.121	2.858	-2.485	-5.516 ^{***}
USA	1970:1 – 2001:4	-6.562	3.268	-2.344	2.202	-1.684	-5.120 ^{***}

Poznámka: Definícia salda štátneho rozpočtu zodpovedá definícii MMF; ADF – vylepšený Dickeyho-Fullerov test na jednotkový koreň (pre premenné v absolútnych hodnotách a v prvých diferenciách) za použitia štyroch lagov; a – za použitia jedného alebo dvoch lagov; **/**/** označuje hladinu vierohodnosti na 10 % / 5 % / 1 %-nej úrovni.

Tabuľka 3

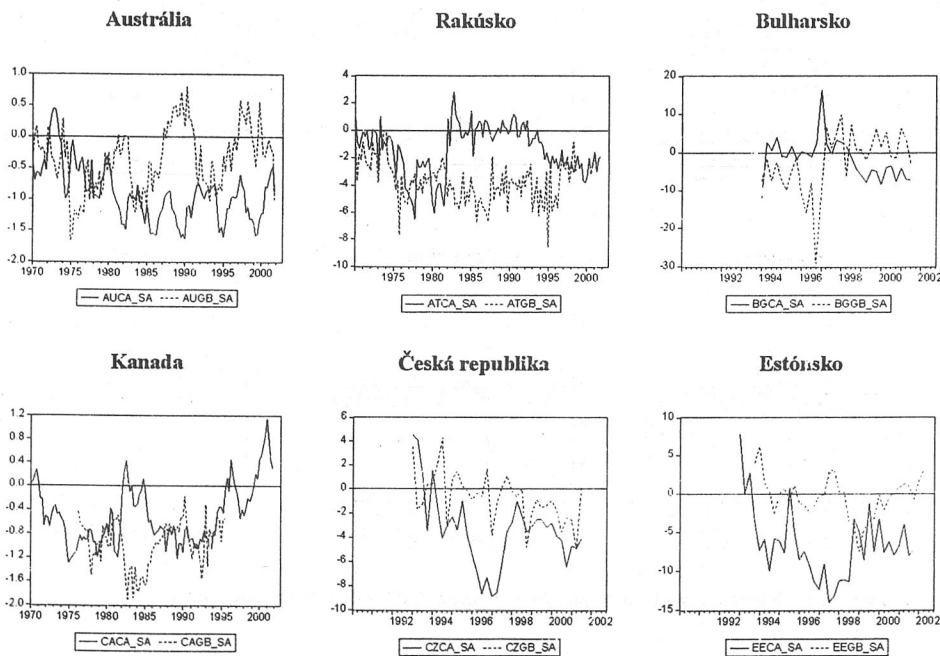
Vybrané štatistiky pre podiel hrubých investícií na HDP

Krajina	Obdobie	Minimum	Maximum	Priemer	St. dev.	ADF	ADF/1. Diff.
Austrália	1970:1 – 2001:4	20.403	31.800	24.997	2.673	-2.602*	-4.807***
Rakúsko	1970:1 – 1999:1	18.672	32.016	22.911	2.770	-1.834	-5.046***
Bulharsko	1994:1 – 2001:4	9.194	21.685	14.317	2.979	-3.319***	
Kanada	1970:1 – 2002:1	16.260	24.782	20.859	2.141	-1.569	-4.612***
Česká republika	1994:1 – 2002:2	27.371	33.814	29.417	1.781	-1.710 ^a	-4.333***
Estónsko	1995:1 – 2002:2	22.376	30.404	26.239	2.182	-1.547 ^a	-3.951***
Fínsko	1970:1 – 1998:4	15.144	33.457	24.724	4.668	-1.282	-3.850***
Francúzsko	1970:1 – 1998:4	17.300	24.379	21.029	2.108	-1.020	-3.600***
Nemecko –1	1970:1 – 1998:4	18.721	25.691	21.763	1.951	-2.888**	
Nemecko –2	1991:1 – 1998:4	20.796	24.164	22.429	1.081	-1.939 ^a	-3.129***
Maďarsko	1995:1 – 2002:2	19.147	24.728	22.236	1.493	-1.663 ^a	-5.403***
Kórea	1970:1 – 2002:4	17.909	39.843	30.502	4.604	-2.135	-4.960***
Mexiko	1981:1 – 2002:2	15.262	27.178	19.583	2.347	-5.394***	
Holandsko	1977:1 – 1999:1	19.499	25.245	21.572	1.225	-2.184	-5.068***
Poľsko	1995:1 – 2002:2	14.834	25.689	22.217	2.619	-2.244 ^a	-4.410***
Slovensko	1993:1 – 2002:1	23.418	36.857	30.586	3.938	-2.203 ^a	-5.463***
Španielsko	1970:1 – 1998:4	18.436	29.215	22.687	2.343	-1.738	-3.385**
Veľká Británia	1970:1 – 2002:1	15.574	22.663	18.363	1.755	-1.994	-4.132***
USA	1970:1 – 2002:1	13.154	18.632	15.885	1.245	-2.825*	-3.600***

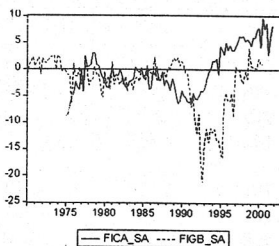
Poznámka: ADF – Vylepšený Dickeyho-Fullerov test na jednotkový koreň (pre premenné v absolútnych hodnotách a v prvých diferenciách) za použitia štyroch lagov; a – za použitia jedného alebo dvoch lagov; */**/** označuje hladinu vierohodnosti na 10 % / 5 % / 1 %-nej úrovni.

Diagram 1

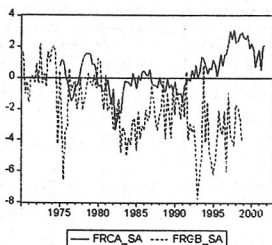
Bilancia bežného účtu platobnej bilancie a saldo štátneho rozpočtu, podiel na HDP



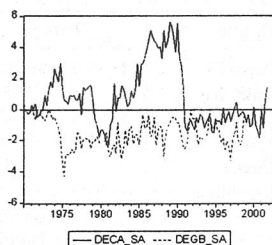
Fínsko



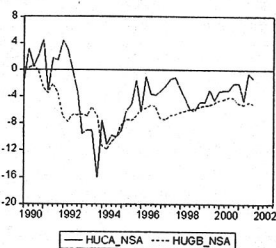
Francúzsko



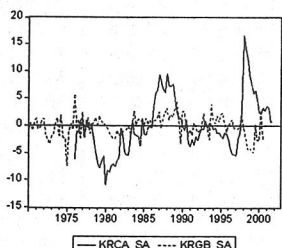
Nemecko



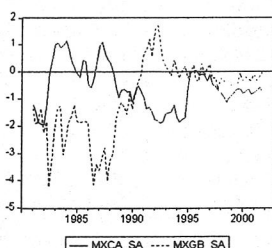
Maďarsko



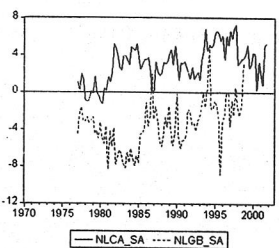
Kórea



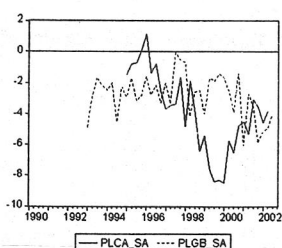
Mexiko



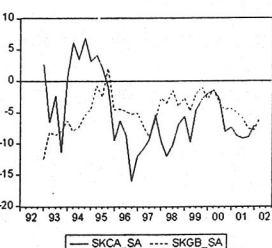
Holandsko



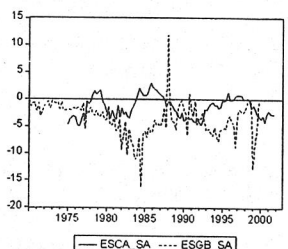
Poľsko



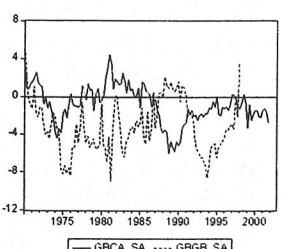
Slovensko



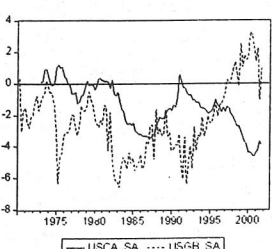
Španielsko



Veľká Británia



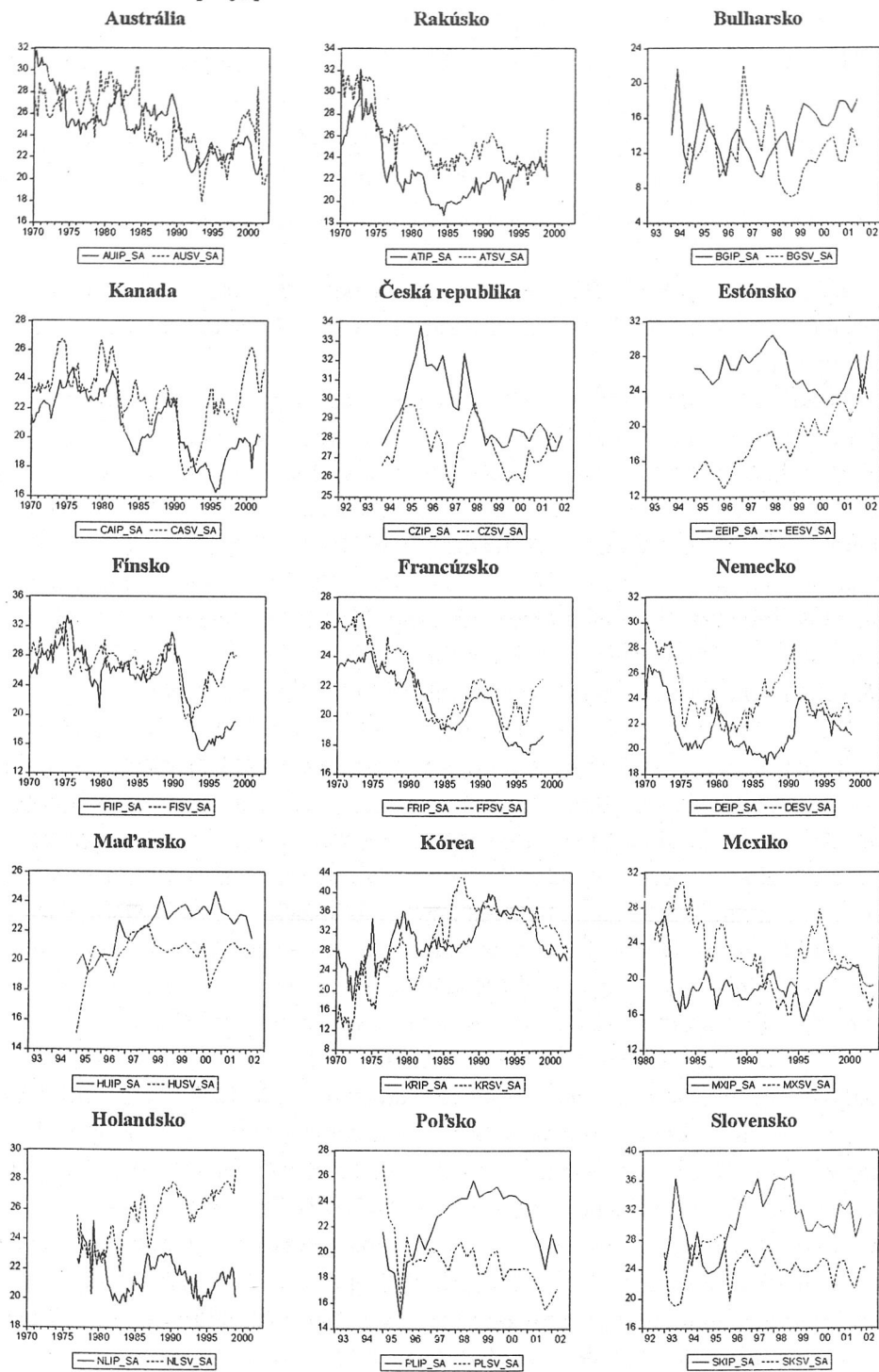
USA

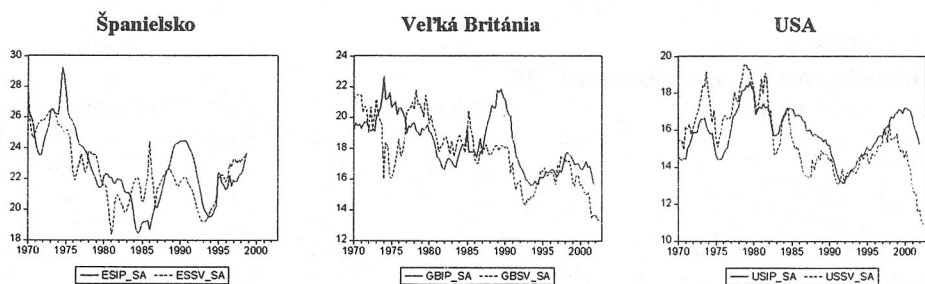


Vysvetlivky: CA – bilancia bežného účtu platobnej bilancie, GB – saldo štátneho rozpočtu.

Diagram 2

Hrubé investície a úspory, podiel na HDP





Vysvetlivky: IP – hrubé investície, SV – úspory (HDP mínus súkromná a verejná spotreba).

Z diagramov 1 a 2 vidno, že premenné aj po tejto úprave vykazujú značnú variantnosť. Vo veľkých krajinách pozorujeme vo všeobecnosti hladší priebeh časových radov.

Niektoré krajiny mohli navyše prejsť počas analyzovaného obdobia štruktúrnymi zmenami, napríklad Nemecko po zjednotení v októbri 1990. Nemecká bilancia bežného účtu koncom roka 1990 skutočne vyказuje jasne viditeľný štruktúrny zlom, zatiaľ čo táto zmena režimu zdanlivo neovplyvnila nemecký štátny rozpočet. Z tohto dôvodu uvádzajú tabuľky 1 – 3 štatistiky pre Nemecko počas celého obdobia a v období po zjednotení. Štruktúrne zlomy majú tendenciu vyskytovať sa aj v iných krajinách. Napríklad A. J. Hatemi a G. Shukur [7] identifikujú štruktúrne zlomy v dvojitoť deficite (definujú však deficit bežného účtu a štátneho rozpočtu odlišným spôsobom) v USA v roku 1989.

Mali by sme si tiež všimnúť tendenciu k deficitom bežného účtu v publikovaných údajoch. Iba tri krajiny (Nemecko, Francúzsko a Holandsko) v dátovom súbore majú v priemere prebytky bežného účtu počas celého skúmaného obdobia. Avšak Japonsko a Čína, ktoré nie sú zahrnuté v dostupných údajoch, tiež charakterizuje vysoký obchodný prebytok. Oproti tomu iné nezahrnuté krajiny sú tiež náchylné k deficitu na bežnom účte, čo odráža akumulácia dlhov v rozvojových krajinách. Do istej miery sa tento trend dá vysvetliť aj nadhodnotením exportu a podhodnotením importu z daňových a colných dôvodov. V tomto prípade by dané faktory nemali ovplyvniť zmeny v úrovni bežného účtu.

Už prvá analýza údajov odhaľuje zaujímavé črty, týkajúce sa stacionarity analyzovaných časových radov. Ako je u autorov predošlých štúdií [20] z diagramu 1 vidno, deficit bežného účtu je v niektorých rozvinutých krajinách pomerne trvalý. Známym príkladom je Austrália, ktorá od začiatku 70. rokov vykazovala stály deficit bežného účtu (do 1 – 2 % HDP). Podobne USA od začiatku 80. rokov dosiahli prebytok na bežnom účte iba v jednom štvrtroku (po väčšinu tohto obdobia sa deficit blížil k 2 % HDP). Naproti tomu Kanada, ktorá je ďalšou krajinou spomínanou v citovanej literatúre [20], vykázala v roku 2000 zlepšenie bežného účtu z 1 % deficitu HDP na nízky prebytok.

Tieto pozorovania do veľkej miery platia aj pre strednodobé analýzy. Iba jedna krajina (Kórea) mala približne vyrovnaný bežný účet počas celého obdobia, pre ktoré sú údaje k dispozícii (1976 – 2001). Navyše, iba jedna ďalšia krajina (Fínsko) vykazuje priemerný deficit bežného účtu pod 0,5 % HDP, kým Francúzsko má prebytok bežného účtu v podobnej výške. Oproti tomu niekoľko krajín (Rakúsko a Španielsko)³ typicky vykazovalo deficit bežného účtu blížiaci sa k 1,5 % HDP počas obdobia približne 30 rokov.

Napokon, preverenie prostredníctvom testu jednotkového koreňa potvrdzuje hysterézný efekt bežného účtu. Posledné dva stĺpce tabuľky 1 ukazujú výsledky vylepšeného Dickeyho-Fullerovho testu (ADF)⁴ analyzovaných časových radov a ich prvých diferencií. Tento test nepripúšťa zamietnutie nulovej hypotézy jednotkového koreňa pre všetky krajiny, okrem Španielska, Estónska, Českej republiky (aj keď pre relatívne krátke časové obdobie), a Nemecka po zjednotení. Diferencované časové rady sú pre všetky krajiny stacionárne na obvyklých hladinách hodnovernosti, z čoho vyplýva, že bežný účet je $I(1)$ takmer vo všetkých analyzovaných krajinách.

Podobné výsledky vidíme aj pri salde štátneho rozpočtu. Niekoľko krajín vykazuje stály rozpočtový deficit nad 2 %, ba až nad 3 % HDP počas 20 až 30 rokov. Zdá sa však, že viacej krajín sleduje neakomodatívnu fiškálnu politiku. Podľa ADF-testu Nemecko a Kórea nevykazujú za celé obdobie približne 30 rokov nijaký hysterézný efekt fiškálnych šokov. Pre kratšie časové obdobie sú podobné výsledky pre Českú republiku a Estónsko.

Treba si všimnúť, že pre Českú republiku, Estónsko a Nemecko (po zjednotení) sú časové rady bežného účtu a štátneho rozpočtu v oboch prípadoch stacionárne. Podobne priemer bežného účtu Kórey sa blíži k nule (aj keď tento časový rad je nestacionárny), kým jej rozpočet nemá jednotkový koreň. To znamená, že krajiny s relatívne flexibilnou fiškálnou politikou majú všeobecný sklon k flexibilným alebo vyrovnaným zahraničným účtom. To môžeme vnímať ako prvý výsledok, ktorý dáva do súvisu fiškálnu politiku a bežný účet.

V neposlednom rade, údaje uvedené v tabuľke 1 ukazujú, že nerovnováha bežného účtu môže byť v kratších obdobiach porovnateľne veľká. Takmer všetky obsiahnuté krajiny (ktorých údaje sú k dispozícii po celé sledované obdobie) zažili maximálny deficit bežného účtu vysoko nad obvykle citovanou 5 %-nou úrovňou, predovšetkým Rakúsko 6,6 %, Fínsko 8,8 % a Kórea 10,9 %. Porovnanie týchto príkladov však zároveň poukazuje na historickú jedinečnosť vo

³ V tejto súvislosti môžeme pripomenúť, že zahraničný ochod so službami (napr. turistika) je tiež súčasťou bežného účtu.

⁴ Hatemi a Shukur [7] alikujú test jednotkového koreňa podľa Kwiatkowského a kol. [10]. Tento test tiež implikuje nestacionaritu časových radov pre USA.

vývoji v stredoeurópskych krajinách v 90. rokoch. Maďarsko a Slovensko, napríklad, hlásia najvyšší deficit bežného účtu z celého dátového súbor (16 % HDP), potom nasleduje Estónsko (14 % HDP) a Bulharsko (12 % HDP). Ďalej sú tieto mimoriadne vysoké úrovne deficitu bežného účtu charakteristické tým, že pretrvávajú oveľa dlhšie než v predošlých prípadoch. Výsledkom je, že transformujúce sa ekonomiky vykazujú počas dostupného obdobia priemerný deficit bežného účtu nad 6 % HDP v Estónsku, 5 % HDP na Slovensku a viac ako 3 % HDP v Maďarsku, Poľsku a v Českej republike (pozri tab. 1). Tieto hodnoty sú oveľa vyššie než tie, ktoré sú uvedené pre rozvinuté ekonomiky alebo pre industrializované krajiny, aj keď tieto hodnoty boli vypočítané pre iné časové obdobia. Toto zistenie podporuje aj S. Edwards [4], ktorý konštatuje, že len malý počet krajín bol vystavený veľkému deficitu bežného účtu počas dlhšieho obdobia (ako napríklad na päť rokov).

Tabuľka 3 a diagram 2 ukazujú, že stredoeurópske krajiny vykazujú aj vyššie investície než porovnateľné ekonomiky. Na druhej strane prichádzame k zaujímavému zisteniu, že fiškálny vývoj v týchto krajinách je menej netypický (pozri tab. 2). Napriek tomu však Maďarsko a Slovensko vykazujú opäť najvyššiu úroveň rozpočtového deficitu (viac ako 5 %, resp. 4 % HDP v 90. rokoch), ale niektoré krajiny OECD sa dlhodobo (od 70. rokov) tiež približujú k 4 % HDP.

3. Dvojitý deficit: mýtus alebo realita?

Hoci vo väčšine analyzovaných krajín vidíme deficit bežného účtu a štátneho rozpočtu, predošlé štúdie uvádzajú zmiešané výsledky pre vzťah medzi štátnym rozpočtom a bežným účtom [3; 8]. Už prvý pohľad na údaje toto zistenie potvrdzuje. Na jednej strane máme len málo prípadov, keď sa štátny rozpočet a bežný účet vyvíjajú jedným smerom. M. Normandin [15] a C. L. Mann [12] konštatujú vznik dvojitého deficitu v ekonomike USA v 80. rokoch ako hlavnú motiváciu k hypotéze dvojitého deficitu. Ako ukazuje aktuálnejší príklad, Fínsko vykazovalo až do roku 1990 nízky stav deficitov bežného účtu a štátneho rozpočtu. Potom sa obidve premenné prudko zhoršili a zostali až do roku 1995 negatívne, keď sa obidva ukazovatele začali paralelne zlepšovať.

Máme však aj veľké množstvo opačných príkladov, vrátane Mexika a USA (v 90. rokoch). Korelácia medzi oboma ukazovateľmi je vysoko negatívna (-0,58 pre Mexiko v celej vzorke a -0,84 v prípade USA od začiatku 90. rokov až do roku 2001). V skutočnosti väčšina krajín vykazuje negatívnu koreláciu oboch premenných.

Vzťah medzi bežným účtom a štátnym rozpočtom je nejasný aj v strednej Európe. Vidíme pozitívnu koreláciu v Maďarsku (0,6) a v Českej republike (0,3).

Zostávajúce krajiny však vykazujú buď nulovú koreláciu (Poľsko a Slovensko), alebo dokonca negatívnu koreláciu ($-0,2$ v prípade Bulharska a Estónska).

Zároveň však môžeme vidieť zjavnú tendenciu k návratu do dlhodobovo vyrovnaného stavu bežného účtu a štátneho rozpočtu. Preto táto kapitola skúma dlhodobý vzťah medzi bežným účtom a štátnym rozpočtom vo vybraných krajinách, ktorý je odvodený v rovnici (3). Tomu zodpovedá dlhodobý (kointegračný) vzťah medzi bežným účtom (ktorý je označený ako $X - M$), štátnym rozpočtom ($T - G$) a hrubými investíciami⁵ (I)

$$X_t - M_t = \beta_1 + \beta_2(T_t - G_t) - \beta_3 I_t \quad (5)$$

Ako naznačuje rovnica (5), očakávame pozitívny efekt štátneho rozpočtu a negatívny efekt hrubých investícií na bežný účet. Tým vysoký rozpočtový deficit a vysoké investície zhoršujú saldo bežného účtu. Koefficient obidvoch premenných by sa mal rovnať jednej, ak sú krajiny dokonale integrované do svetovej ekonomiky a štátny rozpočet a investície sa financujú úplne na svetovom finančnom trhu. Dá sa ale očakávať, že táto podmienka nie je splnená v žiadnej krajine. M. Feldstein a C. Horioka [5] ukázali, že vysoký podiel domácich investícií sa stále financuje prevažne z domácich zdrojov (z domácich úspor).⁶ To znamená, že koeficient β_3 je zvyčajne podstatne nižší ako jeden. Podobný efekt môžeme očakávať aj pre saldo štátneho rozpočtu.

Predošlá literatúra na túto tému zdôrazňovala, že parametre v rovnici (5) sa môžu meniť v závislosti od časových období. L. L. Leachman a B. Francis [11] rozdelili celkové analyzované obdobie (1948 – 1992) v roku 1973, keď sa zrušil bretonwoodsky systém fixných výmenných kurzov. Edwards [4] analyzuje niekoľko udalostí vrátane takzvaných ropných šokov v 70. rokoch a krízy zadlženia rozvojových krajín v roku 1982. Túto druhú udalosť zdôrazňuje aj J. Ventura [22], ktorý z tohto dôvodu rozvojové krajiny zo svojich analýz vyníma. Napokon, A. Hatemi a G. Shukur [7] nachádzajú na začiatku 90. rokov štruktúrny zlom, ktorý pripisujú tzv. novej ekonomike (t. j. rozvoju informačných technológií a internetu), globalizácii a integrácii bývalých socialistických ekonomík do svetovej ekonomiky. Rozdiely medzi 80. a 90. rokmi v dôsledku novej ekonomiky zdôrazňuje aj C. L. Mann [12]. Zmeny režimov, ktoré súvisia s uvedenými udalosťami, podporujú aj údaje analyzované v našom článku. Preto tabuľka 4 predkladá kointegračné testy pre dve samostatné obdobia, t. j. pre roky 1980 – 1989 a 1990 – 2001.⁷

⁵ ADF-test ukazuje (pozri tab. 3), že hrubé investície sú $I(1)$ takmer pre všetky analyzované krajiny.

⁶ Tento výsledok, ktorý sa všeobecne označuje ako Feldsteinov-Horiokov paradox, potvrdili nasledujúce intenzívne výskumy. O tomto probléme pojednáva napríklad Obstfeld a Rogoff [18; 19].

⁷ V prezentovanom článku označujem konkrétne obdobia ako 80. a 90. roky, i keď druhé obdobie je pre niektoré krajiny o niečo dlhšie.

Tabuľka 4

Kointegračný test pre vybrané krajiny

A. Obdobie približne od 1980 do 1989					
	Počet lagov	Kointegračný test (Trace-test)			Dlhodobá (kointegračná) rovnica
		H ₀ : r = 0	H ₀ : r = 1	H ₀ : r = 2	
Austrália	5	31.79*	5.88	0.01	$X - M = -7.90 - 0.34 (T - G) + 0.25 I$ (-2.07) (2.66)
Rakúsko	1	24.69	8.40	2.08	
Kanada	1	46.79*	17.29*	2.67	$X - M = -3.43 - 1.01 (T - G) + 0.08 I$ (-7.21) (2.50)
Fínsko	1	38.50**	8.67	2.26	$X - M = 16.03 - 0.20 (T - G) - 0.70 I$ (-1.55) (-4.76)
Francúzsko	1	38.50**	15.02	5.83	$X - M = 40.81 + 2.14 (T - G) - 1.76 I$ (5.71) (-4.78)
Mexiko ^a	3	16.87*	3.45		$X - M = 0.07 + 0.01 (T - G)$ (0.04)
Holandsko	1	13.75	6.33	0.78	
Španielsko	1	27.46	9.05	1.90	
Veľká Británia	2	37.50**	8.50	0.14	$X - M = 44.77 + 0.79 (T - G) - 2.34 I$ (3.77) (-7.59)
USA	3	53.37**	11.02	4.76	$X - M = 4.77 + 1.40 (T - G) - 0.09 I$ (8.38) (-0.37)
B. Obdobie približne od 1990 do 2001					
	Počet lagov	Kointegračný test (Trace-test)			Dlhodobá (kointegračná) rovnica
		H ₀ : r = 0	H ₀ : r = 1	H ₀ : r = 2	
Austrália	4	29.80	13.77	2.43	$X - M = 11.41 + 0.39 (T - G) - 0.55 I$ (1.16) (-4.30)
Rakúsko	1	23.13	8.14	1.25	
Bulharsko	1	11.48	4.69		
Kanada	2	25.26	12.40	1.17	
Fínsko ^a	1	10.44	2.02		
Francúzsko	3	32.23*	6.76	0.76	$X - M = 310 + 16.71 (T - G) - 13.39 I$ (4.86) (-4.91)
Maďarsko	3	45.58**	15.15	7.31	$X - M = 29.62 + 2.22 (T - G) - 0.90 I$ (5.20) (-3.16)
Mexiko ^a	1	12.85	5.07		
Holandsko	2	28.58	15.26	6.14	
Poľsko	3	37.51*	14.76	1.49	$X - M = 76.28 + 7.11 (T - G) - 2.71 I$ (-4.05) (-5.14)
Slovensko	1	33.99*	14.01	5.50	$X - M = -34.75 - 0.09 (T - G) - 1.33 I$ (-0.40) (-8.70)
Veľká Británia	3	33.57*	13.13	0.06	$X - M = 18.28 + 0.24 (T - G) - 1.12 I$ (2.60) (-8.43)
USA	2	16.53	2.33	0.06	

Poznámka: Všetky časové rady sú I(1) v analyzovaných obdobiach.

*/** označuje zamietnutie H₀ na hladine hodnovernosti 5 % / 1 %;

a – podiel investícií na HDP nie je k dispozícii alebo je I(0);

t-štatistiky, ktoré sú vypočítané na základe asymptotických štandardných chýb, sú v zátvorkách.

V 80. rokoch pozorujeme vo viacerých krajinách štatisticky významný dlhodobý vzťah medzi premennými, ktorý však pretrváva iba v niekoľkých prípadoch aj

v 90. rokoch.⁸ Vysvetľujúce premenné vo všeobecnosti vykazujú očakávané znamienko a veľkosť pre takmer všetky odhadované parametre. Nečakane vysoké koeficienty v 80. rokoch vidíme len za Francúzsko.

Pre USA pozorujeme nízky investičný koeficient, čo potvrdzuje platnosť Feldsteinovho-Horiokovho paradoxu v tejto krajine. Tento výsledok potvrdzuje predošlé zistenia v literatúre. Napríklad Obstfeld a Rogoff [17; 19] interpretujú podobné výsledky pre USA ako indikátor, že táto krajina je napriek svojej integrácii do svetovej ekonomiky a nedávnym globalizačným vlnám ešte stále relatívne uzavretá.

Odhadované koeficienty pre hrubé investície sú však relatívne vysoké, blízke, alebo dokonca vyššie ako jeden⁹ v niekoľkých, najmä európskych krajinách. To vedie k záveru, že celkový objem investícií je v týchto krajinách financovaný prevažne z medzinárodných zdrojov (vrátane iných krajín EÚ) [1]. Oproti tomu krajiny mimo Európskej únie (napríklad Kanada) sa stále silno spoliehajú na domáce zdroje (úspory) na financovanie investičného rozvoja, čo nám dokazujú odhadované investičné koeficienty blízke nulovej hodnote.

V strednej a vo východnej Európe nachádzame dvojité deficit v Maďarsku a v Poľsku,¹⁰ avšak len štatisticky nevýznamný vzťah medzi bežným účtom a štátnym rozpočtom na Slovensku. Dlhodobý kointegračný vzťah odhadovaný pre Slovensko naznačuje, že deficit bežného účtu určujú najmä hrubé investície.¹¹ Tento záver potvrdzuje aj deskriptívna analýza P. Megarbaneho [13]. Podotýkame, že odhadovaný investičný koeficient v stredoeurópskych krajinách je tiež blízky jednej. To znamená, že Feldsteinov-Horiokov paradox sa zrejme nevzťahuje ani na kandidátske krajiny.

Pre Bulharsko nie sú k dispozícii žiadne štatisticky hodnoverné odhady. Ako sme už spomenuli, Česká republika a Estónsko vykazujú vysoký stupeň flexibility bežného účtu a štátneho rozpočtu, ako dokladá stacionarita ich časových radov.

Záver

Súvislosť vysokého deficitu bežného účtu platobnej bilancie a štátneho rozpočtu, ktoré sa všeobecne označujú ako dvojité deficit, priťahovala v 80. a 90. rokoch vysokú pozornosť ekonomickej teórie. Od druhej polovice 90. rokov

⁸ Kvalita odhadovaných modelov je v 90. rokoch tiež horšia. To naznačuje, že bežný účet je v poslednom čase viac determinovaný krátkodobými faktormi. Toto pozorovanie zodpovedá aj vysokej frekvencii finančných kríz vo svete v 90. rokoch.

⁹ Koeficient môže byť vyšší jeden, ak sú investície nižšie než celkové náklady na novú výrobu (vrátane napríklad operatívnych nákladov, pridaných k celkovým investíciám).

¹⁰ Odhadovaný koeficient pre Poľsko je však pomerne vysoký.

¹¹ Veľká časť investícií na Slovensku sa vzťahovala na štátne investičné programy.

tento jav získal na význame aj v krajinách strednej a východnej Európy. Bilancia bežného účtu a saldo štátneho rozpočtu ukazujú v krajinách OECD vysoký stupeň hysterézneho efektu, čo je potvrdené testom jednotkového koreňa. V nadväznosti na to definujeme dvojitý deficit ako dlhodobý (kointegrujúci) vzťah medzi bežným účtom, štátnym rozpočtom a hrubými investíciami. Tento článok ukazuje, že dvojitý deficit existoval v 80. rokoch vo viacerých krajinách, ale menej empirických podkladov je k dispozícii pre 90. roky. Na základe predchádzajúcich štúdií (napríklad Mann [12]) možno túto črtu pripísať tzv. novej ekonomike a zmenám vo svetovej ekonomike (globalizácii a ekonomickým reformám v strednej a vo východnej Európe) v 90. rokoch. Okrem toho tento článok ukázal, že krajiny, ktoré sledujú udržateľnú fiškálnu politiku (napríklad Kórea, Nemecko, Estónsko a Česká republika), vykazujú aj vysokú flexibilitu bežného účtu. Ako sa očakávalo, hrubé investície podstatne prispeli k deficitu bežného účtu.

Napriek vzrastajúcej úlohe medzinárodných finančných trhov zisťujeme, že niekoľko krajín financuje svoje investície najmä z domácich zdrojov (úspor). Táto charakteristika potvrdzuje predošlé výsledky ohľadne tzv. Feldsteinovho-Horiokoveho paradoxu. Pre krajiny EÚ i pre kandidátske krajiny (Maďarsko, Poľsko a Slovensko) sme našli menej dôkazov pre Feldsteinov-Horiokov paradox. Tento výsledok naznačuje, že integrácia do Európskej únie podstatne zvýšila stupeň otvorenosti zúčastnených ekonomík.

V krajinách strednej a východnej Európy a v porovnateľných krajinách existujú výrazné podobnosti, ale aj dôležité odlišnosti. Predovšetkým v transformujúcich sa ekonomikách nachádzame vysoký deficit bežného účtu, ktorý je v historickom porovnaní jedinečný vo vzťahu k rozvinutým krajinám, práve tak ako aj k industrializovaným krajinám. V rokoch 1993 – 2002 dosiahol deficit slovenského bežného účtu takmer 5 % HDP v priemere, čo je približne dvakrát viac než porovnateľné údaje vykazované v iných svetových regiónoch. Aj niektoré ďalšie transformujúce sa krajiny majú deficit bežného účtu vysoko nad úrovňou v iných krajinách. To ukazuje na jednej strane, že situácia v týchto krajinách bude reagovať citlivo na vývoj na svetovom finančnom trhu. Ekonometrická analýza ukazuje, že dvojitý deficit je signifikantný v Maďarsku a v Poľsku, i keď nie na Slovensku.

Na druhej strane tieto výsledky znamenajú, že na súčasný deficit bežného účtu a štátneho rozpočtu je možné čiastočne hľadiť ako na intertemporálny fenomén, ktorý vyplýva z kolapsu objemu produkcie na začiatku a z vysokých investícií počas ekonomických reforiem. Krajiny s transformujúcou sa ekonomikou môžu využiť možnosť financovania investícií a spotreby z budúcich príjmov, ktorých rast sa očakáva počas prístupu do EÚ. Príklady Maďarska, Poľska a Slovenska naznačujú, že tieto krajiny sú relatívne dobre integrované do medzinárodných kapitálových trhov.

Literatúra

- [1] BLANCHARD, O. – GIAVAZZI, F.: Current Account Deficits in the Euro Area. The End of the Feldstein Horioka Puzzle? [Working Paper, No. 03-05.] Massachusetts: MIT 2003.
- [2] CAMPOS, N. F. – CORICELLI, F.: Growth in Transition: What We Know, What We Don't, and What We Should. *Journal of Economic Literature*, XL, 2002, s. 793 – 836.
- [3] CHINN, M. D. – PRASAD, E. S.: Medium-Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration. *Journal of International Economics*, 59, 2003, č. 1, s. 47 – 76.
- [4] EDWARDS, S.: Does the Current Account Matter? [Working Paper, No. 8275.] Cambridge: NBER 2001.
- [5] FELDSTEIN, M. – HORIOKA, C.: Domestic Saving and International Capital Flows. *The Economic Journal*, 90, 1980, č. 358, s. 314 – 329.
- [6] GALE, W. G. – ORSZAG, P. R.: The Economics of Long-Term Fiscal Discipline. Tax Policy Center Discussion Paper. Washington D. C.: The Brookings Institution 2002.
- [7] HATEMI, A. J. – SHUKUR, G.: Multivariate-Based Causality Tests of Twin Deficits in the US. *Journal of Applied Statistics*, 29, 2002, č. 6, s. 812 – 824.
- [8] KAO, C. – MCCOSKEY, S.: Comparing Panel Data Cointegration Tests with an Application to the „Twin Deficits“ Problem. [Manuskript.] New York: Syracuse University 1999.
- [9] KRAAY, A. – VENTURA, J.: Current Accounts in the Long and Short Run. [Working Paper, No. 90308.] Cambridge: NBER 2002.
- [10] KWIATKOWSKI, D. – PHILLIPS, P. C. B. – SCHMIDT, P. – SHIN, Y.: Testing the Null Hypothesis of Stationarity Against The Alternative of a Unit Root: How Sure Are We That Economic Time Series Have A Unit Root? *Journal of Econometrics*, 54, 1992, č. 1 – 3, s. 159 – 178.
- [11] LEACHMAN, L. L. – FRANCIS, B.: Twin Deficits: Apparition or Reality. *Applied Economics*, 34, 2002, č. 9, č. 1121 – 32.
- [12] MANN, C. L.: Perspectives on the U.S. Current Account Deficit and Sustainability. *Journal of Economic Perspectives*, 16, 2002, č. 3, s. 131 – 152.
- [13] MEGARBANE, P.: Slovakia's External Current Account Deficit: Why so Large and Is It Sustainable? [Country Report, No. 02/210.] Washington D. C.: International Monetary Fund 2002.
- [14] MILESI-FERRETTI, G. M. – RAZIN, A.: Current Account Reversals and Currency Crisis: Empirical Regularities. [Working Paper, No. 6620.] Cambridge: NBER 1998.
- [15] NORMANDIN, M.: Budget Deficit Persistence and the Twin Deficits Hypothesis. *Journal of International Economics*, 49, 1999, č. 1, s. 171 – 193.
- [16] OBSTFELD, M. – ROGOFF, K.: The Intertemporal Approach to the Current Account. In: GROSSMAN, G. M. – ROGOFF, K. (eds.): *Handbook of International Economics* 3. Amsterdam: Elsevier 1995, s. 1731 – 1799.
- [17] OBSTFELD, M. – ROGOFF, K.: The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause? [Working Paper, No. 7777.] Cambridge: NBER 1996.
- [18] OBSTFELD, M. – ROGOFF, K.: *Foundations of International Macroeconomics*. Cambridge: MIT Press 2000.
- [19] OBSTFELD, M. – ROGOFF, K.: Perspectives on OECD Economic Integration: Implications for US Current Account Adjustment. Federal Reserve Bank of Kansas City 2000.
- [20] TAYLOR, A. M.: A Century of Current Account Dynamics. *Journal of International Money and Finance*, 21, 2002, č. 6, s. 725 – 48.
- [21] VAMVOUKAS, G. A.: The Twin Deficits Phenomenon: Evidence from Greece. *Applied Economics*, 31, 1999, č. 9, s. 1093 – 1100.
- [22] VENTURA, J.: Towards a Theory of Current Accounts. [Working Paper, No. 9163.] Cambridge: NBER 2002.

INVESTMENT, FISCAL POLICY AND CURRENT ACCOUNT OF THE BALANCE OF PAYMENTS IN SLOVAKIA IN INTERNATIONAL COMPARISON

Jarko FIDRMUC

Globalization, capital flows, and growing fiscal and current account imbalances in a relatively large number of countries have motivated increasing research on these issues. The association of high external and internal deficits, which are generally referred to as twin deficits, has attracted increasing attention in the 1980s and the 1990s. Since the second half of the 1990s, this phenomenon has gained importance also in the transition economies of Central and Eastern Europe. For OECD countries, both current accounts and fiscal balances display a significant degree of hysteresis as shown by the unit root tests. Correspondingly, „twin deficits“ are defined as a cointegrating relationship between the current account, the fiscal balance and investment.

This paper contributes to the discussion of current account, capital markets integration, and fiscal policy in the following ways. First, the paper analyzes the determinants of the long-run current account position in a broad set of countries including OECD countries as well as emerging economies between 1970 and 2001. Second, quarterly data are applied in this paper, while the earlier comparative studies are based on annual data. Thus, the issue of parameter stability and nonstationarity can be addressed here, an issue most authors of comparative studies, have omitted. By contrast, several country studies have focused strongly on the properties of analyzed time series.

Third, the paper considers both investment and the fiscal balance determinants of the current account in the long run, while the majority of the previous studies concentrated on only one of these factors. Various degrees of integration of the domestic economy to the international capital markets are found for the analyzed countries. In particular, the EU countries seem to finance a surprisingly high share of their domestic investment from international sources indicating that the so called Feldstein-Horioka puzzle (FHP) is less important in the EU.

Finally, the paper extends the analysis to the development of the current account and the fiscal balance in transition economies in the 1990s, while also presenting evidence for selected countries for comparison. With few exceptions, this group of countries has been omitted from the analysis so far.

The results show that twin deficits emerged in the 1980s. However, less evidence is documented for twin deficits in the 1990s. Furthermore, it is shown that the countries pursuing sustainable fiscal policies also display a high flexibility of the current account. As expected, investment contributed significantly to the current account deficit.

Despite the increasing role of international financial markets, several countries are still financing their investment mainly from domestic sources (savings). This feature

confirms earlier results on the FHP. However, less evidence for the FHP is found for the EU countries and also for transition economies (Hungary, Poland and Slovakia). This result indicates that EU integration has significantly increased the degree of openness in the participating economies.

The transition economies are found to have high current account deficits, which are unique in a historic comparison, both in relation to developed countries and to emerging markets. By contrast, the transition economies' fiscal indicators are more similar to those reported by other regions. As a result, twin deficits are found for Hungary and Poland, but not for Slovakia.

Possibly, the large current account deficits and fiscal expenditures may be viewed as an intertemporal phenomenon related to the output collapse at the beginning of transition. As a result, transition countries can make use of the possibility of financing current investment and consumption from future income, which is expected to converge rapidly in the course of accession to the EU. Indeed, the examples of Hungary, Poland, and Slovakia indicate that transition countries are comparably well integrated into the international capital markets.