

Vysoká škola ekonomická v Praze
Fakulta financí a účetnictví

Bakalárska práca

Rok 2010

Anna Romaňáková

Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta financí a účetnictví

Katedra měnové teorie a politiky

Studijní obor : Finance



Analýza vývoja platobnej bilancie Slovenska

Autor bakalárskej práce : **Anna Romaňáková**
Vedúci bakalárskej práce : **doc. Ing. Karel Brůna, Ph.D.**
Rok obhajoby : **2010**

Čestné prehlásenie :

Prehlasujem, že bakalársku prácu na tému „Analýza vývoja platobnej bilancie Slovenska“ som vypracovala samostatne a všetku použitú literatúru a ďalšie zdroje som riadne označila a uviedla v priloženom zozname.

V Prahe dňa

.....

Podpis

Pod'akovanie :

Na tomto mieste by som sa rada pod'akovala vedúcemu bakalárskej práce doc. Ing. Karlu Brúnovi, PhD. za cenné pripomienky a odborné rady.

Abstrakt :

Cílem bakalářské práce je podat ucelený pohled na vývoj platební bilance Slovenské republiky od roku 1993 až do roku 2008. V první a druhé části popisují teoretická východiska pro pochopení vztahů v rámci platební bilance. Empirická část je rozdělena do dvou kapitol. V třetí kapitole popisují vývoj jednotlivých účtů a podúčtů platební bilance. Čtvrtá kapitola je zaměřena na rozbor mezinárodní investiční pozice a zahraniční zadluženosti spolu s analýzou nejvýznamnějších sald, která z různých hledisek objasňují vnější rovnováhu Slovenska.

Klíčová slova :

platební bilance, vnější ekonomická rovnováha, analýza, Slovenská republika

Abstract :

The aim of the bachelor thesis is to give compact overview of development of the balance of payments of Slovak Republic from 1993 to 2008. First and second part describe theoretical resources for better understanding of relationship within the frame of balance of payments. Empirical section is divided into two chapters. The third chapter contains description of the development of each account. The fourth chapter focuses on the analysis of both international investment position and external debt along with the analysis of the most important balances, that explain the slovak external relationship with the rest of the world.

Key words :

balance of payments, external balance, analysis, Slovak Republic

JEL klasifikace :

F10, F20, F32, F40

Obsah

Úvod	8
Zoznam skratiek	10
1. Teoretická časť	12
1.1 Charakteristika platobnej bilancie a jej štruktúry	12
1.1.1 Definícia platobnej bilancie	12
1.2 Horizontálna štruktúra	13
1.2.1 Bežný účet	13
1.2.2 Kapitálový účet	15
1.2.3 Finančný účet	15
1.2.4 Chyby a omyly	16
1.2.5 Zmena devízových rezerv	17
2 Vonkajšia ekonomická rovnováha	18
2.1 Saldo výkonovej bilancie	18
2.2 Saldo bežného účtu	19
2.3 Saldo základnej bilancie	19
2.4 Celkové saldo platobnej bilancie	20
2.5 Medzinárodná investičná pozícia krajiny	20
2.6 Zahraničná zadlženosť	21
3 Analýza platobnej bilancie Slovenska	23
3.1 Bežný účet	23
3.1.1 Obchodná bilancia	24
3.1.2 Bilancia služieb	26
3.1.3 Bilancia výnosov	27
3.1.4 Bežné transfery	28
3.2 Kapitálový účet	29
3.3 Finančný účet	30
3.3.1 Priame investície	32
3.3.2 Portfóliové investície	33
3.3.3 Finančné deriváty	34
3.3.4 Ostatné investície	34
3.4 Devízové rezervy	36
4 Analýza vonkajšej ekonomickej rovnováhy Slovenska	39

4.1	Saldo výkonovej bilancie	39
4.2	Saldo bežného účtu.....	40
4.3	Saldo základnej bilancie	41
4.4	Celkové saldo platobnej bilancie.....	42
4.5	Medzinárodná investičná pozícia krajiny	42
4.6	Zahraničná zadlženosť.....	44
Záver		47
Použitá literatúra a zdroje		50
Zoznam tabuliek a grafov		54

Úvod

Slovensko začiatkom 90-tych rokov minulého storočia prešlo zásadnou zmenou nielen z politického ale aj z hospodárskeho hľadiska. Po dlhom období centrálne riadenej ekonomiky sa včlenilo do medzinárodného obchodu a zintenzívnilo obchodné vzťahy s ostatnými krajinami. Slovensko ako malá krajina s otvorenou ekonomikou je v značnej miere ovplyvnené hospodárskym vývojom vo svete. Platobná bilancia, ako súhrn peňažných a hmotných tokov medzi tuzemcami a cudzozemcami, je previazaná s ďalšími makroekonomickými veličinami a poskytuje tak komplexný pohľad na vnútornú aj vonkajšiu stabilitu krajiny a naznačuje perspektívy jej vývoja.

Svoju prácu som rozdelila na teoretickú a empirickú časť. V prvých dvoch kapitolách sa sústreďujem na vymedzenie teoretických poznatkov nutných k pochopeniu platobnej bilancie a jej spojitosti s vonkajšou ekonomickou rovnováhou. Prvá časť detailne popisuje jednotlivé účty a podúčty platobnej bilancie. V druhej časti oboznamujem čitateľa s rôznymi prístupmi k rovnováhe platobnej bilancie na základe interpretácie rôznych sald, spolu so zahrnutím medzinárodnej investičnej pozície a zahraničnej zadlženosti, ktoré sú v priamej spojitosti s vývojom bežného účtu.

Na základe empirickej časti formulujem aj cieľ mojej bakalárskej práce, ktorým je komplexné zhodnotenie vývoja platobnej bilancie Slovenska od vzniku samostatnej republiky v roku 1993 až do roku 2008. Pätnásťročné obdobie je zdrojom kvalitných dát k vysloveniu záveru. V týchto rokoch platobná bilancia prechádzala zaujímavým vývojom, výnimkou neboli ani skokové zmeny z deficitu do prebytku a naopak. Osamostatnenie a prechod na tržné hospodárstvo, zmena kurzového systému, príprava Slovenska na vstup do eurozóny a ďalšie aspekty prispeli k pozoruhodnému vývoju. Slovenská republika ako jedna z transformujúcich sa krajín pociťovala nedostatok kapitálu potrebného na ďalší hospodársky rast. Privatizačný boom v podobe prílevu priamych zahraničných investícií mal za následok spustenie niekoľkých zmien v rámci štruktúry bežného aj finančného účtu. Práve detailnou analýzou môžem odhaliť slabé miesta slovenskej ekonomiky s potenciálnym nepriaznivým vývojom v budúcnosti a rozpoznať smer, ktorým by sa slovenské hospodárstvo mohlo uberať počas nasledujúcich rokov.

Pri písaní bakalárskej práce som čerpala poznatky najmä z publikácií Národnej banky Slovenska. Cenným zdrojom dát boli záverečné správy, pozadie vývoja

jednotlivých účtov a sáld dopĺňali články z časopisu Biatec a správy menového úseku NBS. Podkladom pre konštrukciu grafov mi boli údaje Štatistického úradu Slovenskej republiky a NBS. Nápomocnými boli aj analýzy uverejnené v Ekonomickom časopise vydávanom Slovenskou akadémiou vied.

Zoznam skratiek

BCPB	Burza cenných papierov Bratislava
BP	bilancia bežných prevodov
BS	bilancia služieb
BV	bilancia výnosov
C	spotreba
CB	centrálna banka
CEFTA	Central European Free Trade Agreement
CP	cenný papier
ČR	Česká republika
ČSOB	Československá obchodní banka
ČSÚ	Český statistický úřad
DR	zmena devízových rezerv
E	agregátne výdaje
EIB	European Investment Bank
ERM II	Exchange Rate Mechanism
EUR	euro
EÚ	Európska Únia
FÚ	finančný účet
G	vládne výdaje
G-24	Group of 24
HDP	hrubý domáci produkt
CH	chyby a omyly
I	investície
KÚ	kapitálový účet
MMF	medzinárodný menový fond
NBS	Národná banka Slovenska
NX	čistý export
OB	obchodná bilancia
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development

PZI	priame zahraničné investície
S	úspory
SDR	zvláštne práva čerpania
SITA	Slovenská tlačová agentúra
SKK	slovenská koruna
SR	Slovenská republika
ŠPP	štátna pokladničná poukážka
ŠÚ SR	Štatistický úrad Slovenskej republiky
T	dane
UNCTAD	Konferencia OSN o obchode a vývoji
USD	americký dolár
V4	Vyšehradská skupina
Y	národný dôchodok
ZSSR	Zväz sovietskych socialistických republík

1. Teoretická časť

1.1 Charakteristika platobnej bilancie a jej štruktúry

1.1.1 Definícia platobnej bilancie

Platobnú bilanciu chápeme ako systematický štatistický výkaz či záznam všetkých hospodárskych transakcií, ktoré boli uskutočnené za určitý časový úsek (spravidla za rok) medzi národnou ekonomikou a zahraničím.¹ Tieto hospodárske transakcie sa uskutočnili v podobe tokov tovarov, služieb, kapitálu alebo peňazí medzi rezidentmi domácej krajiny a rezidentmi ostatných krajín a väčšinou vyúsťujú do prílivu alebo odlivu devíz.

Transakcie v platobnej bilancii sa zachytávajú na princípe podvojného účtovníctva a každá transakcia by mala byť zachytená kreditným aj debetným zápisom v rovnakej výške. Kreditné zápisy evidujú vývoz reálnych zdrojov a finančné položky, ktoré odrážajú pokles zahraničných aktív alebo nárast zahraničných pasív danej ekonomiky a vytvárajú tak ponuku devíz. Debetné zápisy zachytávajú dovoz reálnych zdrojov a finančné položky, ktoré odrážajú rast zahraničných aktív alebo pokles zahraničných pasív danej ekonomiky a vedú k zvýšeniu dopytu po devízach.² Prípadný nesúlad sa vyrovnáva pomocou salda chýb a omylov.

Vo vzájomných vzťahoch vystupujú tuzemci, ktorými sa rozumie právnická osoba so sídlom v tuzemsku alebo fyzická osoba s trvalým pobytom v tuzemsku; tuzemcom je aj organizačná zložka tuzemca v zahraničí, cudzozemcom právnická osoba alebo fyzická osoba, ktorá nie je tuzemcom.³

Štruktúra a časové obdobie, za ktoré je platobná bilancia zostavovaná, sa v každej krajine môžu líšiť. Národná banka Slovenska tieto dáta sleduje v mesačných a štvrťročných a ročných intervaloch v kumulatívnej forme, a to od roku 1993.

Hlavným dôvodom pre harmonizáciu výkazov platobnej bilancie je globalizácia a zblížovanie ekonomík jednotlivých krajín sveta. Pre efektívnu komparáciu je potrebné vytvoriť štandard, ktorým sa budú riadiť všetky štáty.

¹ Plchová, Jirges, 1996, s. 77

² Fífek, 2009, s.8

³ v zmysle Devízového zákona č.202/1995 Z.z. § 2

Dôležitosť tohto spôsobu spočíva hlavne v tom, že konkrétny použitý metodický postup zostavovania platobnej bilancie, spôsob evidencie údajov a ich porovnateľnosť v rámci určitého zoskupenia krajín podstatne ovplyvňujú národnú sumarizáciu a porovnávanie dát platobných bilancií jednotlivých štátov.⁴

Prvé impulzy na zjednotenie výkazov sa objavili už po prvej svetovej vojne, iniciované Spoločenstvom národov avšak bez praktickej aplikácie. Naliehavejšia potreba koordinácie výkazov sa objavila počas druhej svetovej vojny, v spojení s koncepciou bretonwoodskeho menového systému a vznikom Medzinárodného menového fondu. Klasifikačná osnova, spôsoby a definície zostavovania platobných bilancií sú zhrnuté v Manuáli platobnej bilancie MMF. V roku 2009 vydal MMF v poradí už šiesty Manuál platobnej bilancie.

1.2 Horizontálna štruktúra

Platobnú bilanciu môžeme deliť vzhľadom na účel využitia rôznymi spôsobmi. Odporúčaným spôsobom zostavovania platobnej bilancie a členenia jednotlivých účtov je Manuál platobnej bilancie vydávaný MMF. NBS zadeľuje jednotlivé položky podľa 5.vydania Manuálu platobnej bilancie vydávaným MMF.

1.2.1 Bežný účet

Na bežnom účte platobnej bilancie sú agregované pohyby viacerých položiek :

a) *Obchodná bilancia* – do tejto bilancie vstupujú tzv. „viditeľné“ transakcie, zahŕňa export a import tovarov a zostavuje sa podľa menovo - teritoriálneho hľadiska a podľa komoditnej štruktúry. Dovozy a vývozy tovarov sa ohodnocuje na princípe „free on board“, t.j. cena na hranice. U dovozu je to transakčná cena, do ktorej sa nezapočítavajú priame obchodné náklady domáceho dovozcu; u vývozu je to cena znížená o náklady, ktoré domácemu vývozcovi vznikajú mimo colné územie tuzemska.

Do vývozu a dovozu sa nezapočítavajú tranzitné operácie, tovary dočasne prijaté a odoslané, ani krátkodobý prenájom. Od roku 1998 zahŕňa celkový

⁴ Koordinačné a unifikačné snahy..., dostupné z : <http://www.derivat.sk/index.php?PageID=655>

dovoz a vývoz tovary vstupujúce do Slovenskej republiky určené na domácu spotrebu a tiež na spracovanie s následným spätným vývozom.

b) *Bilancia služieb* zachytáva „neviditeľné“ transakcie, t.j. príjmy a výdaje spojené s poskytovaním alebo prijímaním služieb od cudzozemcov. Zahŕňajú sa sem služby rôzneho charakteru. Dopravné služby pokrývajú prepravu tovarov a osôb, všetkými prostriedkami vodnej, cestnej, železničnej a leteckej dopravy, vrátane potrubnej, cestovný ruch zahŕňa cesty služobného aj osobného charakteru ako rekreácie, ubytovacie, stravovacie služby a podobne, v položke ostatné služby sa nachádzajú služby obchodnej a neobchodnej povahy, ktoré neboli zaradené do prvých dvoch skupín. Sú to napríklad filmové poplatky, finančné, konzultačné, technické, poisťovacie alebo právne služby.

c) *Bilancia výnosov* je rozdelená na dva podúčty s ohľadom na zdroj výnosov:

- *Kompenzácia pracovníkov* obsahuje príjmy osôb pracujúcich v zahraničí, a to osôb dennodenne dochádzajúcich za prácou do zahraničia a tzv. sezónnych pracovníkov pracujúcich v zahraničí menej ako jeden rok.⁵
- *Výnosy z dlhodobého a krátkodobého kapitálu* :
 - z priamych zahraničných investícií v podobe dividend, reinvestovaného zisku, úrokov z úverov (úvery medzi materskou a dcérskou spoločnosťou);
 - z portfóliových investícií vo forme dividend z majetkových cenných papierov a úrokov z dlhových CP; z ostatných investícií opäť vo forme úrokov (z vkladov, úverov).

d) *Bilancia bežných transferov* uvádza jednostranné platby z alebo do cudziny, pričom nevznikajú zahraničné záväzky alebo pohľadávky. Zaraďujú sa sem dedičstvá a dary, alimenty, penzie, hospodárska pomoc, príspevky medzinárodným inštitúciám a bežné transfery z fondov Európskej únie.

⁵ Fífek, 2009, str.22

1.2.2 Kapitálový účet

Na kapitálovom účte sa evidujú kapitálové prevody a nadobudnutie alebo odpredaj nevyrobených nefinančných aktív. Kapitálové prevody môžu byť peňažné alebo nepeňažné, verejné alebo súkromné. Zaraďujú sa sem napríklad transfery súvisiace s migráciou obyvateľstva alebo odpustením dlhu, nákup a predaj oficiálnych štátnych rezerv alebo príjmy investičného charakteru čerpané zo zdrojov z Európskej Únie. Pri nadobudnutí alebo odpredaji nevyrobených nefinančných aktív ide najmä o nehmotné aktíva ako napr. patenty, nájomné zmluvy a iné prevoditeľné zmluvy.

1.2.3 Finančný účet

Finančný účet zahŕňa transakcie spojené so vznikom, zánikom a zmenou vlastníctva finančných aktív a pasív vlády, bankovej a podnikovej sféry a ostatných subjektov vo vzťahu k zahraničí.⁶ Všetky zložky finančného účtu sú začlenené s ohľadom na typ investície alebo podľa funkčného určenia, a to na :

- a) *priame investície* – vyjadrujú trvalú zainteresovanosť subjektu v jednej ekonomike, na subjekte, ktorý má sídlo v inej ekonomike a to niekoľkými formami : vznikom alebo získaním 100% podielu na podnikaní; získaním minimálne 10% podielu na základnom imaní obchodnej spoločnosti alebo min. 10% podielu hlasovacích práv; alebo použitím výnosu z existujúcej priamej investície do tejto investície (reinvestovanie zisku). Zaraďujú sa sem takisto medzipodnikové transakcie – napr. v podobe dlhodobých úverov poskytnutých materskou firmou zahraničnej pobočky alebo dcérskej spoločnosti.

Priame investície sú kľúčovým zdrojom prostriedkov pre tranzitívnu krajinu, vláda preto motivuje zahraničných investorov k príchodu do krajiny. Vedľa bezprostredného efektu nezadlžovania sa, predstavujú aj pozitívne aspekty v podobe importu nových technológií, know - how, zvýšenia efektivity produkcie faktorov v ekonomike, ktorými tak prispieva k rastu celkovej výkonnosti. Tento špecifický efekt PZI sa označuje pojmom „spillover“ a predstavuje ekonomickú externalitu, teda úžitok pre

⁶Metodické poznámky ČSÚ

ekonomiku, ktorý sa realizuje nad rámec priamych efektov vyjadrených v trhových transakciách.⁷

- b) *portfóliové investície* – zaraďujú sa sem investície, ktoré nesplnili kritérium 10% podielu na základnom kapitále, teda transakcie s majetkovými cennými papiermi a dlhodobými dlhovými cennými papiermi. Na portfóliové investície viac pôsobia faktory ako sú výnosy z cenných papierov, úrokové miery, ale aj rôzne špekulačné manipulácie. Ich vplyv sa za určitých podmienok môže rýchlo zmeniť v pozitívnom aj negatívnom smere a tým destabilizačne pôsobiť i na platobnú bilanciu krajiny.⁸
- c) *finančné deriváty* – sú finančné inštrumenty, ktoré sú naviazané na iný špecifický finančný inštrument, index alebo komoditu. Zaraďujú sa sem napríklad opcie, swapy alebo futures.
- d) *ostatné investície* – sem spadajú investície, ktoré neboli zaradené do predchádzajúcich podúčtov. S časového hľadiska sa delia na krátkodobé (so splatnosťou do jedného roka) a dlhodobé investície sektorov NBS, vlády, obchodných bánk a ostatného sektoru vo forme prijatých a poskytnutých bankových či obchodných úverov a pôžičiek, vkladov alebo REPO operácií.

1.2.4 Chyby a omyly

Podľa zásad zostavovania platobnej bilancie by sa mal súčet aktívnych a pasívnych zápisov rovnať nule. Dosiahnutie iného výsledku ale neznamená, že chýbajú dopustiť zostavovatelia. Nepresnosti medzi výsledným saldom bežného, kapitálového a finančného účtu a zmenou devízových rezerv môžu generovať odlišné metodiky a postupy jednotlivých krajín pri zostavovaní výkazov, ďalej odlišné zdroje dát a ich kompilácia. Tento nesúlad môže byť aj dôsledkom nekompletných zdrojov dát alebo nízkou kvalitou údajov. Vyrovnávajúca položka chyby a omyly doladzuje tieto rozdiely – a to účtovným dopočtom.

⁷Fifeková, 2008

⁸Hošková, 1999

1.2.5 Zmena devízových rezerv

Devízové aktíva oficiálnych menových inštitúcií sú tvorené zásobami zlata, vkladmi vo voľne zmeniteľných menách, štátnymi cennými papiermi. Okrem reálnych rezerv centrálne banky disponujú aj potenciálnymi devízovými rezervami čerpanými v prípade potreby. Jedná sa o úvery od medzinárodných finančných inštitúcií, zahraničných centrálnych bánk a takisto zvláštne práva čerpania (SDR).

Zmenou devízových rezerv CB ovplyvňuje nerovnováhu platobnej bilancie nepriamo prostredníctvom intervencií na devízovom trhu nákupom alebo predajom devíz, s efektom na menový kurz.

2 Vonkajšia ekonomická rovnováha

Pri analýze platobnej bilancie je najdôležitejšie zamerať sa na jej saldá. Zisťujeme ňou rovnováhu hmotných a devízových tokov, vplyv platobnej bilancie na ceny, reálne dôchodky, peňažnú zásobu, menové kurzy, hospodársky rast, úrokové sadzby a ďalej na devízovú pozíciu štátu voči zahraničiu.⁹ Rozlišujeme čiastkové a kumulatívne saldá. Čiastkové saldo je výsledkom porovnania kreditu a debetu na úrovni príslušnej položky. Kumulatívne saldo je tvorené viacerými položkami, platobná bilancia sa rozdelí horizontálne na dva okruhy.

2.1 Saldo výkonovej bilancie

Platobná bilancia zachytáva medzinárodný tok tovarov, služieb i kapitálu, teda to, ako je domáca ekonomika prepojená so zahraničnými ekonomikami. Základnou národohospodárskou identitou je rovnosť národného dôchodku a agregátnych výdajov.¹⁰ Pri posudzovaní salda výkonovej bilancie musíme brať na zreteľ prepojenie s národnými makroekonomickými veličinami. Národný dôchodok je definovaný ako $Y = C + S + T$, agregátne výdaje popisuje rovnica $E = C + I + G + NX$.

Podľa rovnice $E - Y = (I - S) + (G - T) + (X - M)$, ktorú ďalej upravíme na tvar $(X - M) = (S - I) - (G - T)$ sa dá u krajiny s deficitnou výkonovou bilanciou predpokladať, že nedisponuje dostatočnými úsporami potrebnými na financovanie investícií a hospodári s deficitným rozpočtom. Vyšší domáci dopyt ako vytvorený HDP vedie k importu tovarov a služieb, ktorý vyplňa miesto, ktoré neboli schopní pokryť domáci výrobcovia a dodávatelia.

Pri deficitnej výkonovej bilancii sú domáce úspory nižšie ako investície. Keďže úspory sú tvorené domácimi investíciami a čistými zahraničnými investíciami, znamená to, že prevyšujú investície do domácej ekonomiky zo strany cudzozemcov, a teda spôsobujú prebytok na finančnom účte. Na elimináciu tohto stavu je potrebné

⁹ voľná citácia podľa materiálov z prednášok V.Demjana, NF EU, Bratislava

¹⁰ Frait, 1999, s.169

znižiť vládne výdaje, čo vedie k poklesu domácej spotreby a návratu celkovej produkcie do rovnováhy.

$$OB + BS = - (BV + BP + KÚ + FÚ + CH + \Delta DR)$$

2.2 Saldo bežného účtu

Saldo bežného účtu má priamu nadväznosť na stavovú bilanciu investičnej pozície krajiny. Schodok bežného účtu je financovaný prílevom zahraničných investícií, čím sa zhoršuje čistá investičná pozícia krajiny. Vyšší príliv zahraničných investícií má zase spätný vplyv na zhoršenie bilancie výnosov.

Pri analýze schodku bežného účtu berieme do úvahy kapitálový a finančný účet. Dôležité je, aby bilancia bežného účtu bola udržateľná v relatívne dlhom období. Jednostranný rast krátkodobých záväzkov kompenzovaný nárastom dlhodobých pohľadávok môže z pohľadu budúcnosti ohroziť platobnú schopnosť krajiny.¹¹ Za nevhodné sa z tohto dôvodu považujú aj ďalšie investície dlhového charakteru, v dôsledku ktorých narastá zahraničná zadlženosť a náklady na dlhovú službu. Odporúča sa neprekročiť limit pomeru deficitu bežného účtu k HDP nad viac ako 5%.

$$OB + BS + BV + BP = - (KÚ + FÚ + CH + \Delta DR)$$

2.3 Saldo základnej bilancie

Medzi položky nad čiarou sa presúvajú dlhodobé investície. Z hľadiska vyjadrenia celkovej devízovej rovnováhy krajiny je toto saldo považované za vhodnejšie než saldo bežného účtu, pretože nehrozí zvyšovanie zadlženosti alebo znehodnotenie meny vplyvom odlivu krátkodobého kapitálu. Ani toto saldo však pre posúdenie vonkajšej rovnováhy nie je ideálne. Medzi dlhodobé investície sa zaraďujú aj investície dlhového charakteru, z ktorých je nutné neskôr splatiť úroky aj istinu. Z tohto pohľadu je preto vhodnejší prílev priamych zahraničných investícií. U tohto typu investície je vysoká pravdepodobnosť zotrvania v hostiteľskej krajine, nakoľko sú v prvej fáze investovania vynaložené vysoké prvotné náklady. Na druhej strane ale

¹¹ Jirges, Plchová, 1996, s.85

netreba podceňiť negatívum, ktoré je spojené s budúcim spätným transferom dôchodkov a zaťažením bežného účtu vplyvom zhoršenej bilancie výnosov.

$$OB + BS + BV + BP + PZI = - (PFI + FD + OI + CH + \Delta DR)$$

2.4 Celkové saldo platobnej bilancie

Toto saldo nás informuje len o celkovom stave platobnej bilancie. Položkou, ktorá vyrovnáva deficit platobnej bilancie, je zmena devízových rezerv. Skúma sa v režime pevného kurzu alebo riadeného floatingu. Intervencie centrálnej banky priamo ovplyvňujú menovú bázu a zmenu devízových rezerv. Pri aktívnom salde centrálna banka nakupuje devízy a predáva domácu menu, čím sa zvyšuje domáca peňažná zásoba, pri negatívnom salde opačne. Nulová hodnota tohto salda automaticky neznamená dosiahnutie dlhodobej a dokonca ani strednodobej vonkajšej rovnováhy krajiny, pretože nevieme posúdiť akými investíciami bol deficit bežného účtu financovaný. Financovanie prílivom krátkodobého kapitálu môže byť signálom problémov s devízovou likviditou v krátkej budúcnosti.¹²

$$BÚ + KÚ + FÚ + CH = - \Delta DR$$

2.5 Medzinárodná investičná pozícia krajiny

Medzinárodná investičná pozícia ako stavová veličina predstavuje súvahu finančných aktív a pasív v držbe tuzemcov voči cudzozemcom k určitému dátumu. Podľa štatistiky MMF, pod pojmom zahraničné aktíva rozumieme : priame investície v zahraničí, portfóliové investície, finančné deriváty, ostatné investície a rezervné aktíva. Položka zahraničných pasív zahŕňa : priame investície vo vykazujúcej ekonomike, portfóliové investície, finančné deriváty a ostatné investície. Investičná pozícia na konci referenčného obdobia zobrazuje finančné transakcie, zmeny v ocenení a ostatné úpravy, ktoré sa za dané obdobie vyskytli a ovplyvnili tak výšku aktív a pasív.¹³ Medzinárodná investičná pozícia je často používaná pri analýze vývoja a trendov vo výkone ekonomiky v porovnaní so zvyškom sveta. Odpočítaním

¹² Durčáková, Mandel, 2007, str.24

¹³ voľne preložené z Balance of Payments Manual, 5th Edition, 1993

zahraničných pasív od zahraničných aktív dostaneme čistú medzinárodnú investičnú pozíciu. Podľa toho, či je čistá investičná pozícia kladná alebo záporná, je určené postavenie krajiny ako dlžníka alebo veriteľa.

2.6 Zahraničná zadlženosť

Hrubá zahraničná zadlženosť vyjadruje vzťah tuzemcov a cudzozemcov. Je definovaná ako suma nezaplatených istín a/alebo úrokov k určitému dátumu, vyplývajúca zo zmluvných záväzkov s určitou dobou splatnosti, zo strany dlžníka = tuzemca.¹⁴ Zahraničná zadlženosť je vo vzťahu k investičnej pozícii krajiny a kritériom na zaradenie pasíva zahraničnej investičnej pozície do kategórie zahraničného dlhu je dlhový charakter. Súčasťou zahraničného dlhu nie sú záväzky vyplývajúce z vlastníctva akcií a iných majetkových podielov, ani záväzky v cudzej mene medzi tuzemcami. Súčasťou vykazovania zahraničnej zadlženosti SR sú v zmysle novej metodiky od začiatku roku 2002 zahraničné záväzky vyplývajúce zo zlatých swapov (súčasť dlhodobého zahraničného dlhu) a REPO obchodov (súčasť krátkodobého zahraničného dlhu) NBS.¹⁵

Hrubá zadlženosť tuzemcov voči cudzozemcom sa sleduje za niekoľko sektorov ekonomiky, a to : sektor verejnej správy, centrálnej banky, bankový a ostatný (nebankový). Úroveň udržateľnosti tohto dlhu sa sleduje v pomere k rôznym ukazovateľom, ktoré vyjadrujú mieru akceptovateľnosti zadlženosti v medzinárodnom meradle. Najpoužívanéjšími sú :

- pomer celkovej zadlženosti k vytvorenému HDP, ktorý by nemal prekročiť 40%. Tento indikátor môže byť považovaný za kritérium posúdenia solventnosti krajiny vo vzťahu k schopnosti vytvárať zdroje na splatenie dlhu. V prípade negatívneho vývoja tento ukazovateľ indikuje potrebu presunu produkcie do exportných odvetví v záujme posilnenie kapacít určených na splácanie zadlženia,¹⁶
- podiel krátkodobého zahraničného dlhu na celkovom zadlžení vyjadruje závislosť na krátkodobých zdrojoch financovania. S týmito zdrojmi je spojené budúce riziko splácania zahraničného dlhu,

¹⁴ voľne preložené z Glossary of Statistical Terms, OECD

¹⁵ Kyjac, 2003

¹⁶ Kyjac, 2004, s.273

- podiel celkového hrubého zahraničného dlhu k exportu tovarov a služieb sa používa pri dlhodobej analýze. Ukazuje to, že zahraničná zadlženosť môže rásť rýchlejšie ako základný externý príjmový zdroj ekonomiky a ďalej aj na potenciálne problémy s plnením zahraničnej dlhovej služby.¹⁷

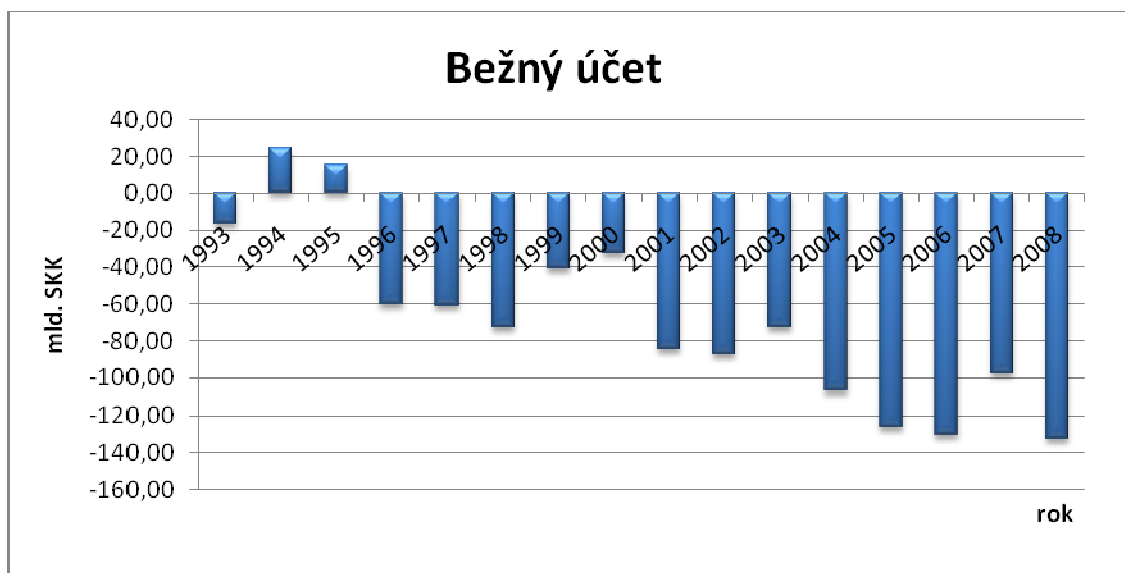
¹⁷ Kyjac, 2004, s. 273

3 Analýza platobnej bilancie Slovenska

3.1 Bežný účet

Vývoj salda bežného účtu vykazuje od roku 1993 neustále prehlbovanie deficitu. Výnimku tvoria roky 1994 a 1995, kedy bolo vytvorené aktívne saldo, ktoré bolo dôsledkom reštriktívnych opatrení a opatrení na podporu exportu. Najvýraznejšie sa prejavili zavedené ochrannárske opatrenia (10%-ná dovozná prirážka, obchodné certifikáty a pod.) a menové a finančné opatrenia SR. Do roku 2000 prevažovala tendencia poklesu negatívneho salda až na 32,41 mld. korún. V roku 2001 sa trend obrátil a len s miernymi medziročnými zlepšeniami sa neustále prehlboval až do vrcholu v roku 2008, kedy schodok bežného účtu dosiahol výšku 132,24 mld. SKK.

Graf 1 : Vývoj salda bežného účtu



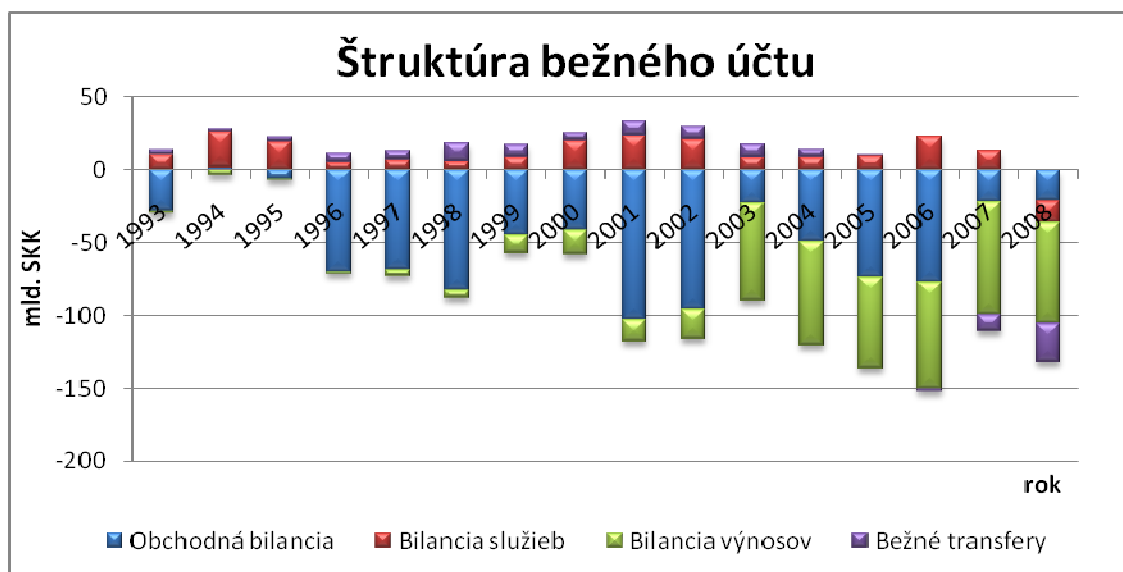
Zdroj : Údaje NBS o platobnej bilancii

Najväčšou príťažou bežného účtu boli počas celého sledovaného obdobia obchodná bilancia a bilancia výnosov, ktoré vykazovali permanentný schodok. Bilancia výnosov zaznamenala výrazne zhoršenie od roku 2003, čo značne ovplyvnilo celkový schodok bežného účtu. V rokoch 2003 – 2008 sa schodok každoročne pohyboval v priemernej výške 70 mld. SKK, čo približne zodpovedá schodku vytvoreného za roky 1993 až 2002.

Negatívne výsledky stabilne zmierňovali bilancia služieb a bežné transfery až do roku 2007. Rok 2008 sa vyznačoval opačnou situáciou, kedy všetky podúčty

vykazovali negatívne saldo a čiastočne ich kompenzoval len nižší schodok obchodnej bilancie.

Graf 2 : Štruktúra bežného účtu



Zdroj : Údaje NBS o platobnej bilancii, vlastné výpočty autora

3.1.1 Obchodná bilancia

Obchodná bilancia sa nachádzala po celé obdobie v deficite. Výnimku tvoril iba rok 1994, kedy nárast vývozu zabezpečili obmedzenia, ktoré hospodárska politika kládla dovozu (dovozná prirážka, povinná certifikácia potravinárskych dovozov z ČR, pretrvávajúci efekt devalvácie na ceny dovážaných komodít), sa odzrkadlil v aktívnom salde obchodnej bilancie (a podstatne vyššom salde výkonovej bilancie), čo v konečnom dôsledku napomohlo k podstatnému zlepšeniu platobnej bilancie.¹⁸ Po nasledujúce roky sa pod zhoršený stav podpísal najmä dovoz strojov a zariadení súvisiacich s reštrukturalizáciou. Obmedzenia boli len dočasným riešením, viaceré hlbšie problémy pretrvávali. Slovenskú ekonomiku v prvých rokoch samostatnosti a do určitej miery pretrvávajú dodnes, prvky ako zlá štruktúra, vysoká energetická náročnosť výroby (podiel dovozu energie a surovín predstavuje vyše 10% HDP), neefektívne zhodnocovanie vstupov, zaostávanie vo vývoji a výskume, nedostatky marketingu a manažmentu. Tieto faktory limitovali dlhodobú udržateľnosť konkurencieschopnosti.

¹⁸Výročná správa NBS 2004

Pozitívum naopak vidím v orientácii na vyspelé krajiny západnej Európy a zníženie zahraničnoobchodnej výmeny s krajinami CEFTA a bývalými štátmi ZSSR. Od roku 1998 plynuli na Slovensko priame zahraničné investície. zlepšenie v hospodárení podnikovej sféry, pokles úrokových sadzieb, zlepšenie ratingu SR, ako aj niekoľko rokov nerealizované investície vyvolali dopyt po investíciách v priemyselných podnikoch¹⁹ a spôsobili rast dovozu strojov a zariadení, a vyústili do rekordného deficitu obchodnej bilancie vo výške 102,75 mld. SKK v roku 2001. PZI determinovali aj exportné zameranie slovenskej výroby prevažne na automobilový priemysel. Z tohto úzkeho zamerania však môžu plynúť aj riziká spojené odchodom investorov do krajín s nižšou cenou práce či hrozba recesie v automobilovom priemysle. Podľa P.B.Kennana krajina, ktorej výroba a zahraničný obchod nie sú dostatočne diverzifikované, je viac ohrozená negatívnymi dopadmi asymetrických šokov v jednotlivých odvetviach.²⁰

Vstupom do Európskej Únie v roku 2004 sa zintenzívnil obchod s členskými krajinami. Ochranné opatrenia ako clá, prirážky, kvóty, certifikáty, licencie, rôzne formuláre, ako aj hraničné kontroly boli po vstupe do únie definitívne zrušené. Pre porovnanie, v roku 2003 sa podieľali krajiny EÚ 50% na celkovom dovoze a cca 60% na celkovom vývoze Slovenska. V roku 2004 sa tento podiel zvýšil v prípade importu na 73% a vývoz stúpol na 85% . Približne takýto pomer bol zachovaný aj po ďalšie roky

Opätovné markantné prehĺbenie schodku obchodnej bilancie sa udialo v roku 2006, kedy oproti roku 2004 vzrástol index dovozu aj vývozu o cca 40 % a deficit tak narástol na 77,18 mld. SKK. V tomto roku takisto stúpla cena ropy, čo viedlo k zvýšenému dovozu ropy a zemného plynu.

V roku 2008 sa deficit znížil na 21,51 mld. SKK vplyvom vyššej dynamiky vývozu oproti dovozu o 6 p.b., zvýšeným vývozom strojov, dopravných zariadení a vplyvom vyššej ceny ropy i spracovaných ropných olejov.

¹⁹Výročná správa NBS 2001

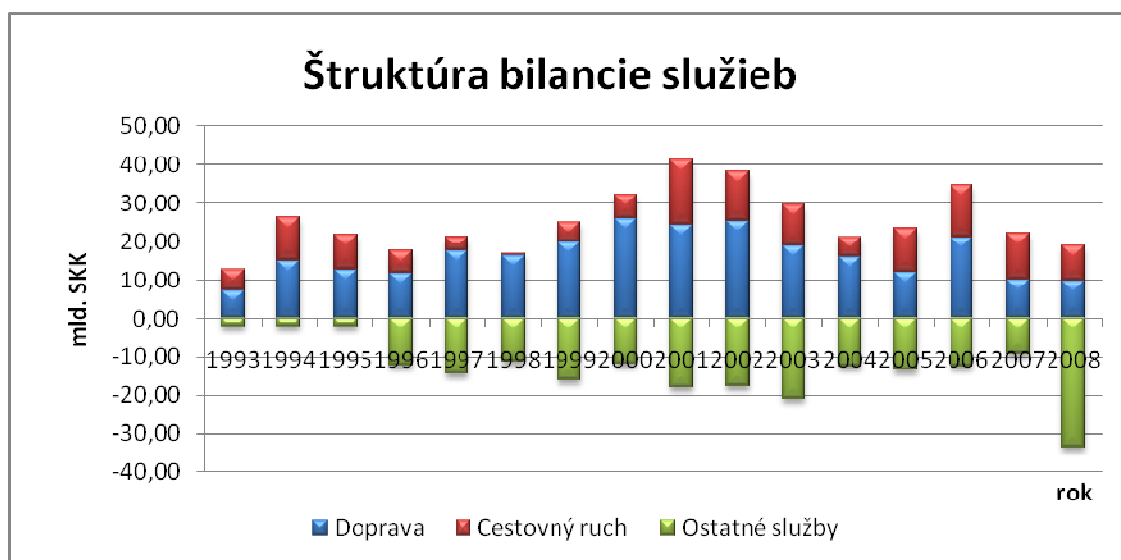
²⁰ Šikulová, 2007, s.575

3.1.2 Bilancia služieb

Bilancia služieb zmierňuje negatívne výsledky obchodnej bilancie. Do roku 2007 vykazovala neustále prebytok. Poklesy a zlepšenia prebytku čiastočne záviseli na pohybe kurzu SKK. Maximum bolo dosiahnuté v roku 1994 s výškou 24,04 mld. SKK, naopak prvýkrát v histórii vykázala bilancia služieb negatívne saldo v roku 2008 vo výške 14,68 mld. SKK.

Najväčší podiel má v bilancii služieb doprava. Najvýznamnejším faktorom, ktorý zlepšuje bilanciu služieb sú platby za tranzit ropy a zemného plynu z Ruska do západnej Európy a Českej republiky. V roku 2006 bol nárast prebytku spôsobený neštandardnou úhradou za roky 2004-2006. V rokoch 2007 kompenzovala nižšie príjmy za tranzit (spojené s neštandardnou úhradou) sľubne rozvíjajúca sa letecká doprava.

Graf 3 : Štruktúra bilancie služieb



Zdroj : Údaje NBS o platobnej bilancii, vlastné výpočty

Cestovný ruch je ďalšou položkou, ktorá napomáha zmierňovať deficit bilancie služieb. Kladné saldo do väčšej miery ovplyvňovalo znehodnocovanie kurzu SKK voči USD a EUR. Do roku 1999 príjmy z cestovného ruchu neustále klesali. V 90. rokoch bolo hotelierstvo na Slovensku málo rozvinuté a poskytované služby nezodpovedali štandardom v západných krajinách. Nízke príjmy boli spôsobené nízkym počtom zahraničných návštevníkov spolu s preferenciou krátkodobých pobytov. V roku 2001 prispelo k zvýšeniu kladného salda zahrnutie nárastu na devízových účtoch FO v súvislosti s konverziou na euro. Rok 2002 sa vyznačuje zmenou v kvalite

poskytovaných služieb, pretože aj napriek zhodnocovaniu kurzu SKK došlo k nárastu príjmov od zahraničných turistov. Pozitívne vplývajú aj propagačné aktivity slovenských agentúr v zahraničí.

Od polovice 90.rokov najväčšie problémy spôsobuje hlboký deficit bilancie ostatných služieb, najmä právne, účtovnícke, poradenské, poisťovacie a technické služby. Dôvodom tak nepriaznivého stavu je, že sa na Slovensku takéto služby buď vôbec neposkytovali, alebo kvalitatívne nemohli konkurovať zahraničným poskytovateľom. Pretrvávajúci deficit ostatných služieb dokazuje dôležitosť tohto typu služieb pre slovenskú ekonomiku a pre úspešnejšiu expanziu na zahraničných trhoch.

3.1.3 Bilancia výnosov

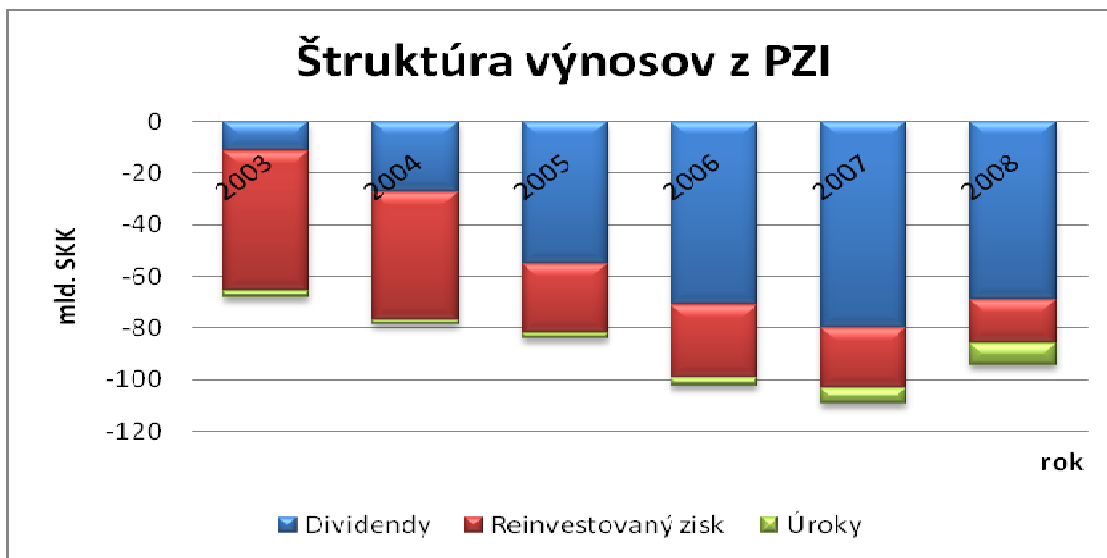
Bilancia výnosov je po celé sledované obdobie v deficite. Nižší deficit do roku 2002 bol spôsobený malou kapitálovou účasťou nerezidentov na území Slovenska a tým pádom aj zanedbateľnými platbami výnosov z investícií do zahraničia.²¹

Hlavnú úlohu v štruktúre bilancie výnosov zohrávali najmä výnosy z ostatných a portfóliových investícií. V období od roku 1997 sa začalo zvyšovať negatívne saldo bilancie výnosov z titulu platieb úrokov z dlhodobých a krátkodobých úverov podnikovej sféry a až do roku 2003 boli najviac deficitnou položkou. Od roku 2001 je zreteľný vysoký prílev priamych zahraničných investícií na Slovensko, kedy sa medziročne zvýšili vyplatené dividendy skoro 2,5-krát. Od roku 2003 sú platby výnosov z priamych zahraničných investícií (dominujú vyplatené dividendy) kľúčovou položkou absolútne zaťažujúcou bilanciu výnosov. Platby za výnosy z PZI pohybujú v rozmedzí 60 až 70 mld. SKK a tvoria tak vyše 50% deficitu bežného účtu. Ďalšou zložkou výnosov z PZI je reinvestovaný zisk. Pomer vyplatených dividend a reinvestovaného zisku sa vyvíja od roku 2005 v prospech dividend. Príčinu nájdeme v zrušení zrážkovej dane z dividend.²²

²¹ Od roku 1996 je čistá investičná pozícia Slovenska záporná

²² v zmysle Zákona NR SR č. 595/2003 Z.z., § 12, ods. 7 písm. c) o dani z príjmov

Graf 4 : Štruktúra výnosov z priamych zahraničných investícií



Zdroj : Údaje NBS o platobnej bilancii, vlastné výpočty autora

V kompenzácií pracovníkov prevažujú inkasá, teda pracovné príjmy platené zo zahraničia. Od roku 1993 vzrástli z 2,4 mld. SKK na 38,89 mld. SKK v roku 2008. Zvýšenie kladného salda v roku 2003 a 2005 bolo kombináciou metodickéj zmeny výpočtu kompenzácií pracovníkov a nárastu počtu slovenských rezidentov pracujúcich v zahraničí po vstupe do Európskej únie. Od roku 2003 zahrnula NBS do výpočtu okrem bankových výkazov aj odhady Štatistického úradu. Od roku 2005 sa namiesto čistých príjmov uvádzajú príjmy hrubé.

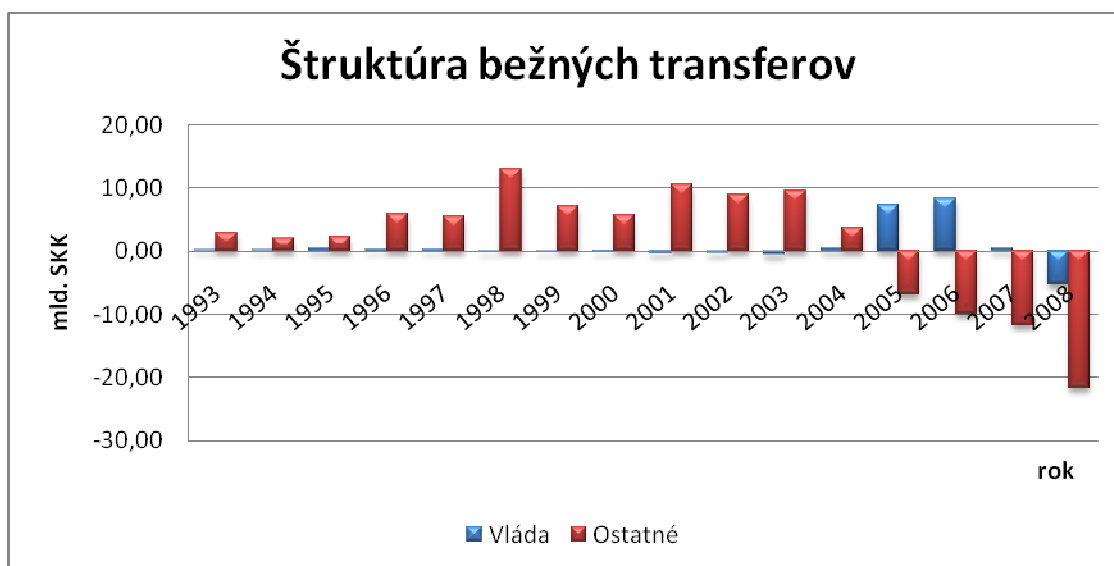
3.1.4 Bežné transfery

Bilancia bežných transferov je ďalšia položka, ktorá prispieva k zmierneniu schodku bežného účtu. Do roku 2007 dosahovala aktívne saldo, posledné dva roky sledovaného obdobia sa saldo zmenilo na negatívne a v roku 2008 dosiahlo deficit 26,91 mld. SKK.

Do roku 1999 prevažovali v inkasách súkromné prevody obyvateľstva. Vstupom do Európskej únie sa nám otvorili nové možnosti čerpania prostriedkov vo forme vládnych transferov z rozpočtu EÚ. K výraznému poklesu aktívneho salda v roku 2005 prispela metodická zmena, kedy sa dane a sociálne príspevky platené slovenskými

zamestnancami pracujúcimi v zahraničí, presunuli do bežných transferov.²³ Nasledujúca metodická zmena v roku 2007 sa týkala preklasifikovania časti čerpaných zdrojov z Európskej únie do kapitálových transferov.²⁴ Nižšie príjmy z eurofondov vo forme bežných transferov a rast platieb za podpory, kaucie a dane zapríčinila prechod bilancie do deficitu.

Graf 5 : Štruktúra bežných transferov



Zdroj : Údaje NBS o platobnej bilancii, vlastné výpočty autora

3.2 Kapitálový účet

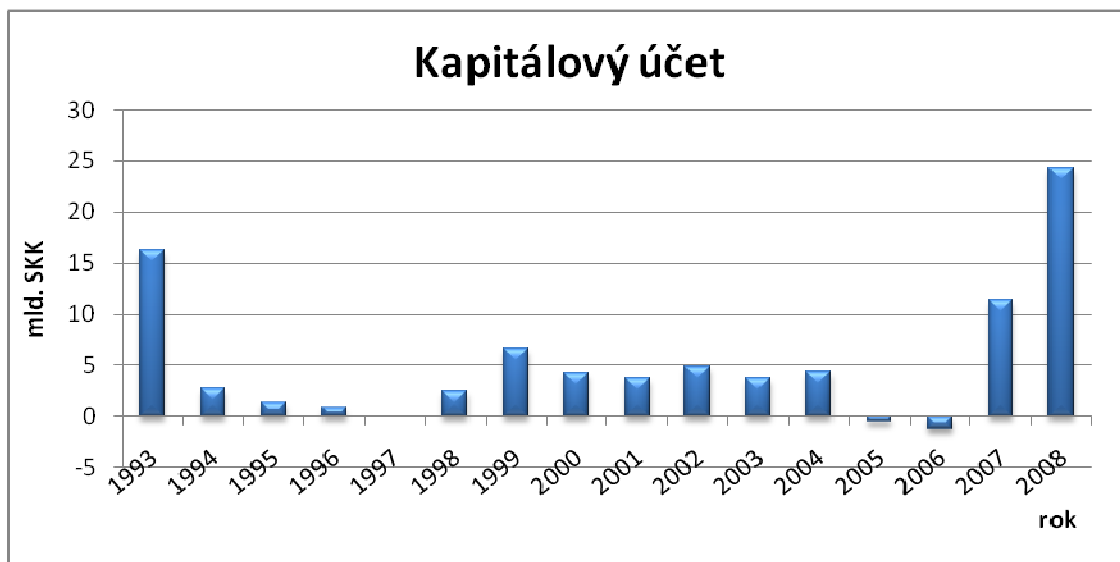
Najmenej významný účet v rámci celej platobnej bilancie, avšak po vstupe do EÚ postupne nabera na význame. Po celé obdobie vykazuje prebytok. Markantnejší výkyv bol zaznamenaný v roku 1993 v dôsledku prílivu akcií z prvej vlny kupónovej privatizácie z Českej republiky. Do roku 2004 prúdili do Slovenskej republiky prostriedky z predvstupových fondov Európskej únie ako CREDO, PHARE, ISPA a SAPARD. Vstup do EÚ znamenal rozšírenie možností čerpať granty zo štrukturálnych fondov a Kohézneho fondu. V rokoch 2005 a 2006 došlo k deficitu kapitálového účtu vplyvom nižšieho čerpania prostriedkov z rozpočtu EÚ, ktorý sa v roku 2006 vyšplhal na 1,21 mld. SKK. V roku 2007 bol vyšší nárast zapríčinený už spomínanou

²³Výročná správa NBS 2005

²⁴ Zmena sa týkala rozlíšenia transferov z Európskej únie podľa účelu použitia na bežné a investičné príjmy, a presun príjmov investičného charakteru do kapitálového účtu.

metodickou zmenou prevodu časti príjmov z eurofondov do kapitálových transferov, a v roku 2008 výrazným prílevom prostriedkov z eurofondov vo forme kapitálových prevodov vo výške 13 mld. SKK.

Graf 6 : Vývoj salda kapitálového účtu



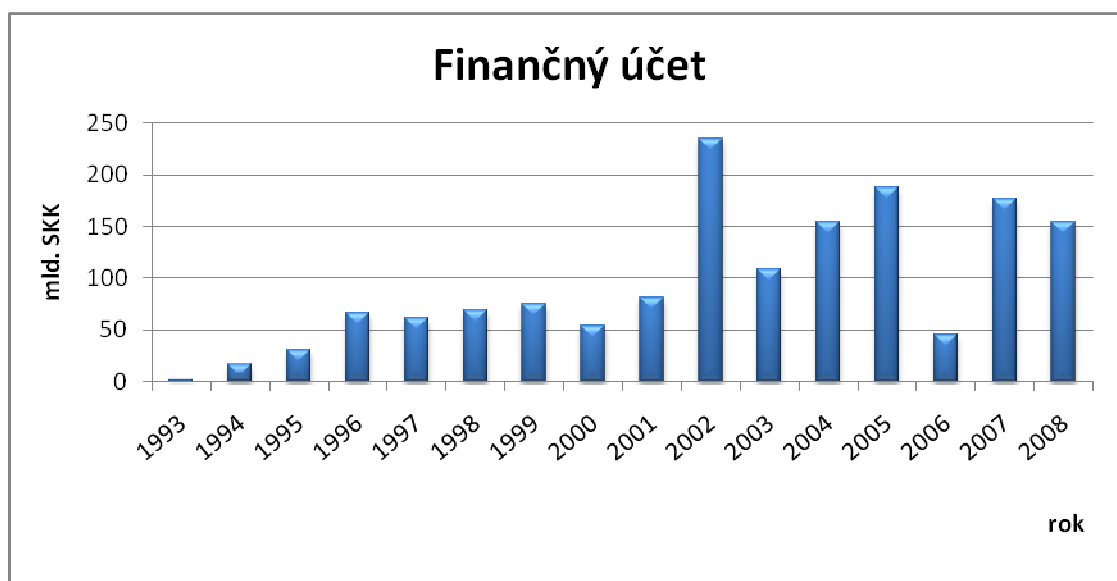
Zdroj : Údaje NBS o platobnej bilancii, vlastné výpočty autora

3.3 Finančný účet

Finančný účet bol po celé obdobie v prebytku a s výnimkou roku 1998²⁵ financoval po celé obdobie deficit bežného účtu. Prebytok sa medziročne mierne zlepšoval v súvislosti s transformačným procesom a prílivom priamych zahraničných investícií až do roku 2002, kedy skokom stúpol na maximum vo výške 235 mld. SKK. Tento rok bol ojedinelý v objeme sprivatizovaného štátneho majetku a príjmov z neho plynúcich. Opačný extrém v podobe nižšieho kladného salda v roku 2006 o 142,6 mld. SKK v porovnaní s minulým rokom, bol spôsobený odlivom krátkodobých vkladov nerezidentov v slovenských bankách po dvojmesačnom znehodnotení kurzu SKK.

²⁵ V tomto roku prebytok finančného a kapitálového účtu nepostačoval na pokrytie deficitu bežného účtu a musel byť kombinovaný poklesom devízových rezerv.

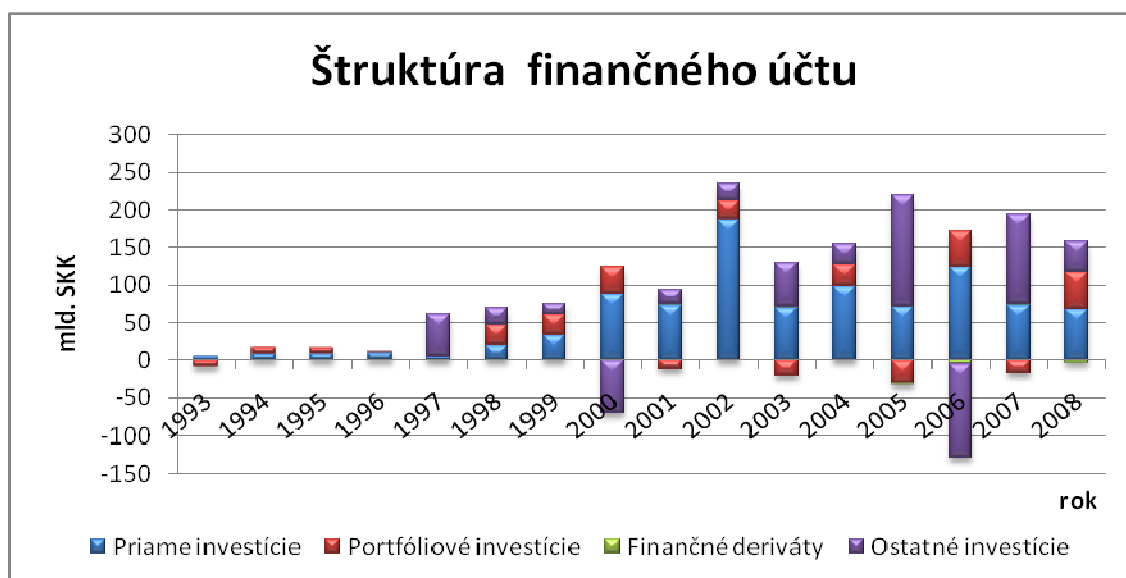
Graf 7 : Vývoj salda finančného účtu



Zdroj : Údaje NBS o platobnej bilancii

Finančný účet je najdôležitejším financujúcim saldom, preto budem v ďalšej časti analyzovať jednotlivé podúčty osobitne. Pre lepšiu prehľadnosť uvádzam graf štruktúry finančného účtu.

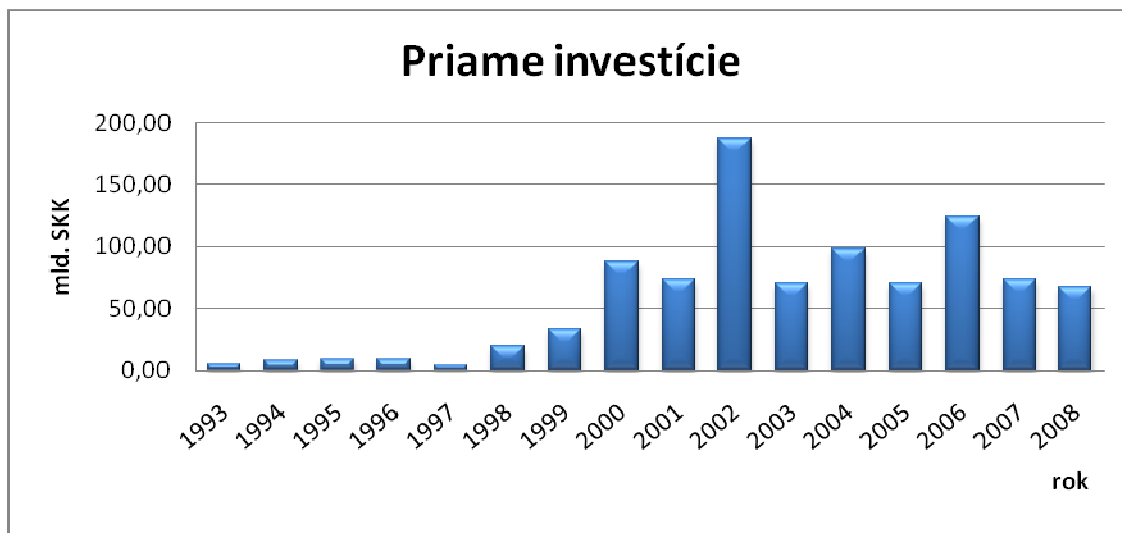
Graf 8 : Štruktúra finančného účtu



Zdroj : Údaje NBS o platobnej bilancii, vlastné výpočty autora

3.3.1 Priame investície

Graf 9 : Vývoj priamych investícií



Zdroj : Údaje NBS o platobnej bilancii, vlastné výpočty autora

Do roku 2000 nebolo Slovensko úspešným príjemcom priamych zahraničných investícií a ich príliv bol značne poddimenzovaný v porovnaní s ostatnými krajinami V4. Dokumentuje to aj index prijatých PZI, ktorý uverejňuje UNCTAD. Index predstavuje priemer troch ukazovateľov – podielu PZI v hostiteľskej krajine na svetovom príleve PZI k jej podielu na HDP, zamestnanosti a exporte.²⁶ Do roku 2001 sa index pohyboval v rozmedzí od 1,2 - 1,4, prílev PZI teda zodpovedal ekonomickému postaveniu Slovenska vo svete, ale takisto to znamenalo, že okolité štáty s vyšším indexom prilákali viac zahraničných investorov. Od roku 2002 sa pohybuje v intervale od 1,9 do 3,2. Pre transformujúcu sa ekonomiku je tento typ investícií najvhodnejší, pretože nevyvoláva bezprostredné zvyšovanie zadlženosti a je najväčším generátorom proexportnej výkonnosti s následným multiplikačným efektom domácej produkcie. PZI smerovali v rokoch 1993 až 2000 prevažne do priemyselnej výroby, výroby a rozvodu elektriny, plynu a vody, malo- a veľkoobchodu, dopravy a finančného sprostredkovania. Skladba zahraničných investorov je takmer totožná s našimi hlavnými obchodnými partnermi a výrazne sa nemenila. Najväčší podiel na PZI zastupuje Holandsko, Nemecko, Rakúsko, Maďarsko, Taliansko, Česká republika a Južná Kórea.

Pre zahraničných investorov bolo Slovensko atraktívnym regiónom hlavne z dôvodu komparatívnej výhody v podobe lacnej pracovnej sily, stimulačných opatrení

²⁶ Šaková, Hansenová, 2002, s.929

vlády²⁷ a stabilizovanej politickej situácii. V roku 2000 sa objemy prílevu PZI medziročne zvýšili o 73,35 mld. SKK a až na značný výkyv v roku 2002 a 2005 sa udržiavali na priemernej úrovni vo výške približne 83 mld. SKK. Privatizácia štátneho majetku prebiehala od roku 2000 kedy bol zrušený zákon o strategických podnikoch a uľahčil tak privatizáciu²⁸, avšak enormný nárast bol zaznamenaný v roku 2002, kedy bolo do súkromných rúk odpredaných viacero strategických podnikov a bánk ako Slovenský plynárenský priemysel, Západoslovenská energetika, Stredoslovenská energetika, Transpetrol, Slovenská sporiteľňa, Slovenská poisťovňa a Všeobecná úverová banka. Od roku 2006 plynuli na Slovensko PZI výlučne neprivatizačného charakteru. Na popredných miestach v záujme investorov sa opäť ocitajú priemyselná výroba, veľkoobchod, maloobchod, oprava vozidiel a motocyklov a finančné sprostredkovanie.

Priame investície Slovenska v zahraničí predstavujú zanedbateľnú položku. Smerovali do priemyselnej výroby a do výroby a rozvodu elektriny, plynu a vody v ČR, na Ukrajinu a Chorvátsku.

3.3.2 Portfóliové investície

Prvé roky po osamostatnení sa Slovensko potýkalo s viacerými problémami, ktoré zabráňovali vstupu zahraničných portfóliových investorov a tak nedochádzalo k efektívnemu oživeniu kapitálového trhu. Odrádzali ich hlavne nízky rating politickej stability Slovenska, nízka transparentnosť trhu, nedostupnosť dôležitých informácií, absencia cenotvorného trhu, nedostatočný systém ochrany investorov a nízka likvidita.²⁹

Avšak ani po liberalizácii kapitálového trhu a vytvorení štandardných trhových podmienok nedošlo k želaným zlepšeniam a kapitálový trh na Slovensku neplní svoju základnú ekonomickú funkciu, nereflektuje na ekonomické fundamenty a negeneruje takmer žiadne relevantné investičné príležitosti.³⁰ Dôvodov na tento stav je viacero. Na Slovensku pôsobia dve základné skupiny firiem. Veľké nadnárodné podniky uprednostňujú pre získavanie kapitálu kvôli výhodnejším podmienkam zahraničné trhy.

²⁷ V roku 1998 sa do slovenskej legislatívy zakomponovali úľavy na dani z príjmu právnických osôb.

²⁸ Výročná správa BCPB 1999

²⁹ Hošková, 1999

³⁰ Kopál, 2007

Naopak domáce podniky sa pri získavaní kapitálu obracajú na banky s poskytnutím úveru. Získavanie prostriedkov podnikov cez trh cenných papierov na Slovensku nemá hlbokú tradíciu.³¹

Slovenský kapitálový trh bol kvôli malému počtu kótovaných titulov a objemu obchodov veľmi nevýrazný a teda majetkové cenné papiere ani dlhopisy neprilákali zahraničných investorov. Absolútnou väčšinou sa na obrate portfóliových investícií podieľali sektor vlády a NBS. Zahraniční investori prejavovali záujem len o menej rizikové eurobondy vlády emitované na zahraničných trhoch.

Od roku 2001 sa pravidelne každým rokom sa strieda nárast a pokles dopytu rezidentov a nerezidentov po nákupe portfóliových investícií. Preferencia typu CP sa nezmenila, stále prevládajú dlžobné CP. Prílev či odlev zdrojov bol ovplyvnený hlavne výškou úrokového diferenciálu a kurzového vývoja. Na strane aktív boli dominantnými subjektmi komerčné banky, ktoré striedavo znižovali a zvyšovali dopyt po nákupe zahraničných CP. Na strane pasív prevažoval záujem nerezidentov o investovanie do eurobondov vlády emitovaných na zahraničných trhoch a nákup ŠPP v domácej mene. Zahraniční investori mali relatívne stabilný záujem o vládne obligácie. Vplyv na konečnú bilanciu pasív tak malo do istej miery aj to, či nové emisie eurobondov boli sprevádzané splátkami predošlých.

3.3.3 Finančné deriváty

Finančné deriváty sa ako samostatná položka v rámci finančného účtu vykazuje od roku 2001. Svojím objemom len nepatrne ovplyvňuje saldo finančného účtu.

3.3.4 Ostatné investície

Tieto investície sú dlhového charakteru a podľa časového hľadiska sa delia na krátkodobé a dlhodobé. Ďalším rozlišujúcim znakom ostatných investícií je sektorové rozdelenie na sektor vlády, NBS, komerčných bánk a podnikový sektor.

³¹ Copláková, 2003

Graf 10 : Štruktúra ostatných investícií



Zdroj : Údaje NBS o platobnej bilancii, vlastné výpočty autora

Dlhodobé investície

Túto podkapitolu budem analyzovať detailnejšie podľa sektorov. Najvýraznejšie sa na zložení tohto kapitálu podieľali podnikový a oficiálny sektor. Do roku 1998 tvorili zahraničné pôžičky najdôležitejší zdroj financovania a každoročne boli slovenským podnikom poskytnuté úvery v značnej výške. Smerovali do výroby a rozvodu elektriny, plynu a vody, a od roku 2001 pribudli úvery do oblasti obchodu a priemyslu. V roku 1998 kleslo čerpanie nových úverov následkom zníženia ratingu SR, ekonomických a politických problémov, čím sa sťažil prístup slovenských podnikov k devízovým zdrojom v zahraničí.³² Od roku 2000 sa saldo ostatných dlhodobých investícií dostalo do mínusu, časová štruktúra prijatých úverov spolu s odkladom začiatku splácania čerpaných úverov spôsobili, že prevýšilo splácanie nad čerpaním.

Oficiálny sektor prevažne čerpal úvery poskytnuté EIB, Svetovou bankou, EXIM, G-24 a MMF. Negatívne saldo v roku 2002 sa vplyvom splatenia časti dlhu Ruskej federácie zmiernilo. V roku 2005 bola vláda nútená zaplatiť dlžnú sumu vo výške 25 mld. SKK ČSOB na základe prehranej arbitráže³³, čo viedlo k ďalšiemu prehĺbeniu deficitu.

³²Výročná správa NBS 1998

³³ Správa o menovom vývoji v SR za rok 2005

Krátkodobé investície

Krátkodobé investície sú v porovnaní s dlhodobými citlivejšie na pohyb kurzu SKK, makroekonomické vplyvy a politickú situáciu. Tieto faktory boli aj hlavnými determinantami ich poklesu alebo nárastu v sektore obchodných bánk. Sektor NBS ovplyvnil ich pohyb použitím menových nástrojov.

V sektore obchodných bánk zaujali významné postavenie vklady nerezidentov v slovenských bankách. Kladné saldo do roku 1999 bolo zásluhou opatrenia NBS o otvorenej devízovej pozícii obchodných bánk a pobočiek zahraničných bánk na menové účely, ktoré spôsobilo, že banky umelo navýšili svoje krátkodobé pohľadávky. Predmetom opatrenia bolo zavedenie minimálneho pomeru devízových aktív k devízovým pasívam záväzným koeficientom.³⁴ V roku 2002 prešlo aktívne saldo do deficitu vplyvom nárastu poskytovania úverov spojených s vyšším vývozom. Po nasledujúce roky vykazovala bilancia krátkodobých investícií prebytok zapríčinený tokmi aktív a pasív v sektore obchodných bánk a NBS. Nárast či pokles vkladov nerezidentov v slovenských bankách odrážal očakávaný kurzový pohyb. Od roku 2002 NBS realizovala REPO operácie v rámci stratégie riadenia devízových rezerv. Medziročný prepád do deficitu v roku 2006 v absolútnej výške 302,1 mld. SKK bol následkom vývoja na medzibankovom devízovom trhu v júni a v júli, keď dočasné znehodnotenie výmenného kurzu slovenskej koruny v týchto mesiacoch (z dôvodu volatility výmenného kurzu, ako aj vplyvom domáceho politického vývoja) viedlo k intervenciám NBS.

3.4 Devízové rezervy

Devízové rezervy slúžia na financovanie platobnej nevyváženosti prostredníctvom intervencií na devízovom trhu, s cieľom ovplyvňovať výmenný kurz národnej meny a na iné účely.³⁵

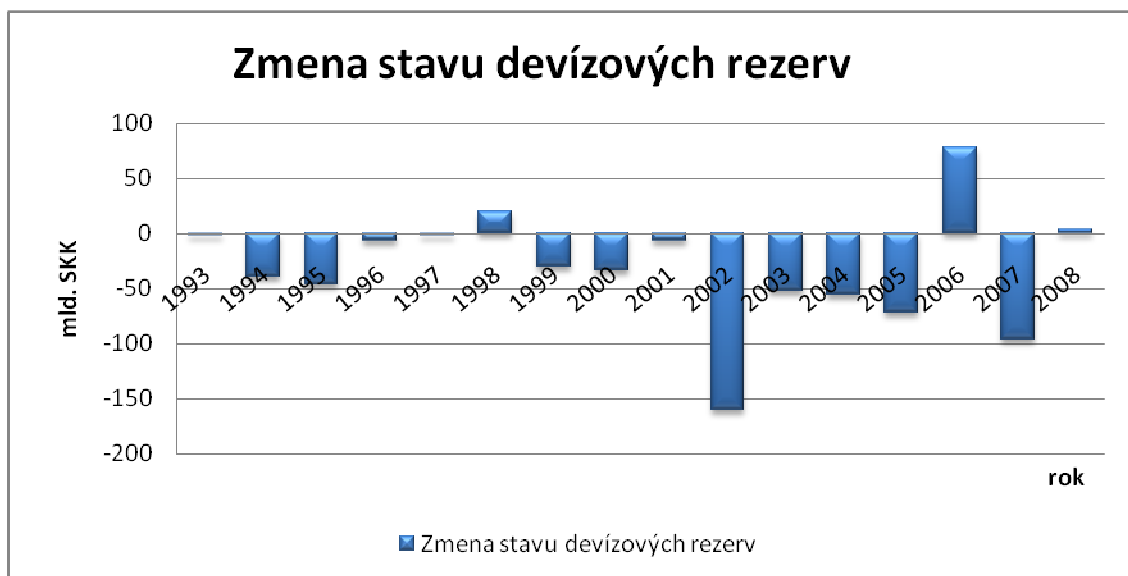
V grafe je so záporným znamienkom uvedený nárast devízových rezerv. K poklesu teda došlo len v rokoch 1998 a 2006. V roku 1998 prebytky finančného a kapitálového účtu nepostačovali na pokrytie deficitu bežného účtu. Vplyvom

³⁴ v zmysle Opatrenia NBS č.13/1996 o devízovej pozícii bánk na menové účely

³⁵ Výročná správa NBS 2005

devízových intervencií centrálnej banky v júni a v júli 2006, sa znížili oficiálne devízové rezervy. Výrazný nárast devízových rezerv sa uskutočnil v roku 2002 a súvisel s privatizačnými aktivitami vlády, príjmy z nich tvorili cca 75,7% celkových devízových príjmov.

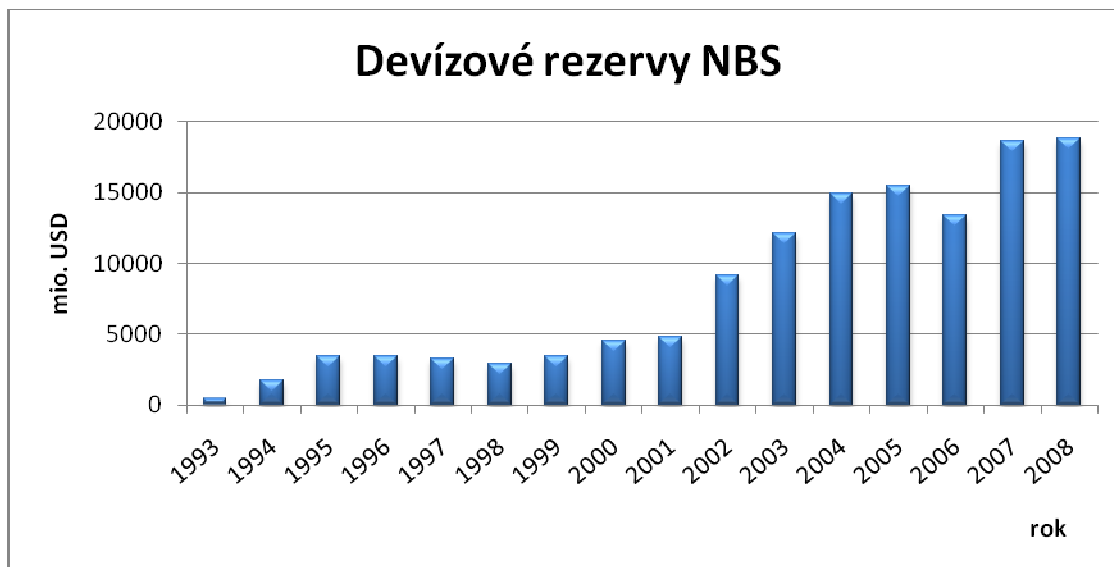
Graf 11 : Zmena stavu devízových rezerv



Zdroj : Údaje NBS o platobnej bilancii

Do roku 1998 determinovali príjmovú stranu príjmy z devízového fixingu. Prechodom na floating sa zmenila štruktúra príjmovej strany devízových rezerv na čerpanie oficiálnych pôžičiek, pôžičiek NBS a výnosy z depozít a ostatných cenných papierov. Vstupom slovenskej koruny do mechanizmu výmenných kurzov ERM II v novembri 2005 sa medzi objemovo podstatné položky príjmovej či výdajovej strany devízových rezerv zaradili prostriedky plynúce z intervencií na medzibankovom devízovom trhu. Stanovená centrálna parita koruny voči euru a jej fluktuačné pásmo udali hranice povinných intervencií centrálnej banky.

Graf 12 : Vývoj devízových rezerv



Zdroj : Údaje NBS o platobnej bilancii

Na záver dopĺňam informácie o priemernom mesačnom krytí slovenského dovozu devízovými rezervami, ktoré by malo byť minimálne trojmesačné. Od roku 2006 publikuje NBS aj modifikovaný indikátor krytia skutočného dovozu rezervami NBS, kde výšku dovozu predstavuje objem realizovaných platieb za dovozy z bankovej štatistiky, čím sa zrealizovala úroveň krytia dovozu.³⁶ Nižší index bol zaznamenaný len v rokoch 1998, 2006 a 2008, kedy devízové rezervy poklesli.

Tabuľka 1 : Krytie dovozu tovarov a služieb devízovými rezervami (v mesiacoch)

1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
3,3	3,2	2,3	3,1	3,4	3,0	5,9	5,7	5,5	4,8	3,2	4,6	2,7

Zdroj : Výročné správy NBS za roky 1996 - 2008

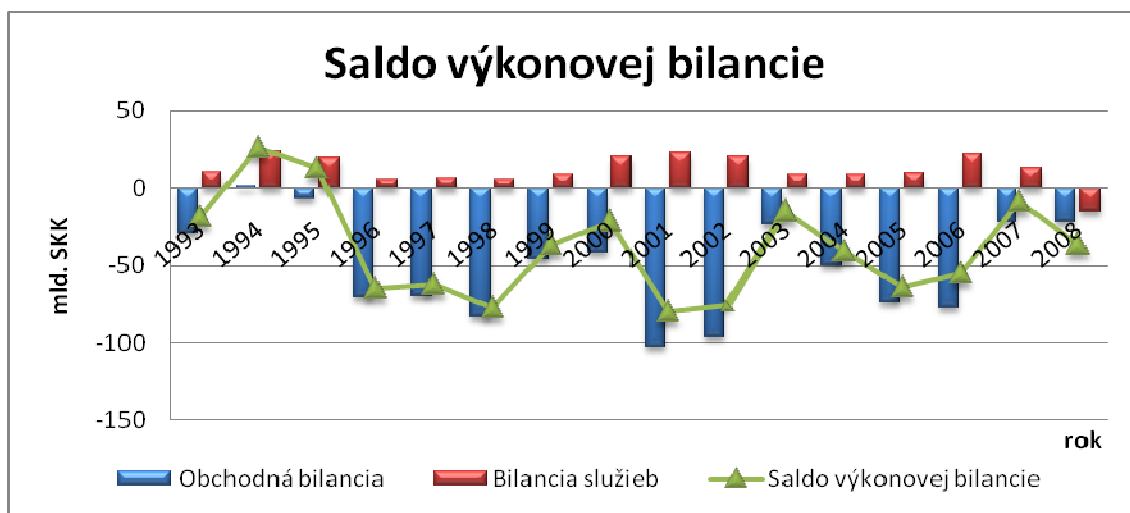
³⁶ tlačová správa, Biatec, 2006

4 Analýza vonkajšej ekonomickej rovnováhy Slovenska

4.1 Saldo výkonovej bilancie

Saldá obchodnej bilancie aj bilancie služieb sa okrem rokov 1994 a 1995 pohybovali v deficite. Saldo výkonovej bilancie súvisí s výpočtom HDP výdajovou metódou, záporný čistý export vyjadruje, že vysoký domáci dopyt bolo nutné pokryť cudzími zdrojmi. Relatívne vyjadrenie salda výkonovej bilancie k HDP ukazuje ako je domáci dopyt krytý vyrobeným HDP.

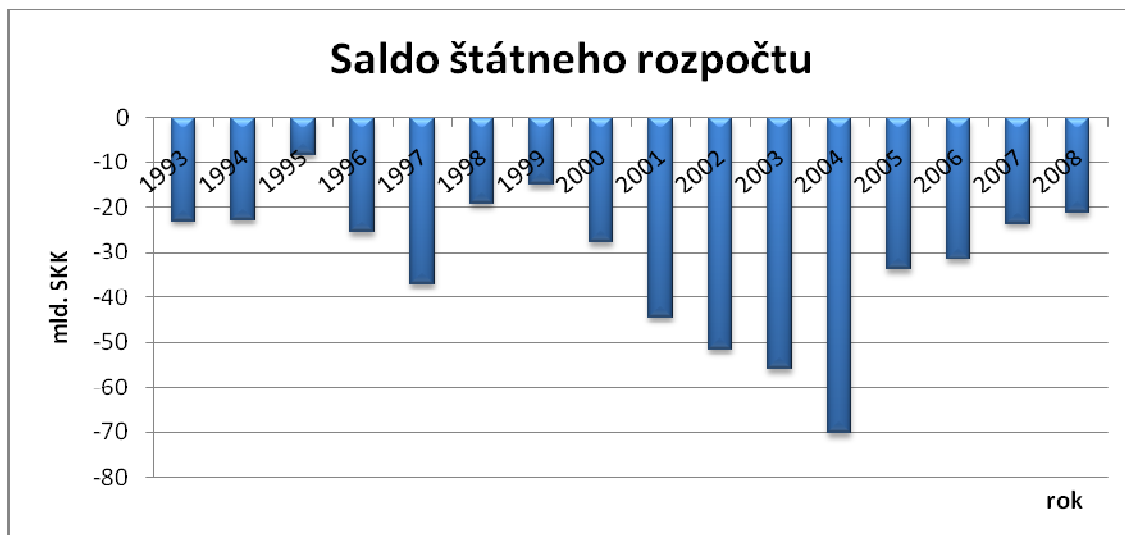
Graf 13 : Vývoj salda výkonovej bilancie



Zdroj : Údaje NBS o platobnej bilancii, vlastné výpočty autora

V súvislosti s deficitom výkonovej bilancie je nutné zahrnúť do analýzy aj ďalšie faktory ovplyvňujúce jej deficit. Ako som uviedla v teoretickej časti, pri deficitnej výkonovej bilancii sa dá predpokladať, že nedisponuje dostatočnými úsporami potrebnými na financovanie investícií a hospodári s deficitným rozpočtom. Na základe dostupných údajov štatistického úradu môžem vývoj zhodnotiť len vo vzťahu k deficitu štátneho rozpočtu, ktorý túto tézu potvrdzuje.

Graf 14 : Saldo štátneho rozpočtu

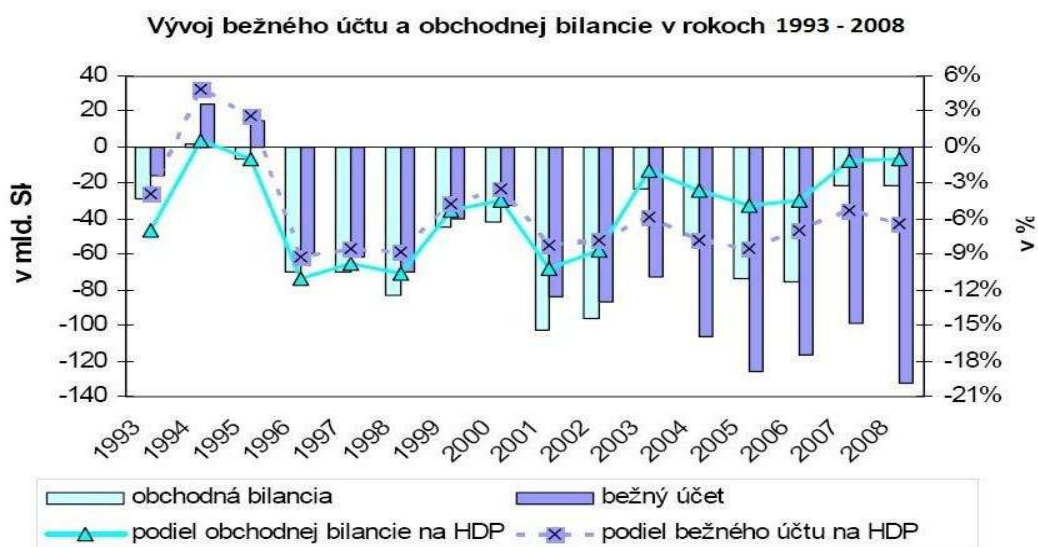


Zdroj : Údaje ŠÚ SR o štátnom rozpočte

4.2 Saldo bežného účtu

Za prijateľnú hranicu sa považuje pomer schodku bežného účtu k HDP vo výške 3-5%. Na Slovensku prevládala opačná tendencia a po väčšinu rokov bol tento limit prekročený.

Graf 15: Vývoj bežného účtu a obchodnej bilancie



Zdroj: NBS.

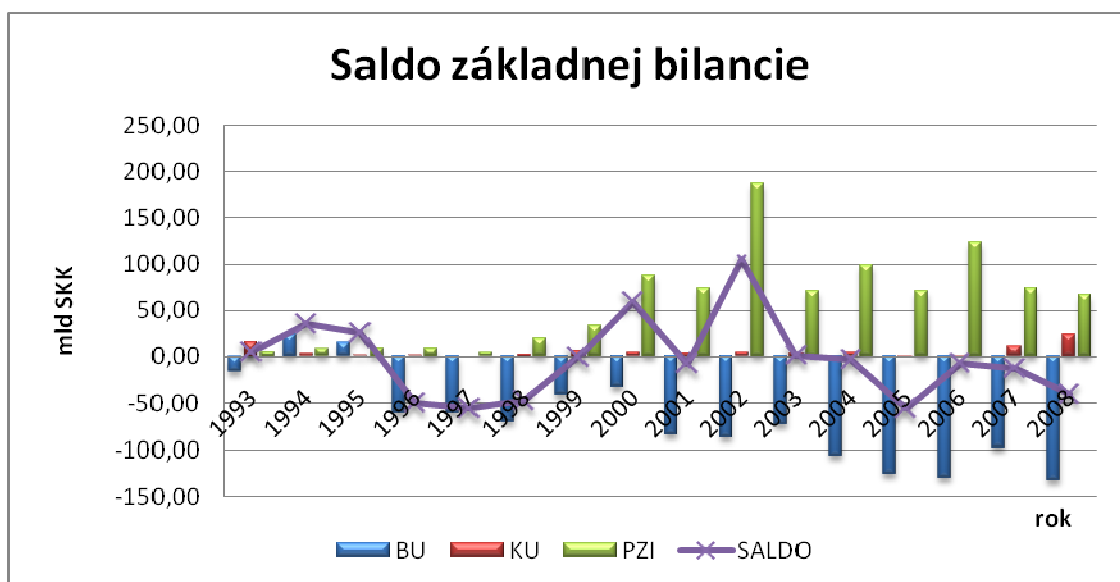
Zdroj : Správa o menovom vývoji v SR za rok 2008

Od roku 1993 do roku 1999 bolo saldo bežného účtu skoro totožné so saldom výkonnej bilancie. Do roku 2002 sa deficit obchodnej bilancie podieľal na deficite bežného účtu značným podielom. V roku 2003 došlo k obratu a začali sa prejavovať negatívne dôsledky PZI, a výnosy platené do zahraničia tvorili približne 50 a viac percent deficitu bežného účtu.

4.3 Saldo základnej bilancie

Jedna z najjednoduchších definícií bežného účtu naznačuje, že deficit bežného účtu je udržateľný tak dlho, ako ho sú ochotní zahraniční investori financovať.³⁷ Vo všeobecnosti sú PZI považované za najstabilnejší zdroj financovania deficitu bežného účtu, spolu s ich pozitívnym vplyvom na hospodársky rast krajiny.

Graf 16: Vývoj salda základnej bilancie



Zdroj : Údaje NBS o platobnej bilancii, vlastné výpočty autora

Vývoj základnej bilancie vykazuje striedavo pasívne aj aktívne saldo. Do roku 2000 investovali zahraniční investori vo forme PZI len v malých objemoch. Preto sa do tohto roku PZI na krytí schodku takmer nepodieľali. Príliv priamych zahraničných investícií som analyzovala podrobne v časti venovanej finančnému účtu. Preto len zopakujem, že najvyšší prebytok zaznamenalo saldo základnej bilancie v období silnej privatizácie v roku 2002.

³⁷ Aristovnik, 2007, s.31

Udržateľnosť krytia deficitu bežného účtu PZI zobrazuje nasledujúca tabuľka. Ani v tomto prípade nie sú bezpečné extrémne hodnoty ukazovateľa, ktoré sú spojené s budúcim zhoršením bilancie výnosov.

Tabuľka 2 : Pomer salda základnej bilancie k HDP (v %)

1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
4,37	-7,70	-7,80	-6,04	-0,07	6,33	-0,71	9,45	0,13	-0,26	-3,77	-0,43	-0,68	-2,00

Zdroj : Údaje NBS o platobnej bilancii, údaje ŠÚ SR o HDP

4.4 Celkové saldo platobnej bilancie

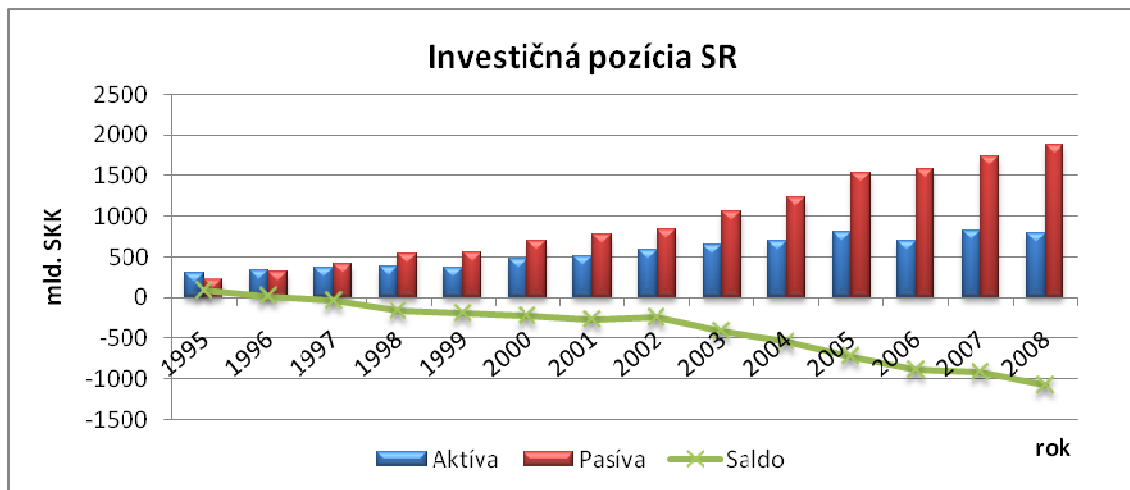
Vývoj tohto salda je totožný so zmenami devízových rezerv. Okrem rokov 1998, kedy bol ich poklesom financovaný deficit platobnej bilancie a roku 2006, kedy NBS priamo intervenovala proti znehodnoteniu kurzu SKK, ktoré nezodpovedalo fundamentom, vykazovalo aktívne saldo.

4.5 Medzinárodná investičná pozícia krajiny

S vývojom investičnej pozície súvisí saldo bežného účtu. Investičná pozícia v podstate zahŕňa deficit bežného účtu, keďže negatívne saldo je financované zdrojmi zo zahraničia. Deficit bežného účtu vedie k zhoršeniu investičnej pozície vplyvom prílivu zahraničných zdrojov k financovaniu jeho schodku.

Graf vývoja investičnej pozície Slovenska znázorňuje, že od roku 1997 prevyšuje držba domácich aktív zahraničnými investormi nad držbou zahraničných aktív tuzemcami, od roku 2003 sa tento rozdiel výraznejšie prehĺbil prílivom najmä priamych zahraničných investícií.

Graf 17 : Vývoj investičnej pozície Slovenska

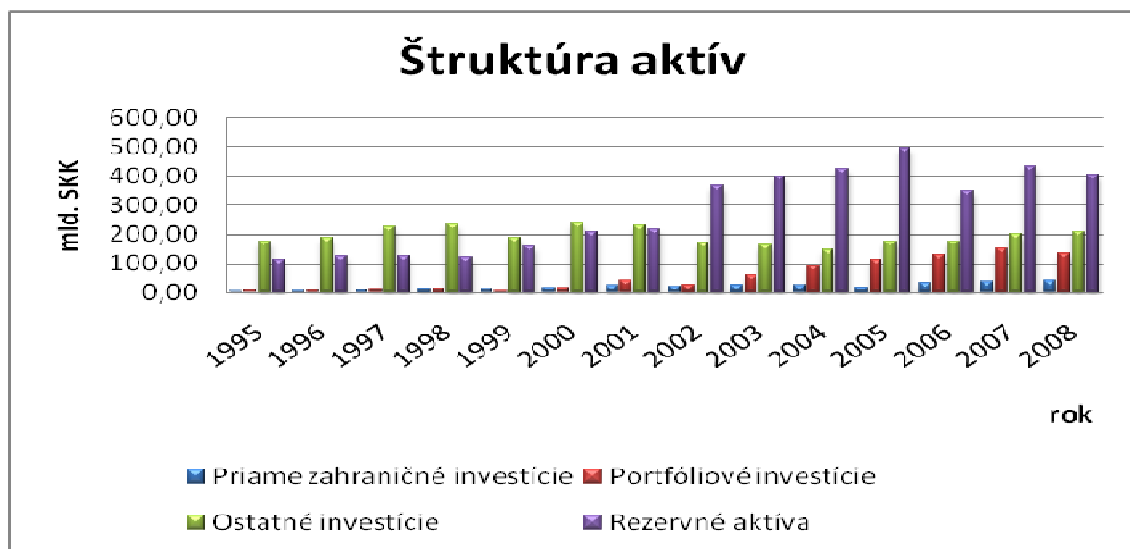


Zdroj : Údaje NBS o investičnej pozícii Slovenska, vlastné výpočty autora

Na strane aktív do roku 2002 dominovali ostatné investície a v rámci nich prvé miesto zaujali pôžičky, hotovosť a vklady. Od roku 2002 si pozíciu vymenili s rezervnými aktívami a tento trend zotrval až do konca roku 2008.

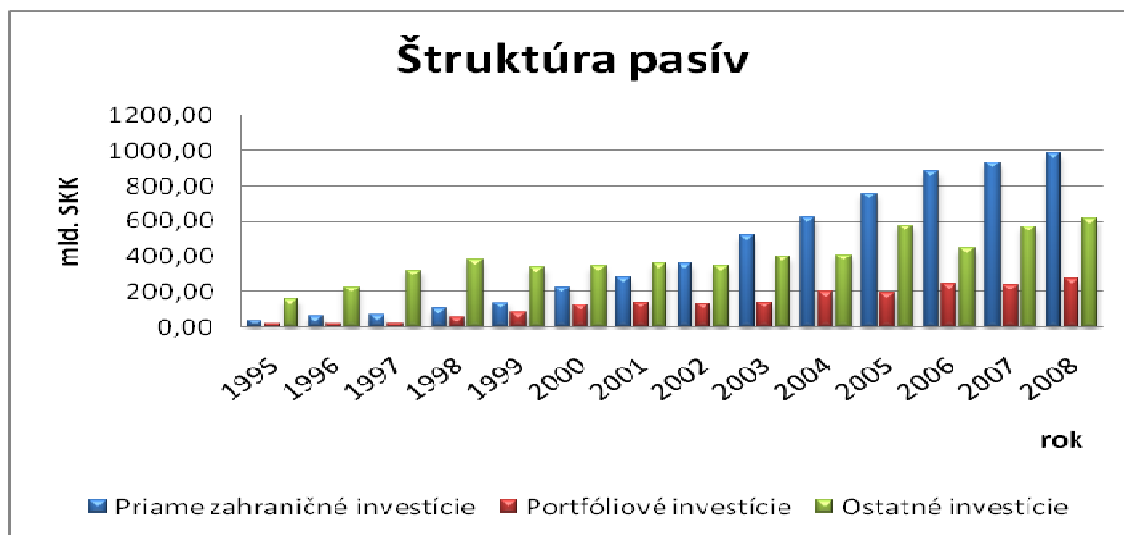
Na strane pasív bol zlomovým rokom, kedy sa zmenil trend, takisto rok 2002 kedy ostatné investície boli nahradené priamymi zahraničnými investíciami.

Graf 18 : Štruktúra aktív medzinárodnej investičnej pozície SR



Zdroj : Údaje NBS o medzinárodnej investičnej pozícii

Graf 19 : Štruktúra pasív medzinárodnej investičnej pozície SR

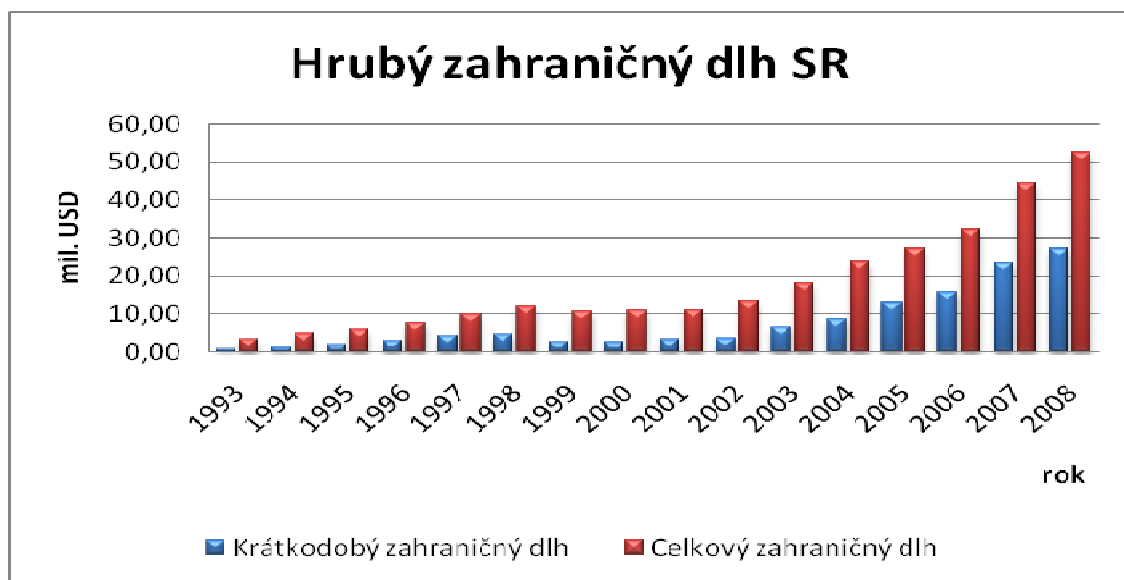


Zdroj : Údaje NBS o medzinárodnej investičnej pozícii SR

4.6 Zahraničná zadlženosť

Výsledkom vylúčenia PZI, majetkových portfóliových investícií a finančných derivátov (nedlhového kapitálu) zo strany pasív medzinárodnej investičnej pozície je hrubá zadlženosť krajiny.

Graf 20 : Vývoj zahraničnej zadlženosti Slovenska



Zdroj : Údaje NBS o zadlženosti Slovenska

Z grafu je vidieť, že hrubá zadlženosť na Slovensku každoročne narastala, výrazné zhoršenie bolo zaznamenané od roku 2003. Pri pohľade na sektorovú zadlženosť, najviac sa na tomto stave podieľal v rokoch 1993 a 1994 oficiálny sektor čerpaním pôžičiek od EIB, EXIM Bank of Japan a MMF. Od roku 2004 bol najviac zadlženým sektorom podnikový s približne 50 %-ným podielom na celkovom dlhu.

Nepriaznivo sa vyvíja najmä krátkodobý zahraničný dlh, ktorý je od roku 2003 nad akceptovateľnou hranicou 30% v pomere k hrubému zahraničnému dlhu. Vzhľadom na štruktúru krátkodobého dlhu, týka sa najmä sektoru komerčných bánk a podnikateľského. Výsledok skresľujú aj medzipodnikové pôžičky v rámci PZI. Podstatnejšie je zamerať sa na zahraničnú zadlženosť vlády. Nebezpečné by bolo, ak by krátkodobý dlh generovala vláda. Z časového hľadiska sa však vo väčšej miere podieľa na dlhodobom dlhu nákupmi zahraničných štátnych dlhopisov. Vzhľadom na doterajšie bezproblémové úhrady dlhovej služby nepredstavuje extrémne vysoká zadlženosť bezprostredné nebezpečenstvo. Ku koncu roka 2008 dosiahol hrubý zahraničný dlh v prepočte na obyvateľa výšku 9 861 USD.³⁸

Na sledujúca tabuľka ukazuje vývoj zahraničnej zadlženosti v pomere k HDP. Pre posledné roky je charakteristické, že tento pomer sa zvyšuje, aj napriek rastúcemu HDP a teda je potrebné posilniť exportnú výkonnosť slovenských vývozcov. Od roku 1997 je pomer zahraničnej zadlženosti k HDP stále nad limitom 40%, doteraz ale nenastali problémy so splatením dlhovej služby, preto toto prekročenie nevyznieva dramaticky.

Tabuľka 3 : Pomer zahraničnej zadlženosti k HDP (v %)

1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
29,47	36,66	46,03	53,56	51,79	53,48	52,37	53,86	54,38	56,28	56,48	57,69	59,10	55,28

Zdroj : Údaje NBS o zahraničnej zadlženosti, údaje ŠÚ SR o HDP

³⁸Tlačová správa NBS, 2008

Vysoký koeficient do roku 1999 ovplyvnil každoročný rýchlejší rast zahraničnej zadlženosti než rast exportu tovarov a služieb. Od roku 2000, kedy bol zreteľný zvýšený príliv PZI na úkor prijatých podnikových a vládnych úverov a pôžičiek, spolu s rastom indexu exportu, sa postupne koeficient znižuje.

Tabuľka 4 : Pomer zahraničnej zadlženosti k exportu tovarov a služieb (v %)

1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
45,53	52,00	50,44	69,13	82,11	91,22	86,23	76,50	73,35	79,65	72,43	75,92	74,33	68,73	68,27	66,97

Zdroj : Údaje NBS o zahraničnej zadlženosti a exporte tovarov a služieb

Záver

Platobná bilancia spolu so zahraničným zadlžením slúži na zhodnotenie vonkajšej ekonomickej rovnováhy, stavu ekonomiky a jej konkurencieschopnosti. Pohľad na vývoj platobnej bilancie Slovenska za posledných 15 rokov priniesol zaujímavé poznatky. Celková platobná bilancia sa síce pohybovala v prebytku (okrem dvoch rokov), zásluhou ale najmä finančného účtu. Bežný účet ako základ vonkajšej ekonomickej rovnováhy bol deficitný. Určujúcim bolo prepojenie medzi bežným a finančným účtom platobnej bilancie, ktoré je pre slovenskú ekonomiku vzhľadom na trvalý deficit bežného účtu významné, pretože jeho dynamika predurčuje aj budúcu pozíciu bežného účtu.³⁹ Nedostatok kapitálu v prvých rokoch samostatnej republiky vytvorili podmienky na príliv PZI, ktoré sa tak stali kľúčovým faktorom ovplyvňujúcim celú platobnú bilanciu.

Deficit bežného účtu pretrval po celé obdobie, zmenila sa však jeho štruktúra. Po väčšinu sledovaného obdobia sa jeho schodok pohyboval nad hranicou 5% k pomeru k HDP.

Obchodná bilancia okrem roku 1994 vykazovala neustále negatívnu bilanciu. V rámci obchodnej bilancie došlo k štrukturálnym posunom tak na strane dovozu ako aj na strane vývozu. PZI určili exportné aj importné zameranie slovenskej ekonomiky. Predchádzajúcu orientáciu vývozu na suroviny a polotovary gumárenského a chemického priemyslu nahradil vývoz strojov, zariadení a elektroniky, ktoré tvoria vyše 80% slovenského vývozu. Čo sa týka dovozu, stále pretrváva jeho vysoká energetická náročnosť, ktorú dokladuje vysoký podiel dovozu surovín a nerastných palív k HDP. V prvých rokoch po osamostatnení deficitnosť obchodnej bilancie spôsoboval hlavne investičný dovoz.

To, či Slovensko efektívne využilo PZI na podporu exportnej výkonnosti bude možné posúdiť v horizonte najbližších rokov. Avšak už teraz sa dá predpokladať, že vzhľadom na pozitívne tendencie v podobe klesajúceho deficitu obchodnej bilancie, cieľ splnilo.

Bilancia služieb bola po celých 14 rokov stabilnou podporou bežného účtu a vykazovala aktívne saldo. Príjmy z tranzitu ropy a zemného plynu prevyšovali platby za ostatné služby obchodnej povahy (právne, finančné, poradenské, technické služby) až

³⁹ Burda, 2008

do roku 2008. Vysoký deficit bilancie ostatných služieb je tak signálom jednak ich nevyhnutnosti pre slovenskú ekonomiku na úspešnú expanziu na zahraničných trhoch, ale aj dôkazom ich ešte stále nepostačujúcej kvality poskytovania zo strany slovenských poskytovateľov.

Cenou za zvýšenie exportnej výkonnosti je naopak deficit bilancie výnosov vplyvom transferu výnosov z PZI do zahraničia. Výrazné zhoršenie bolo zaznamenané od roku 2003, odkedy platby za výnosy z investícií tvoria približne 50% deficitu bežného účtu. Výrazné zhoršenie bilancie spôsobil masívny prílev PZI privatizačného charakteru v roku 2002.

Finančný účet takisto zaznamenal štrukturálne zmeny. Kým do roku 1999 prevažovali portfóliové investície, v roku 2000 došlo k obratu, kedy sa dominantnými stali PZI a výraznejšie sa zhoršila aj medzinárodná investičná pozícia Slovenska. V posledných rokoch zaujali významnejšie postavenie v štruktúre finančného účtu krátkodobé investície komerčného sektoru v rámci ostatných investícií. V súvislosti s hrubým zahraničným dlhom sa pohybuje v nepriaznivých hodnotách práve krátkodobý zahraničný dlh.⁴⁰

Saldo výkonovej bilancie s výnimkami v rokoch 1994 a 1995 vykazovalo deficit. Domáci dopyt teda prevyšoval vyrobený HDP a chýbajúce zdroje bolo potrebné doplniť zo zahraničia. Zvýšený dovoz bolo nutné financovať zahraničnými zdrojmi, a teda následne sa zhoršila aj čistá investičná pozícia Slovenska. Pre korekciu tohto stavu je potrebné buď zvýšiť celkovú produkciu alebo znížiť vládne výdaje, ktorými poklesne aj súkromná spotreba a celková produkcia sa dostane opäť do rovnováhy.

PZI v rámci salda základnej bilancie prevažne postačovali na krytie deficitu bežného účtu. Aj napriek prevažujúcim pozitívnym hodnoteniam tohto salda si dovoľím povedať, že v rámci hodnotenia vonkajšej rovnováhy nie je ideálnym riešením. Platí priama úmera, čím viac PZI prúdi do ekonomiky, tým viac sa zhoršuje bilancia výnosov a vonkajšia rovnováha, hlavne prevodom zisku v podobe dividend.

Celková bilancia sa až na výnimky v rokoch 1998 a 2006 pohybovala v prebytku. V spomenutých rokoch bolo krytie deficitu bežného účtu prebytkom kapitálového a finančného účtu kombinované poklesom devízových rezerv.

Na koniec zhrniem, že problémom vonkajšej rovnováhy je jednoznačne deficit bežného účtu. Ako však dokazujú negatívne trendy vývoja bilancie výnosov, PZI aj

⁴⁰ Od roku 2003 sa pomer krátkodobého dlhu k celkovému zahraničnému dlhu pohybuje nad 30%

napriek pozitívnym vplyvom v podobe zvyšovania zamestnanosti a podpore Slovenska v zahraničnoobchodnej výmene, nie sú dokonalým zdrojom jeho dlhodobého financovania. Ideálny spôsob financovania deficitu bežného účtu prakticky nejestvuje, preto je nutné zamerať sa najmä na jeho znižovanie. Slovenská republika by v záujme zvyšovania konkurencieschopnosti domácej výroby mala zvýšiť podporu inovácií, vedy a výskumu ako perspektívu do ďalších rokov a nezvyšovať tak svoju už aj tak značne vysokú závislosť na priamych zahraničných investíciách.

Použitá literatúra a zdroje

Literatúra

ARISTOVNIK, A. *How sustainable are External Imbalances in Selected Transition Countries ?*, Ekonomický časopis, Slovenská akadémia vied, Bratislava 2007, ročník 55, č. 1, s. 19 – 37, ISSN 0013-3035

BALÁŽ, P. A KOL. *Medzinárodné podnikanie*, Jamex, Bratislava 2005, 620 s., ISBN 80-89085-51-2

DURČÁKOVÁ, J., MANDEL, M. *Mezinárodní finance*, 3.rozšířené a doplnené vydání, Management Press, Praha 2007, 496 s., ISBN 978-80-7261-170-6

FIFEK, E. *Makroekonomické a mikroekonomické súvislosti platobnej bilancie a zahraničnej zadlženosti Slovenskej republiky*, Ekonóm, Bratislava 2009, 88 s., ISBN 978-80-225-2679-1.

FRAIT, J. *Makroekonomie*, Vysoká škola báňská – Technická univerzita, Ostrava 1999, 179 s., ISBN 80-7078-296-X

HANSENOVÁ, H., ŠAKOVÁ, B. *Vplyv vstupu Slovenskej republiky do Európskej únie v oblasti priamych zahraničných investícií*, Ekonomický časopis, Slovenská akadémia vied, Bratislava 2002, ročník 50, č. 6, s. 926 – 938, ISSN 0013-3035

HOŠKOVÁ, A., SABOL, T. *Priame zahraničné investície a ich vplyv na výkonnosť výrobných podnikov v Slovenskej republike*, Ekonomický časopis, Slovenská akadémia vied, Bratislava 2004, ročník 52, č. 2, s. 181 – 195, ISSN 0013-3035

JANKOVSKÁ A KOL. *Medzinárodné financie*, 2. doplnené a prepracované vydanie, IURA EDITION, Bratislava 2003, 529 s., ISBN 80-88984-31-9

KADEŘÁBKOVÁ, A., ŽDÁREK, V. *Makroekonomická analýza*, VŠEM, Praha 2006, 294 s., ISBN: 80-86730-05-0

KYJAC, P. *Vývoj zahraničnej zadlženosti Slovenskej republiky v roku 2003 v hlavných ukazovateľoch*, Ekonomický časopis, Slovenská akadémia vied, Bratislava 2004, ročník 52, č. 3, s. 270 – 280, ISSN 0013-3035

MANDEL, M., TOMŠÍK, V. *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*, 2.rozšířené vydání, Management Press, Praha 2008, 368 s., ISBN 978-80-7261-185-0

NĚMEC, J. *Súvislosť medzi vonkajšou a vnútornou nerovnováhou v slovenskej ekonomike*, Ekonomický časopis, Slovenská akadémia vied, Bratislava 2003, ročník 51, č. 9, s. 1098 – 111, ISSN 0013-3035

OKÁLI, I. A KOL. *Hospodársky vývoj Slovenska v roku 2007*, Ekonomický časopis, Slovenská akadémia vied, Bratislava 2008, ročník 56, č. 5, s. 435 – 476, ISSN 0013-3035

PLCHOVÁ, B., JIRGES, T. *Zahraniční obchod a národní ekonomika – teoretické přístupy a implikace pro českou ekonomiku*, VŠE v Praze, Praha 1996, 165 s., ISBN 80-707-9967-6

REVENDA, Z. A KOL. *Pěnežní ekonomie a bankovníctví*, 4.vydání, Management Press, Praha 2005, 627 s., ISBN 80-7261-132-1

ŠIKULOVÁ, I. *Zhodnotenie vývoja vzťahov slovenskej ekonomiky so zahraničným v roku 2006*, Ekonomický časopis, Slovenská akadémia vied, Bratislava 2007, ročník 55, č. 6, s. 570 – 581, ISSN 0013-3035

TOMŠÍK, V. *Transformace ekonomik zemí střední a východní Evropy*, Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, Praha 1998, 118 s., brož.

Internetové zdroje

BURDA, Š. *Konkurencieschopnosť slovenského exportu v podmienkach EÚ*, 2008. [online]. [cit. 5.5.2010]. Dostupné z WWW: http://www.progeko.savba.sk/pu/publ/2008/pm4_2008.pdf

BURZA CENNÝCH PAPIEROV BRATISLAVA. *Výročná správa za rok1999*. [online]. [cit. 12.5.2010]. Dostupné z WWW : http://www.bsse.sk/Content/SK/Burza/Vyročne_spravy.lst/VS1999.pdf

Centrálna banka v auguste úrokové sadzby nezmenila, 2006. [online]. [cit. 2.5.2010]. Dostupné z WWW : <http://www.24hod.sk/Centralna-banka-v-auguste-urokove-sadzby-nezmenila-cl18543.html>

COPLÁKOVÁ, T. *Slovenský kapitálový trh stále spí*, 2003, [online]. [cit. 2.5.2010]. Dostupné z WWW : <http://www.ass.sk/Default.aspx?CatID=53&NewsID=71>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Metodické poznámky*. [online]. [cit. 12.3.2010]. Dostupné z WWW : http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/metodicke_poznamky_cr_makroekonomicka_tabulka

Devízový zákon NR SR č.202/1995 Z.z. z dňa 20.septembra 1995. [online]. [cit. 9.4.2010]. Dostupné z WWW : http://www.nbs.sk/_img/Documents/zaklnbs/legislat/z2021995.pdf

FIFEKOVÁ, M. *Priame zahraničné investície a efekty spillovers*, 2008. [online]. [cit. 20.4.2010]. Dostupné z WWW : <http://www.euractiv.sk/ekonomika-a-euro/analyza/priame-zahranicne-investicie-a-efekty-spillovers>

GALANDOVÁ, M. *Vstup do únie môže otriast' dôverou zahraničných investorov v slovenský systém daňových úľav*, Trend 2003. [online]. [cit. 1.5.2010]. Dostupné z WWW :

<http://podnikanie.etrend.sk/podnikanie-uctovnictvo-a-dane/vstup-do-unie-moze-otriast-doverou-zahranicnych-investorov-v-slovensky-system-danovych-ulav.html>

HOŠKOVÁ, A. *Portfóliové investície na Slovensku*, 1999. [online].

[cit. 18.4.2010]. Dostupné z WWW :

http://www.nbs.sk/img/Documents/PUBLIK/1999_Portfoliove%20investicie%20na%20Slovensku.pdf

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *The fifth edition of the Balance of Payments Manual*, 1993, [online]. [cit. 5.3.2010]. Dostupné z WWW :

<http://www.imf.org/external/np/sta/bop/bopman.pdf>

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *The sixth edition of the Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 2009, [online]. [cit. 6.3.2010]. Dostupné z WWW :

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf>

Komentár BR NBS k rozhodnutiu o určenej výške úrokových sadzieb NBS, 2006.

[online]. [cit. 5.5.2010]. Dostupné z WWW :

http://www.nbs.sk/img/Documents/PUBLIK_NBS_FSR%5CBiatec%5CRok2006%5CBIATEC_9_2006.pdf

Koordináčné a unifikačné snahy pri bilancovaní vonkajších peňažných vzťahov.

[online]. [cit. 25.3.2010]. Dostupné z WWW :

<http://www.derivat.sk/index.php?PageID=655>

KOPÁL, R. *Kapitálový trh na Slovensku*, 2007, [online]. [cit. 1.5.2010]. Dostupné

z WWW : <http://www.sme.sk/c/3506300/kapitalovy-trh-na-slovensku.html>

KYJAC, P. *Zhodnotenie zahraničnej zadlženosti SR a plnenia dlhovej služby v roku 2002*, 2003. [online]. [cit. 5.5.2010]. Dostupné z WWW :

http://www.nbs.sk/img/Documents/PUBLIK_NBS_FSR%5CBiatec%5CRok2003%5CBIATEC_10_2003.pdf

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Devízové rezervy SR*. [online]. [cit.12.3.2010]. Dostupné

z WWW : <http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/statistika-platobnej-bilancie/devizove-rezervy/brsl>

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Medzinárodná investičná pozícia SR*. [online].

[cit. 12.3.2010]. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/statistika-platobnej-bilancie/medzinarodna-investicna-pozicia>

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Platobná bilancia SR*. [online]. [cit. 12.3.2010].

Dostupné z WWW:

<http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/statistika-platobnej-bilancie/platobna-bilancia>

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Priame zahraničné investície*. [online]. [cit. 12.3.2010]. Dostupné z WWW : <http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/statistika-platobnej-bilancie/priame-zahranicne-investicie>

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Správa o menovom vývoji 2001 – 2008*. [online]. [cit. 12.3.2010]. Dostupné z WWW : <http://www.nbs.sk/sk/publikacie/publikacie-nbs/spravy-o-menovom-vyvoji>

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Výročná správa NBS 1993 – 2008*. [online]. [cit. 12.3.2010]. Dostupné z WWW : http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie%5CVyrocnasprava%5CVSNBS93.pdf

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Zahraničná zadlženosť SR*. [online]. [cit.12.3.2010]. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/statistika-platobnej-bilancie/zahranicna-zadlzenost>

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Zahraničná zadlženosť SR k 30.septembru 2008*. [online]. [cit. 14.5.2010]. Dostupné z WWW : http://www.nbs.sk/sk/informacie-pre-media/tlacove-spravy/detail-spravy/_zahranicna-zadlzenost-sr-k-30-septembru-2008/bc

OECD : *Glossary of Statistical Terms*. [online]. [cit. 15.3.2010]. Dostupné z WWW : <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=924>

Opatrenie NBS č.13/1996 z dňa 24.októbra 1996 o devízovej pozícii bánk na menové účely. [online]. [cit. 14.4.2010]. Dostupné z WWW : <http://www.nbs.sk/sk/legislative/vestnik-nbs/1996/opatrenie-nbs-c-13-1996>

SLOVENSKÝ ŠTATISTICKÝ ÚRAD. *Makroekonomické údaje*. [online]. [cit. 12.3.2010]. Dostupné z WWW : http://portal.statistics.sk/files/Sekcie/sek_300/330/rev_hdp/sv_revidov_stvrtrocne_udaje_hdp_1995_2008.pdf

SLOVENSKÝ ŠTATISTICKÝ ÚRAD. *Zahraničný obchod SR*. [online]. [cit. 13.3.2010]. Dostupné z WWW : <http://portal.statistics.sk/showdoc.do?docid=6626>

VAGAŠ, L. *Vstupom Slovenska do EÚ čakajú zahraničný obchod zmeny*, Hospodárske noviny, 2002. [online]. [cit. 27.4.2010]. Dostupné z WWW : http://www.cphr.sk/denna_tlac_hn05032002.htm

Zákon NR SR č. 595/2003 Z.z., o dani z príjmov z dňa 31.decembra 2003. [online]. [cit. 16.4.2010]. Dostupné z WWW : http://www.equalslovakia.sk/fileadmin/user_upload/financne_riadenie/SR/zakon_o_dani_z_prijmov.pdf

Zoznam tabuliek a grafov

Graf 1 : Vývoj salda bežného účtu.....	23
Graf 2 : Štruktúra bežného účtu.....	24
Graf 3 : Štruktúra bilancie služieb	26
Graf 4 : Štruktúra výnosov z priamych zahraničných investícií.....	28
Graf 5 : Štruktúra bežných transferov.....	29
Graf 6 : Vývoj salda kapitálového účtu	30
Graf 7 : Vývoj salda finančného účtu	31
Graf 8 : Štruktúra finančného účtu	31
Graf 9 : Vývoj priamych investícií	32
Graf 10 : Štruktúra ostatných investícií	34
Graf 11 : Zmena stavu devízových rezerv	37
Graf 12 : Vývoj devízových rezerv.....	38
Graf 13 : Vývoj salda výkonovej bilancie	39
Graf 14 : Saldo štátneho rozpočtu.....	40
Graf 15: Vývoj bežného účtu a obchodnej bilancie.....	40
Graf 16: Vývoj salda základnej bilancie	41
Graf 17 : Vývoj investičnej pozície Slovenska.....	43
Graf 18 : Štruktúra aktív medzinárodnej investičnej pozície SR.....	43
Graf 19 : Štruktúra pasív medzinárodnej investičnej pozície SR	44
Graf 20 : Vývoj zahraničnej zadlženosti Slovenska	44
Tabuľka 1 : Krytie dovozu tovarov a služieb devízovými rezervami	38
Tabuľka 2 : Pomer salda základnej bilancie k HDP	42
Tabuľka 3 : Pomer zahraničnej zadlženosti k HDP	45
Tabuľka 4 : Pomer zahraničnej zadlženosti k exportu tovarov a služieb	46