Vysoká škola ekonomická v Praze

Národohospodářská fakulta

Hlavní specializace: Hospodářská politika

ANALÝZA VÝVOJA ČISTEJ INVESTIČNEJ POZÍCIE ČESKEJ A SLOVENSKEJ REPUBLIKY: OBDOBIE ROKOV 2004-2018

diplomová práce

Autor: Bc. Matúš Folenta
Vedoucí práce: doc. Ing. Eva Zamrazilová, CSc.
Rok: 2019

Prehlasujem na svoju česť, že som diplomovú prácu vypracoval samostatne a s použitím uvedenej literatúry.

Matúš Folenta

V Prahe, dňa 10. 5. 2019

Na tomto mieste sa chcem poďakovať svojej vedúcej práce doc. Ing. Eve Zamrazilovej, CSc. za jej odborné vedenie, trpezlivosť a cenné rady, ktorými ma sprevádzala a usmerňovala pri písaní tejto práce.

Rád by som sa poďakoval tiež svojej rodine a priateľom, ktorí mi boli oporou pri tvorbe tejto práce a behom celej doby štúdia.

Vysoká škola ekonomická v Praze
Katedra hospodářské a sociální politiky

Národohospodářská fakulta
Akademický rok: 2018/2019

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Zpracovatel : **Bc. Matúš Folenta**

Studijní program: Ekonomie a hospodářská správa

Obor: Hospodářská politika

Název tématu: **Analýza vývoja čistej investičnej pozície Českej a Slovenskej republiky voči zahraničiu: obdobie rokov 2004-2018**

Zásady pro vypracování:

1. Cieľom práce je analýza vývoja čistej investičnej pozície Českej a Slovenskej republiky voči zahraničiu za obdobie rokov 2004-2018. Práca bude sledovať, analyzovať a interpretovať príčiny a súvislosti minulého i súčasného vývoja čistej investičnej pozície voči zahraničiu oboch zemí. Súčasťou práce je tiež overenie hypotéz: 1. Vstup do eurozóny, ktorý potvrdil, že Slovensko je členom „tvrdého jadra" integračného zoskupenia, posilnil príliv PZI a reinvestície ziskov z PZI na Slovensku oproti Českej republike. 2. Intervencie ČNB viedli k zlepšeniu investičnej pozície, ale súčasne k prehĺbeniu zahraničného zadlženia Českej republiky v porovnaní so Slovenskom.
2. Problematika čistej investičnej pozície zeme voči zahraničiu naberá poslednou dobou na čoraz väčšom význame, nakoľko tento ukazovateľ začína byť uprednostňovaný pred ukazovateľom zahraničnej zadlženosti, a dostáva sa tak medzi dôležité, ekonómami a politikmi sledované, ukazovatele vonkajšej rovnováhy ekonomiky. I napriek narastajúcemu významu je táto problematika stále relatívne nepreskúmaná, minimálne čo sa Českej a Slovenskej republiky týka.
3. Úlohou teoretickej časti práce je poskytnutie potrebnej ekonomickej teórie a vysvetlenie vzájomných súvislostí medzi čistou investičnou pozíciou zeme, zahraničnou zadlženosťou, a ich nadväznosťou na kľúčové účty platobnej bilancie. Ku komplexnému pochopeniu problematiky tejto práce tiež dopomôžu odpovede na jednotlivé výskumné otázky kladené v úvode práce.
4. V praktickej časti práce bude na základe dát podľa metodiky najnovšieho manuálu platobnej bilancie BPM6 vykonaná detailná analýza vývoja čistých investičných pozícií jednotlivých zemí, sáld jednotlivých účtov ich platobných bilancií a vývoja ich zahraničných zadlžeností. Výsledky analýzy budú interpretované na základe príčinných súvislostí medzi týmito ukazovateľmi. Okrem samotnej analýzy vývoja čistej investičnej pozície oboch zemí budú v tejto časti práce tiež testované hypotézy stanovené v úvode práce.
5. Kľúčové slová: Investičná pozícia zeme, Platobná bilancia, Zahraničná zadlženosť, Euro

Rozsah práce: min. 65 normostran

Seznam odborné literatury:

1. DĚDEK, O. Doba eura: úspěchy i nezdary společné evropské měny. Praha: Linde Praha, 2014. ISBN: 978-80-7201-933-5
2. GANDOLFO, G. International finance and open-economy macroeconomics. Berlin: Springer, 2002. ISBN: 3-540-43459-3
3. INTERNATIONAL MONETARY FUND. Balance of Payments and International Investment Position Manual. Washington: International Monetary Fund, 2014. ISBN: 978-1-48431-275-9
4. MANDEL, M., DURČÁKOVÁ, M. Mezinárodní finance a devízový trh. Praha: Management Press, 2016. ISBN: 978-80-7261-287-1
5. MANDEL, M., TOMŠÍK, V. Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice. Praha: Management Press, 2008. ISBN: 978-80-7261-185-0
6. NEUMANN, P., ŽAMBERSKÝ, P., JIRÁNKOVÁ, M. Mezinárodní ekonomie. Praha: Grada Publishing, 2010. ISBN: 978-80-247-3276-3
7. ROJÍČEK, M. a kol. Makroekonomická analýza – teorie a praxe. Praha: Grada Publishing, 2016. ISBN: 978-80-247-5858-9
8. SLANÝ, A. Makroekonomická analýza a hospodářská politika. Praha: Beck, 2003. ISBN: 80-7179-738-3
9. SPĚVÁČEK, V. a kol. Makroekonomická analýza. Praha: Linde Praha, 2012. ISBN: 978-80-86131-92-4
10. UNITED NATIONS. Handbook of National Accounting: Use of Macro Accounts in Policy analysis. New York: United Nations, 2002. ISBN: 92-1-161424-4

Datum zadání diplomové práce: leden 2019

Termín odevzdání diplomové práce: květen 2019

Bc. Matúš Folenta
Řešitel

doc. Ing. Eva Zamrazilová, CSc.
Vedoucí práce

doc. Ing. Miroslav Ševčík, CSc.
Vedoucí katedry

prof. Ing. Zdeněk Chytil, CSc.
Děkan NF VŠE

Abstrakt

Cieľom diplomovej práce je analýza vývoja čistej investičnej pozície Českej a Slovenskej republiky voči zahraničiu za obdobie rokov 2004-2018. Práca sleduje, analyzuje a interpretuje konkrétne determinanty daného vývoja v kontexte s ekonomickou situáciou v krajine, a to skrze rozloženie čistej investičnej pozície zeme podľa jej funkčnej kategórie a podľa jej pozície na majetkovú a dlžnícku. Na vývoj čistej investične pozície Českej republiky mali najväčší vplyv intervencie ČNB na oslabenie koruny v rokoch 2013-2017 spojené s následným kupovaním domácich dlhopisov zahraničnými subjektmi. Na Slovensku to boli primárne zmeny vo vývoji salda portfóliových a ostatných investícií. Zatiaľ čo negatívne saldo čistej investičnej pozície Slovenska bolo od roku 2009 relatívne nemenné a oscilovalo okolo zápornej hodnoty -65 % v pomere k HDP, saldo čistej investičnej pozície Českej republiky sa od roku 2012 následkom intervencií zlepšilo, a to až na zápornú hodnotu -23,6 % v pomere k HDP v roku 2018.

Kľúčové slová: platobná bilancia, medzinárodná investičná pozícia, zahraničná zadlženosť
JEL klasifikace: F32, F21, F34

Abstract

The aim of the thesis is to analyze the development of the net international investment position of the Czech and Slovak Republic for the period of years 2004-2018. The thesis monitors, analyzes and interprets specific determinants of the given development in the context of the economic situation in the countries, through the dividing of the country's net international investment position according to its functional category and according to its property and debtor position. The development of the Czech Republic's net international investment position (NIIP) was most affected by the CNB's interventions for devaluation the Czech crown in 2013-2017, and the subsequent purchase of home bonds by foreign entities. In the case of Slovakia, the NIIP has primarily changed due to the changes in the development of portfolio and other investments. While the negative balance of Slovakia's NIIP has been relatively unchanged since 2009 and oscillated around a negative value of -65% in relation to GDP, the NIIP of the Czech Republic has improved since 2012 as a result of CNB interventions, up to -23.6 % in relation to GDP in 2018.

Key words: Balance of payments, International investment position, External debt
JEL classification: F32, F21, F34

Obsah

ÚVOD **8**
1 TEORETICKÁ ČASŤ PRÁCE **11**
1.1 PLATOBNÁ BILANCIA 11
1.1.1 Manuál na zostavovanie platobnej bilancie 12
1.1.2 Komparácia BPM6 a BPM5 14
1.1.3 Štruktúra platobnej bilancie 16
1.2 PRIAME ZAHRANIČNÉ INVESTÍCIE 23
1.2.1 Problematika reinvestícií 24
1.3 ČISTÁ INVESTIČNÁ POZÍCIA ZEME 26
1.4 ZAHRANIČNÁ ZADLŽENOSŤ 28
1.5 ZHRNUTIE TEORETICKEJ ČASTI PRÁCE 30
2 EMPIRICKÁ ČASŤ PRÁCE **31**
2.1 VÝVOJ PLATOBNEJ BILANCIE 31
2.1.1 Vývoj bežného účtu 31
2.1.2 Vývoj kapitálového účtu 38
2.1.3 Vývoj finančného účtu 39
2.1.4 Vývoj účtu chýb a opomenutí 42
2.1.5 Zhrnutie vývoja platobnej bilancie 43
2.2 VÝVOJ ČISTEJ INVESTINČEJ POZÍCIE 43
2.2.1 Čistá investičná pozícia Českej republiky 46
2.2.2 Čistá investičná pozícia Slovenskej republiky 51
2.2.3 Zhrnutie vývoja čistej investičnej pozície zemí 55
2.3 VÝVOJ ZAHRANIČNEJ ZADLŽENOSTI 56
2.4 VYHODNOTENIE SKÚMANÝCH HYPOTÉZ 60
2.4.1 Testovanie prvej hypotézy 60
2.4.2 Testovanie druhej hypotézy 63
ZÁVER **65**
ZDROJE **69**
ZOZNAM TABULIEK **74**
ZOZNAM GRAFOV **75**

ÚVOD

Žijeme v dobe, ktorá je neodmysliteľne spojená so stále viac silnejúcou globalizáciou. Ekonomiky sú prepojené, politiky zdieľané, pohyb finančného či ľudského kapitálu je možný takmer bez obmedzenia, a to všetko dosiahlo takého veľkého rozmachu ako nikdy predtým. Globalizácia so sebou prináša možnosti, vďaka ktorým môže ekonomika i celé spoločenstvo rýchlejšie napredovať, ale prináša i skryté nástrahy, ktoré môžu viesť k negatívnym následkom trvajúcim niekoľko ďalších generácií.

Diskusiám ekonómov už niekoľko rokov dominujú problémy spojené s dlhovou krízou rady vyspelých zemí. Poukazuje sa na vysoké fiškálne deficity a na ťažko udržateľné zadlženie verejného sektoru, pričom sa diskutujú parametre, za akých by bolo možné stávajúcu pozíciu jednotlivých ekonomík vylepšiť. V mnohých prípadoch problém dlhovej krízy sprevádzajú problémy s vonkajšou nerovnováhou ekonomík vychádzajúcou z hlbokých deficitov bežného účtu a zhoršujúcej sa čistej investičnej pozície zeme.

Práve čistá investičná pozícia zeme voči zahraničiu naberá poslednou dobou na čoraz väčšom význame, a dostáva sa tak medzi najdôležitejšie, ekonómami a politikmi sledované, ukazovatele vonkajšej rovnováhy ekonomiky. Dôkazom zvyšujúceho sa významu tohto ukazovateľa je tiež fakt, že tento pojem bol pred pár rokmi Medzinárodným menovým fondom zakomponovaný i do samotného názvu manuálu na zostavovanie platobnej bilancie. Jeho posledná (šiesta) revízia je platná od roku 2009 a jej názov je „Manuál platobnej bilancie a investičnej pozície voči zahraničiu“[1]. Nový manuál týmto prikladá rovnaký význam ako transakciám (zachyteným v platobnej bilancii), tak i pozíciám (stavom).

Problematika vývoja čistej investičnej pozície voči zahraničiu je i napriek zvyšujúcej sa dôležitosti v prípade Českej a Slovenskej republiky stále relatívne nepreskúmaná. Považujem preto za zaujímavé a prínosné sledovať a analyzovať príčiny a súvislosti minulého i súčasného vývoja čistej investičnej pozície voči zahraničiu oboch zemí, a poskytnúť tak ucelený a komplexný výklad k tejto problematike.

Hlavným cieľom práce je analýza vývoja čistej investičnej pozície Českej a Slovenskej republiky voči zahraničiu za obdobie rokov 2004-2018. Sledované je obdobie

[1] *Balance of Payments and International Investment Position Manual – Sixth Edition (BMP6)*

od vstupu týchto krajín do Európskej únie až po súčasnosť. Periódu 15 rokov možno považovať, i vzhľadom na rozmanitý ekonomický a politický vývoj v oboch krajinách[2], ako zaujímavú a pre účely tejto práce dostačujúcu. Za čiastkové ciele práce tiež možno považovať nájdenie odpovedí na výskumné otázky v teoretickej časti práce, a potvrdenie či vyvrátenie stanovených hypotéz v časti empirickej.

Práca je vo svojej podstate rozdelená na 2 časti – na časť teoretickú a empirickú. Účelom prvej časti práce je poskytnutie vhodného teoretického rámca pre pochopenie kauzálnych súvislostí a následnej interpretácie empirických výsledkov v druhej časti práce. V tejto časti práce bude teoreticky vysvetlený princíp fungovania platobnej bilancie, jej jednotlivých účtov a sáld. Ďalej sa práca bližšie zameria na priame zahraničné investície a reinvestície, zahraničnú zadlženosť, a bude tiež teoreticky vysvetlený samotný koncept a význam ukazovateľa čistej investičnej pozície zeme. Okrem vysvetlenia spomínanej ekonomickej teórie a vzájomných kauzálnych vzťahov hľadá teoretická časť práce odpovede na nasledujúce výskumné otázky:

- Aký vplyv má investičná pozícia zeme na vonkajšiu rovnováhu ekonomiky?
- Aký vplyv má reinvestovaný zisk na saldo bežného účtu platobnej bilancie?
- Ako súvisí zahraničná zadlženosť s investičnou pozíciou zeme voči zahraničiu?

V druhej, empirickej časti práce bude vykonaná samotná analýza vývoja čistej investičnej pozície oboch sledovaných zemí a ďalších ukazovateľov, ktoré majú na investičnú pozíciu významný vplyv, prípadne s ňou iným spôsobom úzko súvisia. Empirická časť práce bude primárne využívať nástroj analýzy – vývoj jednotlivých ukazovateľov bude sledovaný predovšetkým prostredníctvom grafov a dáta budú interpretované na základe kauzálnych súvislostí popísaných v teoretickej časti práce. Účelom analýzy je identifikovať hlavné determinanty daného vývoja čistej investičnej pozície oboch zemí, a to z čo najkomplexnejšieho pohľadu. Okrem samotnej analýzy vývoja spomínaných ukazovateľov sú tiež testované dve hypotézy, u ktorých bude cieľom potvrdiť či vyvrátiť ich správnosť.

Prvá hypotéza sa zameriava na vývoj prílivu priamych zahraničných investícií do Slovenskej republiky, a to zvlášť od prijatia eura začiatkom roku 2009. Existujú viaceré empirické štúdie (Petroulas, 2006; Baldwin a kol., 2008; de Sousa a Lochard, 2011; Aristote-

[2] hospodárska a finančná kríza, prijatie eura na Slovensku, intervencie ČNB na oslabenie koruny v Česku

lous a Fountas, 2012), ktoré potvrdzujú pozitívny vplyv jednotnej meny[3] na príliv priamych zahraničných investícií (resp. pokračujúcich reinvestícií). Slovensko sa prijatím eura stalo štátom, ktorý týmto krokom posilnil svoju integráciu v prospech Európskej únie. Na základe týchto poznatkov je stanovená nasledujúca hypotéza:

- **H1:** *vstup do eurozóny, ktorý potvrdil, že Slovensko je členom „tvrdého jadra" integračného zoskupenia, posilnil príliv priamych zahraničných investícií a reinvestícií ziskov z PZI na Slovensku v porovnaní s Českou republikou*

Druhá hypotéza je zameraná na vývoj čistej investičnej pozície Českej republiky počas rokov 2013 až 2017, kedy ČNB vykonávala intervencie v neprospech koruny a umelo ju tak voči euru udržiavala oslabenú. Vďaka oslabenej korune dosahovali českí vývozcovia na zahraničných trhoch vyššej konkurencieschopnosti (Lacina a Toman, 2009; Folenta, 2017), a mohli tak exportovať viac tovaru a služieb, čo sa pozitívne odzrkadlilo na salde bežného účtu, resp. devízových rezervách (Marková, 2017; European Commission, 2018). A keďže znižovanie negatívneho (prípadne zvyšovanie pozitívneho) salda bežného účtu, resp. zvyšovanie devízových rezerv, má pozitívny vplyv na negatívne saldo čistej investičnej pozície zeme, je stanovená hypotéza:

- **H2**: *intervencie ČNB na oslabenie koruny v rokoch 2013-2017 viedli k zlepšeniu salda čistej investičnej pozície Českej republiky, ale súčasne viedli k prehĺbeniu zahraničnej zadlženosti v porovnaní so Slovenskou republikou*

Dáta platobnej bilancie a investičných pozícií zemí pochádzajú z národných inštitúcií jednotlivých štátov – v prípade Českej republiky sa jedná o Českú národnú banku (ČNB) a jej databázu časových rád ARAD, v prípade Slovenska sa jedná o údaje z databázy Národnej banky Slovenska (NBS). Dáta sú zhromaždené podľa metodiky najnovšej (šiestej) verzie manuálu platobnej bilancie, a sú sledované v ročnom vyjadrení – v prípade potreby väčšieho detailu sú však k dispozícii i kvartálne či mesačné dáta. Z dôvodu vyvarovania sa dezinterpretácie jednotlivých výsledkov kvôli odlišnej mene, cenovej hladine či veľkosti ekonomiky, dáta budú vyjadrené, interpretované a sledované pokiaľ možno čo najviac v relatívnom vyjadrení (primárne v pomere k HDP). Tým bude umožnené objektívne sledovanie vývoja jednotlivých ukazovateľov v oboch krajinách nezávisle na mene či veľkosti jednotlivých krajín.

[3] v súvislosti s jednotnou menou boli všetky tieto štúdie zamerané na euro a eurozónu

1 TEORETICKÁ ČASŤ PRÁCE

Účelom prvej časti práce je poskytnutie vhodného teoretického rámca pre pochopenie kauzálnych súvislostí a následnej interpretácie empirických výsledkov v druhej časti práce. V ďalších podkapitolách bude vysvetlený princíp fungovania a zostavovania platobnej bilancie, jej jednotlivých účtov a sáld, a jej prepojenosť na investičnú pozíciu zeme. Keďže to nie je tak dávno, čo bola zavedená šiesta revízia manuálu, bude vykonaná i komparácia medzi súčasným a predošlým vydaním Manuálu. Ďalej sa práca bližšie zameria na priame zahraničné investície a s ňou súvisiace reinvestície, bude teoreticky vysvetlený samotný koncept čistej investičnej pozície zeme, a na záver bude priblížená problematika zahraničnej zadlženosti zeme. Ako prvé práca popisuje metodiku platobnej bilancie.

1.1 PLATOBNÁ BILANCIA

Platobnou bilanciou prechádzajú všetky vonkajšie vzťahy, ktoré nadobúdajú podobu tokov tovaru, služieb, kapitálu a peňazí medzi domácou ekonomikou a zahraničím. Vývoj platobnej bilancie pôsobí na kľúčové makroekonomické veličiny ako hrubý domáci produkt, zamestnanosť, úroveň cien tovaru a služieb, úroková miera a menový kurz. Súčasne je platobná bilancia týmito makroekonomickými veličinami ovplyvňovaná. Mandel a Durčáková (2016, s. 13) platobnú bilanciu definujú ako „*systematický štatistický výkaz z oblasti národného účtovníctva, ktorý súhrnne zachytáva všetky ekonomické transakcie medzi rezidentmi domácej zeme a rezidentmi ostatných zemí (teda medzi devízovými tuzemcami a cudzozemcami), ktoré sa uskutočnili za určité obdobie*“. Tieto ekonomické transakcie sú spojené s tokmi tovaru, služieb, peňazí a kapitálu medzi domácou ekonomikou a zahraničím, a spravidla vedú k zmene zahraničných aktív a zahraničných pasív. Platobná bilancia má silne sezónny charakter, preto sa pri jej analýze kladie dôraz na ročné dáta.

Slaný a kol. (2003) platobnú bilanciu vidí ako celok, ktorý vo svojom výsledku a štruktúre podáva špecifický obraz o stave ekonomiky a jej vonkajšej výkonnosti, charaktere jej rozvoja i zamerania, a o úspešnosti vykonávanej hospodárskej politiky v danej zemi. Rojíček a kol. (2016) dodávajú, že analyzovať vonkajšiu rovnováhu len na základe dát

z platobnej bilancie by bolo v dnešnej dobe už nedostatočné. Jedná sa totiž iba o tokový pohľad, ktorý musí byť doplnený pohľadom stavovým – teda investičnou pozíciou zeme[4].

1.1.1 Manuál na zostavovanie platobnej bilancie

Zostavovanie platobnej bilancie a investičnej pozície zeme sa riadi šiestym vydaním Manuálu platobnej bilancie a investičnej pozície zeme, ktorý bol roku 2009 revidovaný Medzinárodným menovým fondom (IMF, 2009). Za hlavné ciele Manuálu IMF považuje:

- poskytovať a vysvetľovať pojmy, definície a klasifikáciu pre štatistiku platobnej bilancie a medzinárodnej investičnej pozície zeme
- posilňovať medzinárodnú porovnateľnosť údajov prostredníctvom presadzovania usmernení a pravidiel prijatých na medzinárodnej úrovni
- ukázať prepojenia platobnej bilancie a medzinárodnej investičnej pozície zeme s inými makroekonomickými štatistikami a podporovať ich konzistentnosť

Nový manuál na zostavovanie platobnej bilancie nadväzuje na jeho piate vydanie z roku 1993 (BPM5) a zaoberá sa mnohými dôležitými udalosťami, ku ktorým došlo v medzinárodnej ekonomike. Investičnou pozíciou zeme sa prvýkrát zaoberalo už piate vydanie manuálu BPM5. Posledná revízia manuálu nadväzuje na rastúci záujem o skúmanie zraniteľnosti ekonomiky, čo sa odzrkadlilo v detailnejšie spracovanej metodike na zostavovanie investičnej pozície zeme. Nový manuál berie do úvahy rozmach globalizácie prejavujúci sa napríklad v rozšírení menových únií, cezhraničných výrobných procesoch, komplexných medzinárodných podnikových štruktúrach či medzinárodnej mobilite pracovnej sily.

Posledná revízia manuálu BPM6 sa zameriava predovšetkým na tri hlavné témy (IMF, 2009 a 2014; Olšovský, 2014):

- globalizácia
- detailnejšia metodika bilančných účtov
- inovácia na finančných trhoch

[4] Mandel a Tomšík (2018) sa rovnako prikláňajú k tomuto tvrdeniu – obmedzená racionalita trhov sa prejavuje i tým, že trhové subjekty sledujú posledný vývoj len tokových veličín (napr. rast HDP a zníženie deficitu bežného účtu), a nesledujú vývoj i tých stavových (typicky napr. rast zahraničného dlhu a pokračujúce zhoršovanie zahraničnej investičnej pozície zeme)

Proces globalizácie je spojený s rastúcim využívaním cezhraničných výrobných procesov (ako sú napríklad zušľachťovacie operácie a reexporty), s rastúcim počtom ako spoločností, tak jednotlivcov s ekonomickými väzbami na dve a viac ekonomík so zložitými štruktúrami medzinárodných spoločností a s tým súvisiace pohyby finančných prostriedkov. Nový manuál reaguje na potrebu spresnenia konceptu rezidentstva a cezhraničného pohybu pracovnej sily. Súčasne sa zameriava i na presnejšie vymedzenie podnikov založených za špecifickým účelom[5], sú zahrnuté novodobé trendy v medzinárodnom obchode a prvýkrát je zavedený osobitý návod na zaobchádzanie s menovými úniami.

Ďalšou dôležitou témou poslednej revízie manuálu bolo detailnejšie vypracovanie metodiky jednotlivých účtov či podúčtov platobnej bilancie. Manuál tak odráža zvýšený záujem o analýzu platobnej bilancie pre lepšie pochopenie medzinárodného ekonomického vývoja, najmä jeho zraniteľnosti a udržateľnosti. Bol kladený väčší dôraz na vypracovanie klasifikácie finančných nástrojov v Systéme národného účtovníctva, aby tak uľahčili vzájomné prepojenie a konzistentnosť. V novom manuáli sú zohľadnené výsledky výskumu ohľadne medzinárodnej investičnej pozície, priamych zahraničných investícií, portfóliových investícií, finančných derivátov, rezervných aktív a zahraničnej zadlženosti zeme.

Inováciou na finančných trhoch je myslený vznik a rozšírenie nových finančných nástrojov a dohôd medzi finančnými jednotkami. Príkladmi takýchto finančných nástrojov sú finančné deriváty, sekuritizácia či indexované cenné papiere. Zmenou tiež prešlo chápanie priamych zahraničných investícií v súvislosti s novým vydaním Príručky definície priamych zahraničných investícií od OECD[6].

Za zostavenie platobných bilancií v sledovaných krajinách sú zodpovedné tamojšie centrálne banky – teda Česka národná banka (ČNB), resp. Národná banka Slovenska (NBS). Frekvencia publikovania je mesačná, resp. na štvrťročnej báze sú publikované spresnené dáta. Výhodou zavedenia nového manuálu BPM6 je zároveň harmonizácia so systémom národných účtov 2008[7] a Európskym systémom národných účtov 2010[8]. BPM6 tak za účelom vyššej konzistentnosti a porovnateľnosti údajov zaisťuje súlad medzi externou a domácou makroekonomickou štatistikou (IMF, 2009; ČNB, 2019a; NBS, 2019a).

[5] anglický preklad *Special Purpose Entities*
[6] *OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment – 4th Edition* (OECD, 2008)
[7] *System of National Accounts* – 2008 SNA
[8] *European System of National and Regional* Accounts – ESA 2010

1.1.2 Komparácia BPM6 a BPM5

Veľkou prezentačnou zmenou, ktorú zavádza BPM6, je spomínaný názov manuálu, ktorým je deklarované, že je prikladaný rovnaký význam ako transakciám, tak i pozíciám (stavom), nakoľko je v ňom uvedená „investičná pozícia voči zahraničiu“. V ďalšom texte je popísaných niekoľko najzásadnejších zmien oproti predošlému vydaniu manuálu BPM5.

V BPM6 sa objavilo niekoľko nomenklatúrnych zmien, väčšinou za účelom zvýšenia konzistentnosti s národným účtovníctvom (2008 SNA). Zavádza sa pojem „ekonomické vlastníctvo“, ktorý je kľúčový pri určovaní doby zaevidovania na aktuálnej báze u transakcií s tovarom, nevýrobnými nefinančnými aktívami a finančnými aktívami. Objavujú sa i nové pojmy pre niektoré položky – po novom sú napríklad „prvotné dôchody a druhotné dôchody, ktoré nahradili predošlú „bilanciu výnosov“ a „bežné prevody“. Zavádza sa pojem „osobné transfery“, ktorý nahradzuje pôvodný „remitencia pracovníkov“, a je širší, nakoľko zahrňuje všetky bežné peňažné alebo naturálne transfery medzi rezidentskými a nerezidentskými domácnosťami bez ohľadu na zdroj príjmu a vzťah medzi domácnosťami (IMF, 2009; Marková, 2017).

Tab. 1: Rozdiely v BPM5 a BPM6 z pohľadu tovaru a služieb

BPM5	BPM6
OBCHODNÁ BILANCIA	OBCHODNÁ BILANCIA
všeobecný tovar	všeobecný tovar
tovar zaobstaraný v prístavoch	merchanting (netto vývoz tovaru)
zušľachtenie	- zaobstaranie (mínus)
opravy	- predaj (plus)
BILANCIA SLUŽIEB	BILANCIA SLUŽIEB
merchanting (netto služba)	zušľachtenie
	opravy
	patenty
	autorské práva

Zdroj: IMF, 2009; vlastné spracovanie

Na celkovú bilanciu tovaru a služieb nemá nový manuál zásadný vplyv, k výraznejším zmenám však dochádza medzi jednotlivými účtami zachytávajúcimi pohyb tovaru a služieb, a to predovšetkým z dôvodu reklasifikácie merchantingu[9] a jeho presunutia zo

[9] nákup tovaru rezidentom domácej ekonomiky v zahraničí od nerezidenta s následným predajom inému nerezidentovi bez uskutočnenia reálneho dovozu tovaru do domácej ekonomiky

služieb do tovaru. Naopak, do položky služieb sa po revízii začleňuje zušľachtenie tovaru a opravy. Zároveň sa tam po novom objavujú poplatky za používanie duševného vlastníctva a služby v oblastiach výskumu a vývoja, ako napr. patenty a autorské práva, ktoré boli predtým zahrnuté v kapitálovom účte (IMF, 2009; Olšovský, 2014).

U kapitálového účtu súvisí hlavná zmena s vyššie spomínanými patentmi a autorskými právami, ktoré sú zaradené do podúčtu služieb (IMF, 2009).

U priamych zahraničných investícií je najzávažnejšia prezentačná zmena spojená s uvádzaním priamych zahraničných investícií na *brutto* báze (aktíva a pasíva) namiesto predošlého princípu podľa smeru investícií, čím sa započítavali spätné investície. Táto zmena zvyšuje ako čisté zaobstaranie finančných aktív, tak čistý prírastok záväzkov. Inými slovami – vzájomné úverové vzťahy medzi materskou a dcérskou spoločnosťou tak nebudú vykazované na *netto* princípe, ale pohľadávky a záväzky budú vykazované osobitne (IMF, 2009; NBS, 2019b).

Tab. 2: Rozdiely v BPM5 a BPM6 vo finančnom účte

BPM5
princíp SMERU
v zahraničí - základný kapitál a reinvestovaný zisk (netto) - ostatný kapitál (netto)
v tuzemsku - základný kapitál a reinvestovaný zisk (netto) - ostatný kapitál (netto)
NETTO vykazovanie aktív a pasív

BPM6
princíp AKTÍV A PASÍV
základný kapitál - v podnikoch priame investície - v priamom investorovi - medzi sesterskými podnikmi
reinvestovaný zisk
ostatný kapitál - v podnikoch priame investície - v priamom investorovi - medzi sesterskými podnikmi
BRUTTO vykazovanie aktív a pasív

Zdroj: IMF, 2009; vlastné spracovanie

V ďalšej časti práce bude vysvetlená samotná štruktúra platobnej bilancie, budú bližšie charakterizované jej jednotlivé účty a podúčty, a v závere bude znázornená previazanosť platobnej bilancie spolu so Systémom národného účtovníctva.

1.1.3 Štruktúra platobnej bilancie

Na štruktúru platobnej bilancie je možné nahliadať horizontálnym či vertikálnym pohľadom. Horizontálna štruktúra rozdeľuje platobnú bilanciu na 4 základné účty, z ktorých niektoré sa ešte členia na ďalšie podúčty. Medzi hlavné účty platobnej bilancie patria: bežný účet, kapitálový účet, finančný účet a účet chýb a opomenutí (IMF, 2009). Prehľadné rozdelenie platobnej bilancie podľa horizontálnej štruktúry je v tabuľke nižšie:

Tab. 3: Horizontálne rozdelenie platobnej bilancie

BEŽNÝ ÚČET:
bilancia tovaru
bilancia služieb
bilancia prvotných dôchodov
bilancia druhotných dôchodov
KAPITÁLOVÝ ÚČET
FINANČNÝ ÚČET:
priame zahraničné investície
portfóliové investície
finančné deriváty
ostatné investície
rezervné aktíva
CHYBY A OPOMENUTIA

Zdroj: IMF, 2009; vlastné spracovanie

Pri tomto rozdelení podľa najnovšieho manuálu BPM6[10] platí nasledujúca identita:

$$\textit{bežný účet} + \textit{kapitálový účet} + \textit{chyby a opomenutia} = \textit{finančný účet}$$

Zmena devízových rezerv je pod názvom „rezervné aktíva“ začlenená do finančného účtu. Pri počiatočnom zjednodušení je možné podvojné účtovníctvo v platobnej bilancii chápať tak, že hmotné (tovar), nehmotné (služby), kapitálové a peňažné toky medzi devízovými tuzemcami a devízovými cudzozemcami zaznamenané na ľavej strane základnej identity sa odtlačujú do zmeny zahraničných pasív a zahraničných aktív na pravej strane

[10] v predošlom vydaní manuálu BPM5 mala základná identita platobnej bilancie odlišný tvar:

$$\textit{bežný účet} + \textit{kapitálový účet} + \textit{finančný účet} + \textit{chyby a opomenutia} = -(\textit{zmena devízových rezerv})$$

základnej identity. „Vyrovnávajúcou“ položkou je potom zvýšenie (zníženie) zahraničných aktív alebo zvýšenie (zníženie) zahraničných pasív v rámci finančného účtu[11] (IMF, 2009).

BEŽNÝ ÚČET

Ako je možné vidieť z tabuľky, bežný účet platobnej bilancie tvoria nasledujúce bilancie: bilancia tovaru a služieb, bilancia prvotných dôchodov, bilancia druhotných dôchodov.

Bilancia tovaru a služieb, resp. tzv. obchodná bilancia, sa zameriava na transakcie medzi rezidentmi a nerezidentmi týkajúce sa tovaru a služieb, teda výsledku produkčnej aktivity. Zatiaľ čo národné účty sa zameriavajú na produkciu tovaru a služieb (Účet výroby), ich spotrebu či premenu na kapitálové statky formou investícií, bilancia tovaru a služieb sa zameriava na to, kedy dôjde k zmene ekonomického vlastníctva medzi rezidentom a nerezidentom. Bilancia tovaru predstavuje obvykle tú významnejšiu časť a odpovedá čistým exportom v Systéme národného účtovníctva. Údaje o zahraničnom obchode v platobnej bilancii vychádzajú z národného pojatia štatistiky zahraničného obchodu, a sú tak kompatibilné s národnými účtami v bežných cenách (IMF, 2009; Rojíček a kol., 2016).

Bilancia prvotných dôchodov zachytáva toky prvotných dôchodov medzi rezidentskými a nerezidentskými inštitucionálnymi jednotkami. Jedná sa o náhrady zamestnancom[12] a výnosy a náklady spojené s predošlým investovaním rezidentov v zahraničí a naopak. V podstate tak táto bilancia nadväzuje na účty SNÚ Účet tvorby dôchodov a Účet rozdelenia prvotných dôchodov. Dôchody z priamych zahraničných investícií majú formu dividend, reinvestovaných ziskov a úrokov. Na problematiku reinvestícií sa práca bližšie zameriava v samostatnej kapitole (IMF, 2009; Rojíček a kol., 2016).

Bilancia druhotných dôchodov zachytáva bežné[13] transfery medzi rezidentmi a nerezidentmi, pričom tieto transfery môžu mať ako peňažnú, tak nepeňažnú formu. Zatiaľ čo prvotné dôchody samotné ovplyvňujú len národný dôchod, prvotné dôchody spolu s druhotnými majú dopad do národného disponibilného dôchodu. Z hľadiska SNÚ má bilancia sekundárnych dôchodov väzbu na Účet druhotného rozdelenia. Pretože sa jedná

[11] Mandel a Durčáková (2016) ale upozorňujú, že je rada operácií, ktoré sa podvojne účtujú len na ľavej strane (napr. hmotná pomoc do zahraničia), alebo naopak len na pravej strane základnej identity (napr. väčšina finančných investícií a devízové intervencie centrálnej banky).
[12] príjmy z práce v zahraničí, výdaje na platby nerezidentov zamestnaných v domácej ekonomike
[13] nepatria sem kapitálové transfery, tie sú zachytené na kapitálovom účte platobnej bilancie

o transfery, ide teda o jednostranné platby z/do zahraničia, ktoré nevedú k vzniku zahraničných pohľadávok alebo zahraničných záväzkov zeme (IMF, 2009).

Bežný účet platobnej bilancie sa tak rovná súčtu jednotlivých čiastočných položiek (bilancií) bežného účtu. Formálne to možno vyjadriť nasledovným zápisom:

$$CAB = (X - M) + NY + NCT\ ,$$

kde CAB predstavuje bilanciu bežného účtu, $(X - M)$ je bilancia tovaru a služieb, resp. čistý export tovaru a služieb), NY označuje bilanciu prvotných dôchodov a NCT bilanciu druhotných dôchodov. Bežný účet zároveň nadväzuje na národné účty v tom zmysle, že predstavuje bilančnú položku medzi národnými úsporami a investíciami. Zatiaľ čo výkonová bilancia prispieva k rastu HDP, dôchodové bilancie vedú k tomu, že HDD, respektíve HNDD sú v porovnaní s HDP nižšie (Rojíček a kol., 2016).

KAPITÁLOVÝ ÚČET

Kapitálový účet nezobrazuje toky kapitálu v tradičnom pojatí ekonomickej teórie, ale len tzv. kapitálové transfery. Do transferov kapitálového charakteru spadajú kapitálové transfery súvisiace s čerpaním zdrojov z Európskej únie, s prevodmi majetku migrujúceho obyvateľstva, s odpúšťaním dlhov a s vlastníckymi právami k základným prostriedkom. Tento účet nadväzuje na účty akumulácie SNÚ, konkrétne na kapitálový účet (IMF, 2009).

Saldo bežného a kapitálového účtu ako toková veličina má dopad do stavovej veličiny čistej investičnej pozície voči zahraničiu. Odhliadnuc od salda chýb a opomenutí tak platí nasledujúci vzťah:

$$NIIP_{t+1} = NIIP_t + CA_{t,t+1} + CAB_{t,t+1}$$

Pohľad na saldo bežného *(CAB)* a kapitálového *(CA)* účtu platobnej bilancie tak vypovedá o tom, či a v akom smere sa mení čistá investičná pozícia zeme *(NIIP)*. V prípade vyrovnaného salda sa investičná pozícia nemení. To je jeden z predpokladov (dlhodobej) vonkajšej ekonomickej rovnováhy. V každom prípade, ako uvádza i Mandel a Durčáková (2016), relatívne dlhodobo udržateľná môže byť i situácia, kedy je deficit bežného účtu financovaný prílivom nedlhového kapitálu. Primárne by sa malo jednať o priame zahraničné investície. Tým sa postupne dostávame od bežného a kapitálového účtu platobnej bilancie k účtu finančnému.

FINANČNÝ ÚČET

Finančný účet zachytáva všetky medzinárodné pohyby finančného kapitálu. Z podvojného pohľadu odpovedá zápisu na finančnom účte zodpovedajúca transakcia na niektorom z podúčtov bežného účtu (tovar a služby, prvotné či druhotné dôchody), kapitálovom účte alebo inom podúčte samotného finančného účtu. Finančný účet zachytáva medzinárodné pohyby finančného kapitálu v členení na priame zahraničné investície, portfóliové investície, ostatné investície, finančné deriváty a rezervné aktíva (IMF, 2009 a 2014).

Bilancia priamych zahraničných investícií (PZI) zachytáva na strane jednej investície zahraničných investorov v domácej ekonomike, na strane druhej potom investovanie domácich investorov v rámci PZI v zahraničných ekonomikách. Priama zahraničná investícia[14] je taká, kedy má investor významný vplyv na chod spoločnosti (IMF, 2009). V dnešnej praxi sa už 10% podiel na základnom kapitále (resp. hlasovacích právach) podniku považuje za dostatočne významný na to, aby zahraničný investor mohol ovplyvňovať riadenie firmy a podieľať sa tak na jej kontrole. Z tejto skutočnosti vychádza i devízový zákon[15]. Je dôležité poznamenať, že investor v prípade PZI obvykle neprináša len kapitál, ale tiež napríklad know-how, technológiu, podieľa sa na managemente či napríklad na marketingu (OECD, 2008). Medzi priame zahraničné investície možno zahrnúť i dlhodobé úvery, ktoré poskytujú materské spoločnosti svojim zahraničným pobočkám a dcérskym spoločnostiam (IMF, 2009; Mandel a Durčáková, 2016).

Portfóliové investície predstavujú predaje a nákupy akcií alebo iných majetkových cenných papierov a účastí, pokiaľ nie je splnená 10% podmienka kontroly podniku (resp. podielu hlasovacích práv). Štatistika platobnej bilancie člení portfóliové investície na účasti a podiely v investičných fondoch, ktoré ďalej člení podľa inštitucionálneho hľadiska, a dlhové cenné papiere opäť ďalej členené podľa inštitucionálneho hľadiska (IMF, 2009).

Finančné deriváty (iné než rezervy) a zamestnanecké opcie na akcie zachytávajú transakcie medzi rezidentmi a nerezidentmi vo forme termínových obchodov, kam patria napríklad forwardové inštrumenty a futures, swapy či opcie vrátane zamestnaneckých opcií

[14] *FDI – Foreign Direct Investment*

[15] podľa devízového zákona z roku 1995 (platí pre ČR i SR) sa priamou investíciou rozumie vynaloženie peňažných prostriedkov (alebo iných oceniteľných majetkových hodnôt či práv), ktorých účelom je vytvorenie „trvalých“ ekonomických vzťahov investujúceho devízového tuzemca v zahraničí alebo cudzozemca podnikajúceho v tuzemsku. Môže ísť o takú formu investície, ktorá vedie k získaniu najmenej 10% podielu investora na základnom alebo obchodnom imaní alebo 10% podielu hlasovacích práv (MF ČR, 2013)

na akcie. Podkladovým aktívom týchto inštrumentov môžu byť nielen akcie, ale i meny, dlhopisy, úrokové sadzby či komodity. Inštrumenty sa využívajú ako k ošetreniu a zaisteniu trhového rizika, tak ku špekuláciám (IMF, 2009; Rojíček a kol., 2016).

Ostatné investície predstavujú položku, do ktorej sa zaraďujú transakcie, ktoré nepatria do žiadnej ďalšej kategórie finančného účtu. Členiť ich môžeme podľa jednotlivých inštrumentov. Sem patria poskytnuté a prijaté obchodné úvery a zálohy medzi tuzemskými a zahraničnými podnikmi v členení na dlhodobé a krátkodobé, bankové pôžičky, technické rezervy v životných poisťovniach a ďalšie (IMF, 2009). Kľúčové je tu rozlíšenie dlhodobých a krátkodobých investícií. Zatiaľ čo dlhodobé investície majú obdobný charakter ako PZI a sú teda schopné podporiť budúci produkčný potenciál zeme, u krátkodobých investícií sa často jedná o využitie dočasnej atraktivity napríklad niektorého zo segmentov finančného trhu. Centrálna banka sa na štatistiku ostatných investícií pozerá i zo sektorového pohľadu, kedy rozlišuje centrálnu banku[16], bankový sektor, vládne inštitúcie a ostatné sektory (IMF, 2009).

Poslednú zložku finančného účtu tvoria rezervné aktíva. Tieto aktíva tvorí menové zlato, SDR[17], rezervné pozície u MMF a ostatné rezervné aktíva, kam patrí obeživo a vklady, cenné papiere, finančné deriváty a ostatné pohľadávky. Jedná sa o také aktíva, ktoré sú pod kontrolou monetárnej autority (teda centrálnej banky). Štatisticky sa vyjadrujú ako aktíva v čistom vyjadrení (IMF, 2009).

ÚČET CHÝB A OPOMENUTÍ

Celková bilancia bežného a kapitálového účtu by sa mala rovnať celkovej bilancii finančného účtu. Ako už bolo napísané vyššie, súčet bežného a kapitálového účtu predstavuje čisté pôžičky/čisté výpožičky domácej ekonomiky voči zahraničiu. Čistým pôžičkám/čistým výpožičkám sa ale rovná i bilancia finančného účtu, ktorá zachytáva práve inštrumenty, ktorými sú financované (IMF, 2009). V realite avšak nastáva medzi oboma týmito agregátmi určitá diskrepancia. I preto sa rozlišujú čisté pôžičky alebo výpožičky z bežného a kapitálového účtu, a čisté pôžičky a výpožičky z finančného účtu. Aby bola zaistená celková vyrovnanosť platobnej bilancie, je jej dosiahnuté zahrnutím položky čisté

[16] avšak bez položiek v aktívach, ktoré sú klasifikované ako devízové rezervy
[17] *SDR – Special Drawing Rights* (v preklade: zvláštne práva čerpania)

chyby a opomenutia. Tento účet teda zachytáva štatisticky nedefinované toky v platobnej bilancii (Mandel a Durčáková, 2016; Rojíček a kol., 2016).

Pretože platobná bilancia zachytáva cezhraničné transakcie a je primárne účtovným výkazom, je dôležité ju sledovať tiež z pohľadu vertikálnej štruktúry. Horizontálna štruktúra platobnej bilancie určuje, na akom účte majú byť jednotlivé transakcie zaúčtované. Vertikálna štruktúra naproti tomu rozdeľuje tieto transakcie podľa ich charakteru na kreditné a debetné. Pre pripomenutie je nižšie znova zapísaná základná identita platobnej bilancie:

$$\textit{bežný účet} + \textit{kapitálový účet} + \textit{chyby a opomenutia} = \textit{finančný účet}$$

Platobná bilancia je zostavená na princípe akruálneho účtovníctva. Z účtovného hľadiska v celkovom súčte všetkých podvojne zachytených operácií preto musí byť bilancia vždy formálne (účtovne) vyrovnaná. Kreditné operácie, ktoré podporujú devízovú ponuku, tvoria export tovaru a služieb, import dôchodov (dôchody dostané), zníženie zahraničných aktív alebo zvýšenie zahraničných pasív. Debetné operácie, ktoré podporujú dopyt po devízach, tvoria import tovaru a služieb, export dôchodov (dôchody platené), zvýšenie zahraničných aktív alebo zníženie zahraničných pasív. Tomuto pohľadu na platobnú bilanciu hovoríme vertikálna štruktúra platobnej bilancie (Mandel a Durčáková, 2016). Rozdelenie ľavej strany základnej identity platobnej bilancie podľa vertikálnej štruktúry na kreditné a debetné operácie zhŕňa tabuľka nižšie:

Tab. 4: Kreditné a debetné operácie na ľavej strane základnej identity platobnej bilancie

	KREDIT (+)	DEBET (–)
BEŽNÝ ÚČET:		
• tovar	export	import
• služby	export	import
• prvotné dôchody	import (príjmy)	export (výdaje)
• druhotné dôchody	import (príjmy)	export (výdaje)
KAPITÁLOVÝ ÚČET:		
• kapitálové transfery	import	export
CHYBY A OPOMENUTIA	dopočet (+/–)	

Zdroj: Mandel a Durčáková, 2016

Mandel a Tomšík (2018) upozorňujú na súčasný odlišný metodologický prístup v oblasti bežného a kapitálového účtu (tj. prístup kredit - debet) a v oblasti finančného účtu (tj. prí-

stup zahraničné aktíva - zahraničné pasíva), ktorý komplikuje výstup kumulatívnych sáld. Import kapitálu (tj. kreditná operácia) je na finančnom účte podľa novej metodiky BPM6 zaznamenaný ako zvýšenie zahraničných pasív alebo zníženie zahraničných aktív. Export kapitálu (tj. debetná operácia) predstavuje naopak zvýšenie zahraničných aktív alebo zníženie zahraničných pasív. Finančný účet tak nepracuje s pojmami kredit a debet, ale s čistou zmenou zahraničných finančných aktív, resp. pasív, ako ukazuje i tabuľka nižšie:

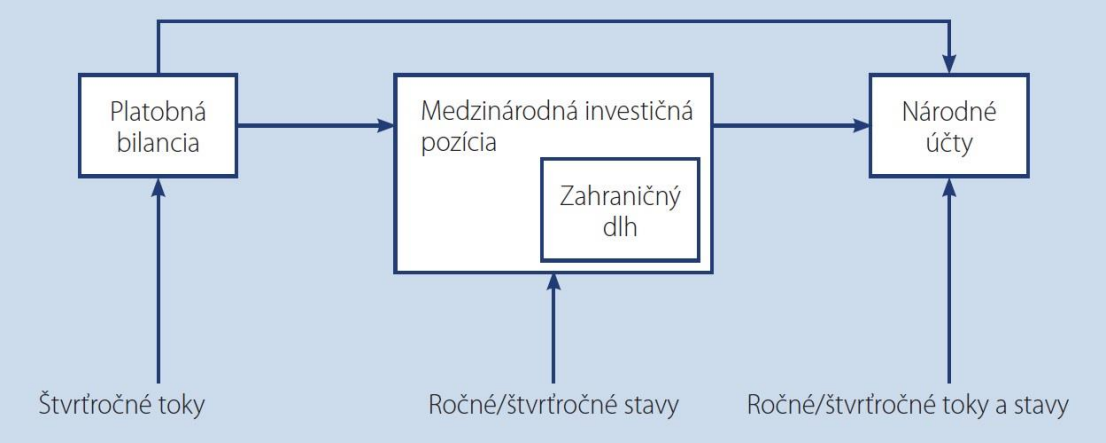
Tab. 5: Operácie na finančnom účte platobnej bilancie (pravej strane základnej identity)

	ČISTÁ ZMENA ZAHRANIČNÝCH FINANČNÝCH AKTÍV (+)	ČISTÁ ZMENA ZAHRANIČNÝCH FINANČNÝCH PASÍV (–)
FINANČNÝ ÚČET:		
• priame investície	zvýšenie zahraničných aktív (+) zníženie zahraničných aktív (–)	zvýšenie zahraničných pasív (+) zníženie zahraničných pasív (–)
• portfóliové investície		
• finančné deriváty		
• ostatné investície		
• rezervné aktíva	zvýšenie zahraničných aktív (+) zníženie zahraničných aktív (–)	

Zdroj: Mandel a Durčáková, 2016

Ako bolo spomínané v celom doterajšom texte, platobná bilancia spoločne s investičnou pozíciou zeme je navzájom prepojená a previazaná so systémom národného účtovníctva. Zjednodušený princíp ukazuje obrázok od Jánošíka (2010) v jeho štúdii pre NBS:

Obr. 1: Prepojenosť platobnej bilancie, investičnej pozície a národného účtovníctva



Zdroj: Jánošík, 2010

1.2 PRIAME ZAHRANIČNÉ INVESTÍCIE

Nakoľko priame zahraničné investície svojim objemom tvoria dominantnú položku finančného účtu, je im v tejto práci venovaná detailnejšia pozornosť. Téma PZI je primárne rozoberaná i za účelom bližšieho pochopenia problematiky reinvestícií.

Začiatkom deväťdesiatych rokov nebol príliv priamych zahraničných investícií do vtedajšieho Československa nijak citeľný, a rovnako i v prvých rokoch po jeho rozdelení v roku 1993 hrali PZI v oboch nástupnických zemiach len zanedbateľnú úlohu. Chmelař a kol. (2016) uvádza, že ako Česká republika, tak Slovensko ponúkalo potenciálnym investorom celkom stabilné makroekonomické prostredie, vyspelú priemyslovú tradíciu, nízku mieru inflácie a nízke náklady na pracovnú silu pri relatívne vysokej úrovni jej kvalifikácie. Ako však spätne ukazuje štatistika prílivu PZI od UNCTAD (2019), v porovnaní s ponukou ostatných stredoeurópskych regiónov, a predovšetkým z dlhodobého hľadiska, sa tieto faktory javili ako nedostačujúce k masovému prílivu kapitálu. Preto zahraniční investori pre svoje investície uprednostňovali Maďarsko a i Poľsko, ktoré v tú dobu vykonávali politiku podpory priamych zahraničných investícií. V roku 1993 tvoril podiel prílivu PZI do Českej a Slovenskej republiky len 17 % z celkového prílivu investícií do krajín V4.

Tab. 6: Príliv priamych zahraničných investícií do krajín V4 (mil. USD)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Česko	653	868	2 562	1 428	1 301	3 716	6 330	4 985	5 642	8 482	2 103
Slovensko	179	255	2 587	370	231	927	627	2 720	2 275	5 865	2 976
Maďarsko	2 443	1 143	5 103	3 300	4 167	3 335	3 312	2 764	3 936	2 994	2 137
Poľsko	1 715	1 875	3 658	4 499	4 910	6 398	7 271	9 445	5 579	4 030	3 982
podiel ČR a SR	16,7 %	27,1 %	37,0 %	18,7 %	14,4 %	32,3 %	39,7 %	38,7 %	45,4 %	67,1 %	45,4 %

Zdroj: UNCTAD, 2019; vlastné spracovanie

Čo sa týka Českej republiky, výraznejší nárast prílivu PZI nastal až v roku 1998, na Slovensku to bolo ešte o dva roky neskôr. Damborský a Říhová (2008) to pripisujú privatizačným predajom štátnych podielov veľkých bánk do rúk silných strategických zahraničných partnerov, príchodom obchodných reťazcov a schváleniu systému investičných stimulov[18]. V prípade Českej republiky sa jednalo o uznesenie vlády č. 298/1998 o investičných stimuloch, ktoré vymedzovalo základný rámec investičných stimulov a i rámec podmienok, ktoré musel investor dodržať. Na Slovensku sa prvé investičné stimuly objavili o niečo neskôr, a to v roku 2001 (zákon č. 565/2001 Z. z.). I to podľa Markovej (2014) mohlo byť

[18] zahrňujúce zľavy na daniach z príjmov, dotácie na vytváranie nových pracovných príležitostí, dotácie na školenie a rekvalifikácie zamestnancov a dotácie obciam na technické vybavenie území

dôvodom pomalšieho rastu prílivu investícií do tejto zeme oproti Českej republike. Zamrazilová (2007) na základe výsledkov svojej štúdie poznamenáva, že relatívne vysokým prílivom priamych zahraničných investícií do Českej a Slovenskej republiky tak vznikol zárodok silného potenciálneho tlaku (skrz budúcu repatriáciu ziskov do domovských ekonomík) na vysoké negatívne saldo prvotných dôchodov, ktoré sa ďalej premieta do negatívnej investičnej pozície zeme voči zahraničiu.

1.2.1 Problematika reinvestícií

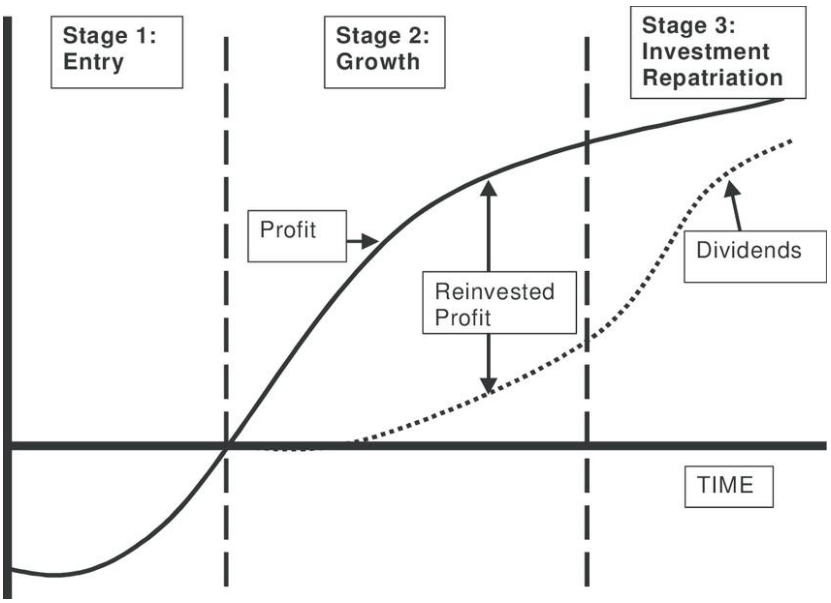
Ako už bolo spomínané pri charakteristike bežného účtu, spor je vedený ohľadne bilancie prvotných dôchodov a reinvestovaných ziskov. Bilancia prvotných dôchodov (a teda i saldo bežného účtu) v sebe zahŕňa položku reinvestovaný zisk, ktorá z hľadiska hodnotenia vonkajšej nerovnováhy (a z nej plynúcich tlakov na devízový trh) vytvára určité skreslenie. Reinvestované zisky predstavujú hodnotu zadržaných ziskov v podnikoch so zahraničnou účasťou, ktoré neboli vo forme dividend prevedené do zahraničia, ale reinvestované v hostiteľskej zemi (Mandel a Durčáková, 2016). Podľa metodiky platobnej bilancie BPM6 sú reinvestované zisky súčasťou priamych zahraničných investícií a v platobnej bilancii sa teda objavujú ako zvýšenie zahraničných pasív (importovaný kapitál) na finančnom účte.

Na jednu stranu ekonómovia poukazujú na to, že z hľadiska ponuky a dopytu na devízovom trhu a analýzy krátkodobého vývoja menového kurzu by sa saldo bežného účtu malo upraviť o reinvestované zisky, pretože tieto prostriedky neopúšťajú zem a nevytvárajú dopyt na devízovom trhu (Brada a Tomšík, 2003 a 2004; Srholec, 2004). Zároveň však z dlhodobého pohľadu nejde opomenúť skutočnosť, že reinvestované zisky z priamych zahraničných investícií znamenajú v budúcnosti vyšší tlak na deficit bilancie prvotných dôchodov, a teda i tlak na deficit bežného účtu a udržateľnosť zahraničnej investičnej pozície zeme (Zamrazilová, 2008; Brůna, 2013).

Pomer medzi reinvestovaným a repatriovaným ziskom vo veľkej miere ovplyvňuje životnosť investície. Časové rozloženie finančných tokov priamych zahraničných investícií je v ekonomickej teórii označované ako „finančný životný cyklus investície“. Celý cyklus je možné rozdeliť do troch fáz počínajúc realizáciou investície, cez tvorbu zisku až po jeho rozdelenie na reinvestovaný zisk a dividendy (Zamrazilová, 2007; Rojíček a kol., 2016). V prvej fáze, kedy dochádza k realizácii investície v hostiteľskej zemi, je investícia stratová, vzhľadom k vysokým obstarávacím nákladom. V druhom období životného cyklu do-

chádza k prechodu od straty k zisku. Rastie výkonnosť a konkurencieschopnosť podniku a investori reinvestíciami rozširujú stávajúce výrobné kapacity, aby získali väčší podiel na trhu. Podiel vyplácaných dividend na celkových výnosoch je v tejto fáze malý, prípadne nie sú dividendy vyplácané vôbec. Až v treťom štádiu životného cyklu rastie podiel vyplácaných dividend na celkových výnosoch (Marková, 2014; Brada a Tomšík, 2004). Graficky zobrazuje životný cyklus investície obrázok nižšie:

Obr. 2: Životný cyklus priamej zahraničnej investície



Zdroj: Brada a Tomšík, 2004

Empirické skúmania (Zamrazilová, 2007; Novotný a Podpiera, 2008; Novotný, 2015) skutočne preukázali, že daná investícia je v počiatočnom období menej zisková a s postupom času dochádza k nárastu jej výnosnosti. V dobe, kedy zahraničný investor získal späť svoju počiatočnú investíciu zvýšenú o určitú mieru výnosnosti, závisí pomer medzi reinvestovaným a repatriovaným ziskom na jeho ďalších očakávaniach[19]. Medzi faktory, ktoré zohľadňuje pri svojom rozhodovaní, či vyplácať dividendy alebo rozširovať danú investíciu, radí Marková (2014) napríklad rast HDP v hostiteľskej zemi, daňový systém, medzinárodné dohody o ochrane investícií a zamedzeniu dvojitého zdanenia, náklady na pracovnú silu, stupeň konkurencie na trhu, cenová vplyvy na trhu, rating zeme a jeho očakávaný vývoj, systém finančnej podpory prílivu priamych zahraničných investícií a iné.

Novotný a Podpiera (2008) odhadujú celkový horizont životnosti počiatočnej priamej investície na zhruba 15 rokov s tým, že najvyššia výnosnosť je dosahovaná v šiestom roku

[19] napr. viď štúdia od Zamrazilovej (2007), ktorá ukazuje, že v roku 2003 tvoril reinvestovaný zisk takmer jediný zdroj priamych zahraničných investícií

jej životnosti. Výsledky inej štúdie od Novotného (2015) rovnako konštatujú 15ročný životný cyklus investície, avšak s tým rozdielom, že najvyššiu výnosnosť prisudzujú siedmemu až ôsmemu roku životnosti investície.

1.3 ČISTÁ INVESTIČNÁ POZÍCIA ZEME

Ako bolo popísané v rámci diskusie o problematike platobnej bilancie, na tento štatistický výkaz zachycujúci toky nadväzuje štatistický výkaz investičnej pozície zeme voči zahraničiu[20] ako stavový pohľad. Zmena investičnej pozície voči zahraničiu medzi časovými okamžikmi *t* a *t+1* zodpovedá saldu bežného a kapitálového účtu za obdobie *t+1*:

$$NIIP_{t+1} = NIIP_t + CA_{t,t+1} + CAB_{t,t+1}$$

Čistá investičná pozícia v čase $t+1$ ($NIIP_{t+1}$) sa odvíja od čistej investičnej pozície v čase t ($NIIP_t$) upravenej o saldo kapitálového ($CA_{t,t+1}$) a bežného účtu ($CAB_{t,t+1}$).

Ukazovateľ investičnej pozície zeme nám na jednej strane udáva hodnotu finančných aktív rezidentov danej ekonomiky vo vzťahu k nerezidentom, a naopak hodnotu záväzkov rezidentov voči nerezidentom (pasíva). U finančných aktív sa jedná buď o pohľadávky za nerezidentmi, alebo o zlato, ktoré drží centrálna banka ako aktívum. Vyrovnávajúcou položkou, teda rozdielom medzi aktívami a pasívami, je čistá pozícia voči zahraničiu. Pokiaľ aktíva prevyšujú pasíva, jedná sa o čistú pohľadávku ekonomiky voči zvyšku sveta. V opačnom prípade sa jedná o čistý záväzok (IMF, 2009).

Investičná pozícia zeme má naviazanosť na bilanciu (rozvahu) národnej ekonomiky. Čistá zahraničná pozícia zeme tvorí spolu s hodnotou nefinančných aktív zeme čisté bohatstvo ekonomiky, čo je vyrovnávajúca položka rozvahy národnej ekonomiky. Rojíček a kol. (2016) považuje dáta investičnej pozície zeme z analytického pohľadu za cenné, nakoľko umožňujú porozumieť udržateľnosti ekonomického vývoja, respektíve jeho zraniteľnosti vrátane menového nesúladu položiek na strane aktív a pasív; to ukazuje na zraniteľnosť ekonomiky v prípade zmeny menového kurzu. Ďalej umožňuje skúmať možné dopady sektorovej a úrokovej štruktúry dlhu či vplyv štruktúry dlhu z pohľadu doby do jeho splatnosti na likviditu.

[20] *IIP - International Investment Position*

Zatiaľ čo transakcie zachytené na finančnom účte platobnej bilancie majú vplyv na celkový objem aktív i pasív investičnej pozície voči zahraničiu, tak saldo finančného účtu (totožné so saldom bežného a kapitálového účtu spolu so saldom chýb a opomenutí) má bezprostredný vplyv na zmenu jej salda (Marková, 2017).

Kubišta (1999) či Pour (2014) však upozorňujú, že zmena salda bežného a kapitálového účtu (spolu so saldom chýb a opomenutí) sa nemusí rovnať pohybom v investičnej pozícii zeme, pretože oproti bežnej bilancii je investičná pozícia ovplyvňovaná kurzovými zmenami a zmenami trhového ocenenia zahraničných aktív a pasív danej zeme. Okrem toho je tu ešte rozdiel v ocenení: investičná pozícia je vyčíslená na základe menových relácií a cien platných k určitému dátumu[21], zatiaľ čo transakcie platobnej bilancie sú oceňované podľa kurzov a cien v okamihu ich realizácie.

Ako uvádza Mandel a Durčáková (2016), z hľadiska analýzy vonkajšej rovnováhy zeme je kľúčová dezagregácia investičnej pozície zeme na veriteľskú, resp. dlžnícku pozíciu na strane jednej, a majetkovú (tj. vlastnícku) pozíciu na strane druhej. Logiku tohto členenia ukazuje tabuľka nižšie:

Tab. 7: Rozdelenie investičnej pozície zeme na majetkovú a veriteľskú pozíciu

	AKTÍVA	PASÍVA
veriteľská/dlžnícka pozícia zeme	pohľadávky za zahraničnými aktívami	záväzky voči zahraničným subjektom (hrubý „brutto“ dlh)
majetková (vlastnícka) pozícia zeme	majetkové (vlastnícke) investície v zahraničí uskutočnené domácimi subjektmi	majetkové (vlastnícke) investície v domácej ekonomike uskutočnené zahraničnými subjektmi

Zdroj: Mandel a Durčáková, 2016

Strana aktív zachytáva jednak pohľadávky domácich subjektov za zahraničnými subjektmi, jednak vlastníctvo zahraničného majetku domácimi subjektmi. Strana pasív potom uvádza podľa rovnakej logiky jednak záväzky domácich subjektov voči zahraničným, jednak to, čo zahraničné subjekty vlastnia v domácej ekonomike. Problém pre vonkajšiu rovnováhu ekonomiky je tým významnejší, čím viac je čistá zahraničná pozícia zeme spôsobená záväzkami či pohľadávkami, teda dlhovým charakterom vzťahu.

[21] vyplýva to zo samotnej podstaty *stavovej* veličiny

Investičnú pozíciu zeme podľa metodiky od IMF (2009) rozdeľujeme primárne podľa:

Tab. 8: Rozdelenie investičnej pozície zeme podľa rôznych hľadísk

• funkčnej kategórie:	priame zahraničné investície, portfóliové investície, finančné deriváty, ostatné investície, rezervné aktíva
• inštitucionálnych jednotiek:	centrálna banka, peňažné finančné inštitúcie, vláda, ostatné sektory
• finančných inštrumentov:	ostatné účasti, hotovosť a vklady, pôžičky, poistné, penzijné a dôchodkové programy, obchodné úvery a preddavky, ostatné pohľadávky, SDR

Zdroj: IMF, 2009; vlastné spracovanie

Empirická časť práce bude z hľadiska analýzy vývoja čistej investičnej pozície sledovať jej vývoj primárne z pohľadu funkčnej kategórie a jej rozdelenia na majetkovú a dlžnícku pozíciu. Rozdelenie z pohľadu inštitucionálnych jednotiek či finančných inštrumentov bude použité dodatočne v prípade väčšieho detailu pri interpretácii daného vývoja čistej investičnej pozície zeme.

1.4 ZAHRANIČNÁ ZADLŽENOSŤ

Zahraničný dlh je v podstate podzložkou štatistiky zahraničnej investičnej pozície zeme. To vyplýva i z tabuľky rozdelenia investičnej pozície zeme na jej majetkovú a dlžnícku pozíciu, kde zahraničný dlh uvádza kvadrant hore vpravo. Z toho je zrejmé, že pod zahraničným dlhom chápeme sumu všetkých dlhových záväzkov rezidentov voči nerezidentom. Pretože ale nezachytáva pohľadávky domácich subjektov voči zahraničiu, označuje sa tento ukazovateľ ako hrubý „*brutto*“ zahraničný dlh. Zahrnutie len dlhových záväzkov s pevne stanovenou lehotou splatnosti znamená, že tento ukazovateľ neobsahuje priame a portfóliové investície vo forme majetkových účastí, a ďalej záväzky z derivátov. Uvádzané sú iba hodnoty súčasných dlhových záväzkov, nie podmienených.

Podľa Rojíčka a kol. (2016) sa však v súčasnej dobe od ukazovateľa hrubej zahraničnej zadlženosti ustupuje. Dôvodov je niekoľko:

- jednak je zrejmá nevýhoda tohto ukazovateľa ako „*brutto*“ ukazovateľa, tzn. že neberie vôbec do úvahy veriteľskú pozíciu tuzemských subjektov smerom

k zahraničným dlžníkom; z toho vyplýva preferencia ukazovateľa čistej investičnej pozície zeme.

- druhou vecou je fakt, že riziká dlhovej pasce sa týkajú primárne verejných dlhov, nie privátnych, preto dáva väčší zmysel sledovať predovšetkým výšku vládneho zadlženia. I keď tu môže byť určitým ukazovateľom podiel takto definovaného (vládneho) dlhu na HDP, relevantnejšie je vzťahovať jeho výšku k devízovým rezervám centrálnej banky. Tie môžu byť totiž v prípade potreby využité na splatenie dlhových záväzkov, a môžu tak eliminovať riziko tlaku na oslabenie meny a vzniku menovej krízy.
- za tretie je vhodné analyzovať časovú štruktúru zahraničného dlhu. Za omnoho výraznejšie riziko vonkajšej nerovnováhy je považovaná situácia, kedy je dlh koncentrovaný do krátkodobého dlhu (so splatnosťou do jedného roku). Ten je totiž omnoho viac nestálejší. Pre udržanie vonkajšej rovnováhy sa všeobecne požaduje, aby podiel dlhodobého zahraničného dlhu na celkovom činil minimálne 60 %, a aby celkový zahraničný dlh nebol vyšší než 40 % HDP.

Problematika zahraničnej zadlženosti je rozsiahla a osobitne sa jej venujú desiatky ekonomických štúdií (viď napr. Dis Dias, 2010; Pour, 2014; Jeločnik a kol., 2016). Táto práca nemá ambíciu vykonať rozsiahly a komplexný rozbor zahraničnej zadlženosti, ale ukázať zahraničnú zadlženosť v kontexte s ukazovateľom čistej investičnej pozície zeme.

Tab. 9: Vybrané ukazovatele rizikovosti zahraničnej zadlženosti

ukazovateľ	limitná hodnota
hrubý dlh/HDP	max. 40 %
saldo bežného účtu/HDP	max. -5 %
krátkodobý dlh/celkový dlh	max. 40 %

Zdroj: Marková, 2014

Z pohľadu hodnotenia rizikovosti vývoja zahraničného zadlženia v minulosti smerovala pozornosť investorov k ukazovateľu pomeru zahraničného dlhu k nominálnemu HDP. Za kritickú hranicu sa všeobecne považovala zahraničná zadlženosť vo výške 40 % HDP. Nad touto úrovňou hrozilo, že zahraniční investori začnú vnímať svoje dlhové investície do dotknutej ekonomiky ako rizikovejšie, čo sa vo zvyšujúcej sa rizikovej prémii mohlo začať prejavovať vo vyšších úrokových sadzbách požadovanými veriteľmi. Vo výsledku potom

mohlo dôjsť k tomu, že sa krajina dostane do tzv. dlhovej pasce[22]. Jediným spúšťacím mechanizmom tu ale nemusí byť len samotná výška dlhu, ale i jeho dynamika a ďalšie, častokrát špecifické faktory, ako sú napríklad politická kríza, pád vlády a podobne. V empirickej časti práce je okrem pomeru dlhu k HDP tiež sledovaný pomer salda bežného účtu k HDP a časová štruktúra zahraničného dlhu v rozdelení na dlh krátkodobý a dlhodobý.

1.5 ZHRNUTIE TEORETICKEJ ČASTI PRÁCE

Teoretická časť práce mala za úlohu vysvetliť potrebnú ekonomickú teóriu pre pochopenie vývoja a interpretácie jednotlivých dát v empirickej časti práce. Nový manuál platobnej bilancie, ktorý Medzinárodný menový fond vydal v roku 2009, prešiel mnohými zmenami, z ktorých medzi najväčšie patria zmeny v zaznamenávaní operácií na finančnom účte a spresnená metodika zostavovania investičnej pozície zeme. Práca v stručnosti popisuje platobnú bilanciu z jej vertikálnej i horizontálnej štruktúry s detailnejším zameraním na priame zahraničné investície a s nimi súvisiace reinvestície, ktoré majú na saldo bežného účtu skresľujúci vplyv, o ktorom bude v ďalšej časti práce pojednávané.

Na štatistický výkaz platobnej bilancie, ktorá zachytáva toky, nadväzuje štatistický výkaz investičnej pozície voči zahraničiu ako stavový pohľad. Na saldo investičnej pozície má bezprostredný vplyv zmena salda bežného a kapitálového účtu, a svojim zložením má investičná pozícia priamu nadväznosť na finančný účet. V empirickej časti práce je sledovaný vývoj čistej investičnej pozície predovšetkým podľa jej funkčnej kategórie, a podľa jej rozdelenia na majetkovú a dlžnícku pozíciu. S investičnou pozíciou úzko súvisí i ukazovateľ zahraničnej zadlženosti, od ktorého sa však v poslednej dobe pomaly ustupuje práve v prospech ukazovateľa investičnej pozície zeme, nakoľko svojimi informáciami ponúka komplexnejší a ucelenejší obraz o ekonomike a z nej vyplývajúcich rizík.

[22] situácia, že pokiaľ sú úroky, za ktoré sú zahraniční investori ochotní požičiavať natoľko vysoké, že platby na obsluhu dlhu neustále narastajú, situácia môže prerásť až do stavu, kedy bude riziko tak veľké, že investori nebudú už ochotní dlhové financovanie poskytovať

2 EMPIRICKÁ ČASŤ PRÁCE

Druhá, empirická časť práce, je zameraná na analýzu skutočného vývoja čistej investičnej pozície Českej a Slovenskej republiky voči zahraničiu za obdobie rokov 2004-2018. Sledovaný bude tiež vývoj ostatných ukazovateľov s investičnou pozíciou súvisiacich. K pochopeniu jednotlivých kauzálnych vzťahov medzi ukazovateľmi slúži prvá časť práce, ktorá tieto vzťahy a súvislosti teoreticky popisuje. Táto časť práce sa už venuje konkrétnym dátam a ich interpretácii.

Okrem samotnej analýzy vývoja čistej investičnej pozície a zahraničnej zadlženosti oboch sledovaných krajín má za úlohu táto časť práce tiež potvrdiť či vyvrátiť dve hypotézy stanovené v úvode práce:

- **H1:** *vstup do eurozóny, ktorý potvrdil, že Slovensko je členom „tvrdého jadra" integračného zoskupenia, posilnil príliv priamych zahraničných investícií a reinvestícií ziskov z PZI na Slovensku oproti Českej republike*

- **H2**: *intervencie ČNB na oslabenie koruny v rokoch 2013-2017 viedli k zlepšeniu salda čistej investičnej pozície Českej republiky, ale súčasne viedli k prehĺbeniu zahraničnej zadlženosti v porovnaní so Slovenskou republikou*

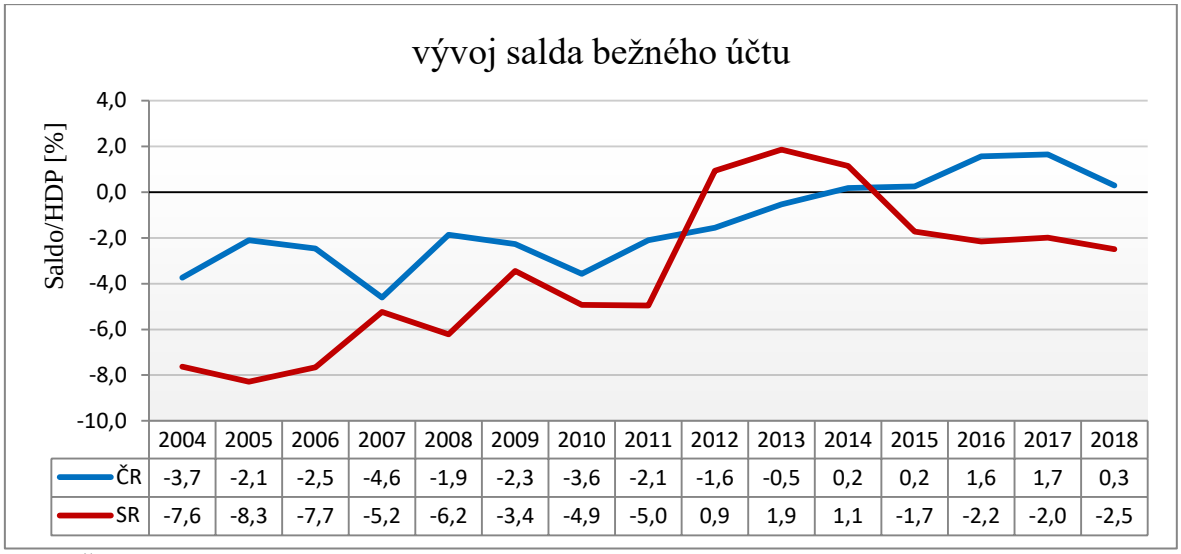
Štruktúra tejto časti práce je podobná ako štruktúra teoretickej časti – najprv bude sledovaný vývoj účtov a dôležitých podúčtov platobnej bilancie, a v nadväznosti na platobnú bilanciu bude vykonaná samotná analýza vývoja čistej investičnej pozície. Potvrdenie či vyvrátenie hypotéz bude nasledovať ako posledné.

2.1 VÝVOJ PLATOBNEJ BILANCIE

2.1.1 Vývoj bežného účtu

Vývoj bežného účtu je počas sledovaného obdobia je relatívne dynamický. Obe krajiny dosahovali v roku 2004 záporné saldo bežného účtu, kedy záporné saldo v prípade Českej republiky dosahovalo -3,7 %, zatiaľ čo záporné saldo Slovenska dosahovalo vyše dvojnásobnú hodnotu, presnejšie -7,6 % v pomere k HDP. Vývoj salda bežného účtu oboch krajín však sprevádza pozitívny trend, kedy sa ich negatívne saldo postupne znižuje.

Obr. 3: Vývoj salda bežného účtu



	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ČR	-3,7	-2,1	-2,5	-4,6	-1,9	-2,3	-3,6	-2,1	-1,6	-0,5	0,2	0,2	1,6	1,7	0,3
SR	-7,6	-8,3	-7,7	-5,2	-6,2	-3,4	-4,9	-5,0	0,9	1,9	1,1	-1,7	-2,2	-2,0	-2,5

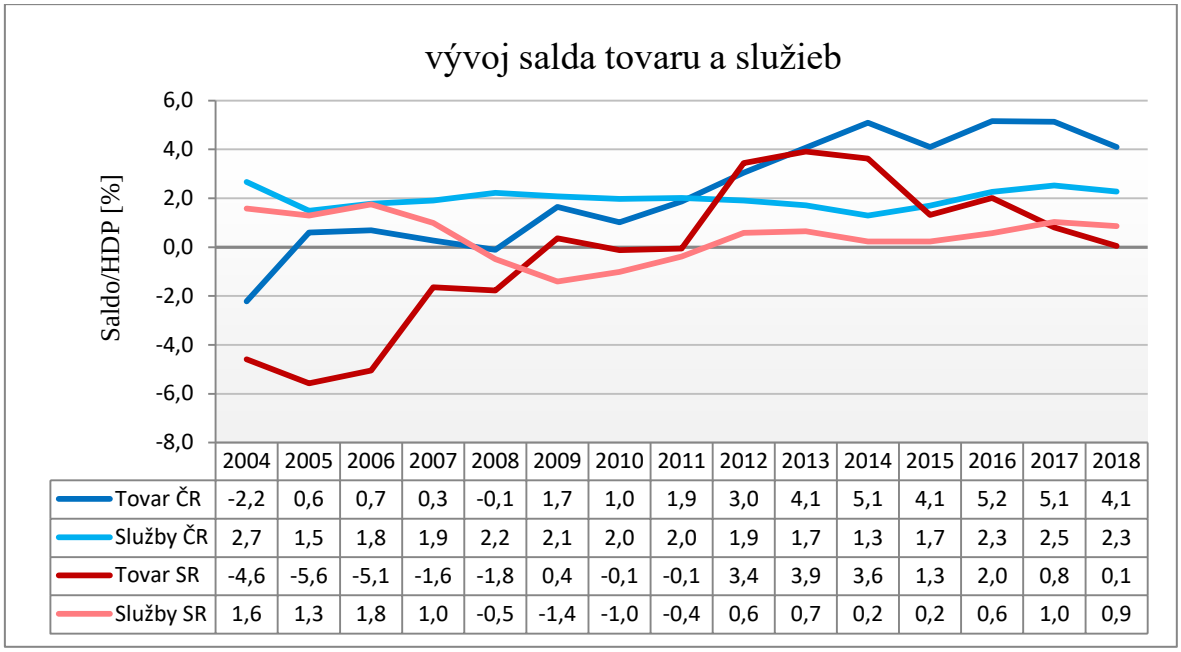
Zdroj: ČNB, 2019b; NBS, 2019c; vlastné spracovanie

V prípade Českej republiky bol vývoj salda bežného účtu rovnomernejší. V roku 2014 dosiahlo saldo prvých kladných hodnôt, ktoré i v nasledujúcich rokoch postupne rástli, a to až na hodnotu 1,7 % v pomere k HDP v roku 2017. V roku 2018 nastal pokles, kedy bolo saldo medziročne zhoršené o 1,4 percentných bodov, napriek tomu však v pomere k HDP dosahovalo saldo stále kladnú hodnotu 0,3 %. Za sledované obdobie 15 rokov saldo Českej republiky v pomere k HDP prešlo celkovým zlepšením o 4 p. b.

Naproti tomu vývoj salda bežného účtu v prípade Slovenska bol nerovnomernejší. Slovensko dosiahlo kladnej hodnoty salda ešte o 2 roky skôr ako Česká republika, a to v roku 2012, kedy kladné saldo malo výšku 0,9 %. Saldo sa v pozitívnych číslach udržalo len do roku 2014, po ktorom znova dosahovalo záporných hodnôt. Za celé sledované obdobie prešlo saldo Slovenska zlepšením o 5,1 percentných bodov.

Konkrétnejšie dôvody daného vývoja bude možné určiť až z rozkladu vývoja salda bežného účtu na jeho jednotlivé časti – teda na saldo tovaru, služieb, prvotných a druhotných dôchodov. Ako prvé práca sleduje vývoj salda tovaru a služieb.

Obr. 4: Vývoj salda tovaru a služieb



	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tovar ČR	-2,2	0,6	0,7	0,3	-0,1	1,7	1,0	1,9	3,0	4,1	5,1	4,1	5,2	5,1	4,1
Služby ČR	2,7	1,5	1,8	1,9	2,2	2,1	2,0	2,0	1,9	1,7	1,3	1,7	2,3	2,5	2,3
Tovar SR	-4,6	-5,6	-5,1	-1,6	-1,8	0,4	-0,1	-0,1	3,4	3,9	3,6	1,3	2,0	0,8	0,1
Služby SR	1,6	1,3	1,8	1,0	-0,5	-1,4	-1,0	-0,4	0,6	0,7	0,2	0,2	0,6	1,0	0,9

Zdroj: ČNB, 2019b; NBS, 2019c; vlastné spracovanie

Ako sa dalo u Českej a Slovenskej republiky predpokladať, saldo obchodnej bilancie v pomere k HDP nadobúda výrazné hodnoty. V porovnaní s predošlým grafom si je možné všimnúť, že vývoj bežného účtu oboch krajín vo vysokej miere kopíruje vývoj bilancie tovaru. Saldo tovaru dosahovalo spočiatku záporných hodnôt u oboch krajín – v roku 2004 to bolo -2,2 % v pomere k HDP v prípade Českej republiky, v prípade Slovenska sa jednalo o -4,6 %. Obe tieto saldá však postupom času začali dosahovať kladných hodnôt – v prípade Česka to nastalo hneď v ďalšom roku, zatiaľ čo v prípade Slovenska až v roku 2009. Hodnoty celkového salda obchodnej bilancie je možné vidieť v tabuľke nižšie:

Tab. 10: Hodnoty salda obchodnej bilancie v pomere k HDP

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ČR	0,5	2,1	2,5	2,2	2,1	3,7	3,0	3,9	5,0	5,8	6,4	5,8	7,4	7,7	6,4
SR	-3,0	-4,3	-3,3	-0,6	-2,3	-1,0	-1,1	-0,4	4,0	4,6	3,9	1,6	2,6	1,9	0,9

Zdroj: ČNB, 2019b; NBS, 2019c; vlastné spracovanie

V prípade Českej republiky dosahovalo saldo obchodnej bilancie po celé sledované obdobie kladných hodnôt. V roku 2004 bolo saldo kladné vôbec po prvýkrát v tomto tisícročí. Zatiaľ čo spočiatku ku kladnému saldu prispievala hlavne bilancia služieb, od roku 2012 sa situácia zmenila a bilancia tovaru začala ku kladným hodnotám prispievať výraznejšie. Vývoj salda služieb bol po celú dobu relatívne rovnomerný, keď saldo dosahovalo hodnôt v rozpätí od 1,3 do 2,7 % v pomere k HDP. Z pohľadu kladného salda bilancie tovaru

možno považovať za najvýznamnejší rok 2016, kedy kladné saldo dosahovalo 5,2 % v pomere k HDP. Následne do roku 2018 sa saldo tovaru v priebehu dvoch rokov zhoršilo o 1,1 p. b. Celkové saldo obchodnej bilancie Českej republiky za sledované obdobie prešlo zlepšením o 5,9 percentných bodov.

Vývoj salda obchodnej bilancie Slovenska mal v konečnom dôsledku rovnako pozitívny trend, avšak ako saldo služieb, tak saldo tovaru si prešlo dynamickejším vývojom. Hospodárska kríza, ktorá nastala v roku 2008, sa na službách výrazne podpísala, keď jej saldo nadobúdalo počas rokov 2008-2011 záporných hodnôt[23]. Najhlbšie negatívne saldo služieb bolo v roku 2009 s hodnotou -1,4 % v pomere k HDP. Saldo služieb nadobudlo kladnej hodnoty až v roku 2012, keď dosiahlo 0,6 % v pomere k HDP, a v ďalších rokoch už dosahovalo pomerne stálych hodnôt v rozpätí od 0,2 do 1 % v pomere k HDP.

Na rozdiel od Českej republiky, kde je trend zlepšovania salda tovaru konzistentný, na Slovensku bol trend vývoja kladného salda pozitívny len do roku 2013, kedy saldo tovaru dosiahlo svojej najvyššej hodnoty 3,9 % v pomere k HDP. Výrazné zlepšenie salda v roku 2012 bolo zapríčinené rastom vývozu v automobilovom priemysle, ktorý bol pozitívne ovplyvnený produkciou nových modelov umožňujúcich zvýšenie trhového podielu na existujúcich trhoch, ako aj expanziou na nové trhy. Od roku 2013 bola tendencia ďalšieho vývoja negatívna, i keď saldo stále nadobúdalo kladných čísel. V roku 2018 však bola hodnota kladného salda tovaru len 0,1 % v pomere k HDP. Celková obchodná bilancia Slovenska si medzi rokmi 2004 a 2018 prešla zlepšením o 3,9 p. b.

V súvislosti s obchodnou bilanciou je dôležité poznamenať, že svojou komoditnou či teritoriálnou štruktúrou exportu a importu sú si obe sledované krajiny veľmi podobné. Ako ukazuje tabuľka nižšie, obe krajiny majú spoločných exportných či importných partnerov, a zároveň nadobúdajú podobných hodnôt i v prípade komoditnej štruktúry – pre stručnosť sú v tabuľke zobrazené hodnoty za rok 2004 a 2017. Detailnejší vývoj si je možné pozrieť zo štatistík UN Comtrade alebo World Bank, každopádne v priebehu posledných 15 rokov sa vývoj komodít či obchodných partnerov nijak výrazne nezmenil. Komoditná štruktúra je rozčlenená podľa súčasnej verzie Štandardnej medzinárodnej klasifikácie tovaru SITC Rev. 4[24] (Štěrbová a kol., 2013).

[23] naproti tomu vplyv krízy na saldo služieb nebol u Českej republiky nijak citeľný, keď i počas krízových rokov dosahovalo saldo služieb Českej republiky kladných hodnôt v priemere okolo 2 % v pomere k HDP
[24] Standard International Trade Classification - Revision 4

Tab. 11: Komoditná štruktúra zahraničného obchodu

ČESKÁ REPUBLIKA		SLOVENSKÁ REPUBLIKA	
EX. 2004	SITC 7 (51,3 %), SITC 6 (22,5 %), SITC 8 (11,3 %)	EX. 2004	SITC 7 (45,6 %), SITC 6 (25,2 %), SITC 8 (11,0 %)
EX. 2017	SITC 7 (57,6 %), SITC 6 (15,1 %), SITC 8 (12,7 %)	EX. 2017	SITC 7 (57,6 %), SITC 6 (17,1 %), SITC 8 (9,2 %)
IM. 2004	SITC 7 (42,6 %), SITC 6 (20,8 %), SITC 5 (11,0 %)	IM. 2004	SITC 7 (39,3 %), SITC 6 (19,1 %), SITC 8 (10,5 %)
IM. 2017	SITC 7 (47,0 %), SITC 6 (16,9 %), SITC 8 (11,9 %)	IM. 2017	SITC 7 (47,6 %), SITC 6 (15,4 %), SITC 8 (11,2 %)

*vysvetlivky: SITC 5 – chemikálie a príbuzné výrobky; SITC 6 – trhové výrobky triedené hlavne podľa materiálu; SITC 7 – stroje a dopravné zariadenia; SITC 8 – priemyselný spotrebný tovar

Zdroj: UN Comtrade, 2006 a 2019; vlastné spracovanie

Z komoditnej štruktúry je vidieť predovšetkým vysoké exportné zameranie krajín na stroje a dopravné zariadenia, ktoré postupom rokov svojim objemom navyšujú svoj podiel na celkovom exporte. V prípade Slovenska i Českej republiky podiel strojov a dopravných zariadení dosahoval v roku 2017 zhodne 57,6 % na celkovom exporte. Jedná sa o odvetvie, ktoré je veľmi citlivé na ekonomický cyklus.

Tab. 12: Teritoriálna štruktúra zahraničného obchodu

ČESKÁ REPUBLIKA		SLOVENSKÁ REPUBLIKA	
EX. 2004	Nemecko (36,2 %), Slovensko (8,2 %), Rakúsko (5,9 %)	EX. 2004	Nemecko (28,6 %), Česká rep. (13,6 %), Rakúsko (7,9 %)
EX. 2017	Nemecko (32,6 %), Slovensko (7,6 %), Poľsko (6,0 %)	EX. 2017	Nemecko (20,6 %), Česká rep. (11,5 %), Poľsko (7,6 %)
IM. 2004	Nemecko (31,8 %), Slovensko (5,4 %), Čína (5,3 %)	IM. 2004	Nemecko (23,4 %), Česká rep. (13,5 %), Rusko (9,3 %)
IM. 2017	Nemecko (25,8 %), Čína (12,6 %), Poľsko (7,7 %)	IM. 2017	Nemecko (17,0 %), Česká rep. (10,5 %, Čína (7,4 %)

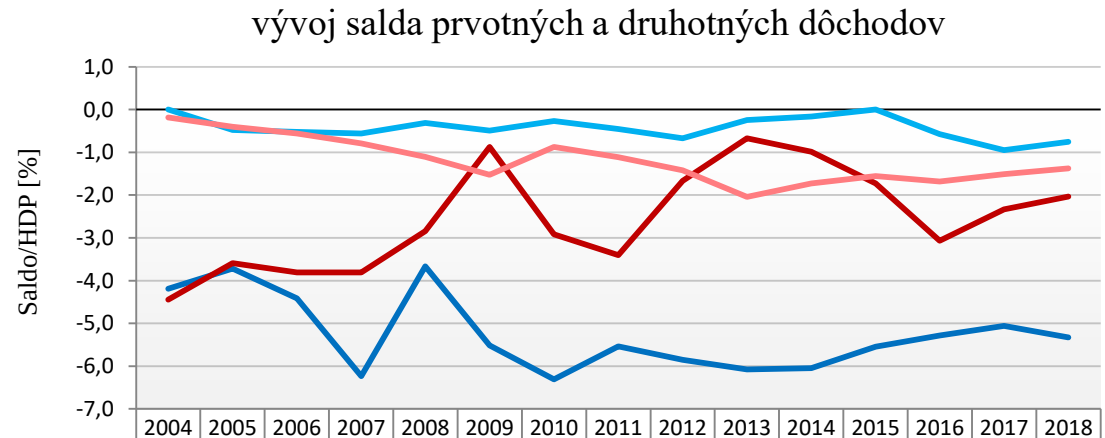
Zdroj: World Bank, 2019; vlastné spracovanie

Z pohľadu na teritoriálnu štruktúru obchodu je vidieť významný efekt globalizácie, ktorá sa vyznačuje vytváraním nových obchodných príležitostí, a tým i možností nadviazať nové obchodné vzťahy s geograficky vzdialenými krajinami. Z vývoja podielu exportu či importu u jednotlivých obchodných krajín je vidieť jeho znižovanie u teritoriálne blízkych krajín práve v prospech ďalších (i rozvíjajúcich sa) svetových ekonomík.

Na obchodnú bilanciu služieb majú svojim objemom najväčší vplyv turizmus a dopravné služby. České či slovenské firmy rovnako vo veľkej miere exportujú i informačné a komunikačné služby, obchodné, inžinierske a architektonické služby apod.

Nasledujúci graf ukazuje vývoj salda prvotných a druhotných dôchodov – Česká i Slovenská republika mali obe saldá počas celej 15ročnej časovej rady v záporných hodnotách[25]. Čo sa týka salda prvotných dôchodov, obe krajiny mali v roku 2004 takmer identickú pozíciu. Zatiaľ čo v prípade Slovenka sa saldo v konečnom dôsledku zlepšilo, u Českej republiky tomu bolo naopak, kedy oproti roku 2004 bolo negatívne do roku 2018 prehĺbenejšie o 1,1 p. b. v pomere k HDP. Slovensko naopak zlepšilo svoje negatívne saldo o 2,4 p. b. Z hľadiska ich vysokých negatívnych hodnôt je vidieť, že je to primárne saldo prvotných dôchodov, ktoré spôsobuje tlaky na negatívne saldo bežného účtu ako celku.

Obr. 5: Vývoj salda prvotných a druhotných dôchodov



	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PD ČR	-4,2	-3,7	-4,4	-6,2	-3,7	-5,5	-6,3	-5,5	-5,9	-6,1	-6,0	-5,5	-5,3	-5,1	-5,3
DD ČR	0,0	-0,5	-0,5	-0,6	-0,3	-0,5	-0,3	-0,5	-0,7	-0,2	-0,2	0,0	-0,6	-1,0	-0,8
PD SR	-4,4	-3,6	-3,8	-3,8	-2,8	-0,9	-2,9	-3,4	-1,7	-0,7	-1,0	-1,7	-3,1	-2,3	-2,0
DD SR	-0,2	-0,4	-0,6	-0,8	-1,1	-1,5	-0,9	-1,1	-1,4	-2,0	-1,7	-1,6	-1,7	-1,5	-1,4

*vysvetlivky: PD – prvotné dôchody, DD – druhotné dôchody

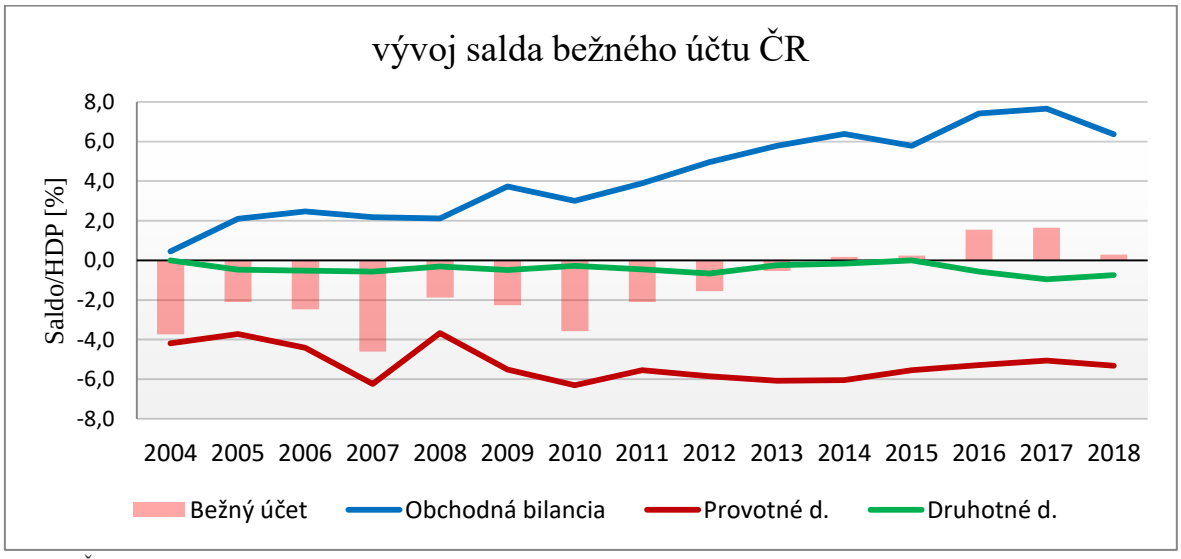
Zdroj: ČNB, 2019b; NBS, 2019c; vlastné spracovanie

[25] výnimkou je saldo druhotných dôchodov v prípade Českej republiky – v roku 2004 bolo saldo kladné vo výške 0,005 %, a v roku 2015 vo výške 0,001 % v pomere k HDP

Ako posledný z podúčtov bežného účtu je účet druhotných dôchodov – na rozdiel od vývoja salda prvotných dôchodov sa v tomto prípade viedlo lepšie Českej republike, ktorá zaznamenala miernejšie prehĺbenie negatívneho salda oproti Slovensku. Do roku 2018 bolo negatívne saldo zhoršené o 0,8 p. b. v prípade Českej republiky, a o 1,2 p. b. v prípade Slovenska. Saldo druhotných dôchodov u oboch krajín svojou veľkosťou nedosahuje takých vysokých čísel ako saldo prvotných dôchodov či saldo obchodnej bilancie, a má tak na bežný účet najmenší vplyv.

Doterajšie grafy boli interpretované primárne za účelom porovnania vývoja v Českej a Slovenskej republike. Graf nižšie predstavuje súhrn doterajších údajov, a jeho cieľom je identifikovať vplyv jednotlivých zložiek bežného účtu na celkové saldo bežného účtu.

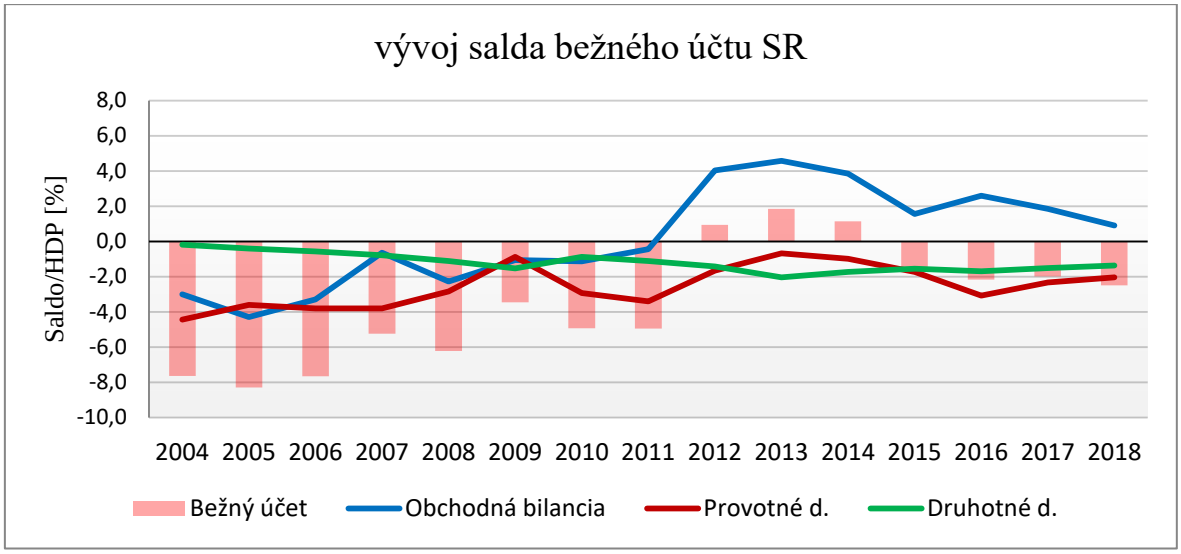
Obr. 6: Vývoj salda bežného účtu Českej republiky



Zdroj: ČNB, 2019b; vlastné spracovanie

V prípade Českej republiky je vidieť, že na celkové saldo má pozitívny vplyv len obchodná bilancia, zatiaľ čo saldo prvotných a druhotných dôchodov vyvíja tlak jeho posun k záporným hodnotám. Čo sa týka vývoja počas krízy, saldu obchodnej bilancie to paradoxne pomohlo – zlepšenie salda však nie je výsledkom zlepšenej exportnej aktivity, ale prudšieho poklesu importu než poklesu exportu. Na základe grafu vývoja je možné tiež predpokladať, že obchodnej bilancii rovnako pomohli devízové intervencie ČNB v neprospech koruny, vďaka ktorým ceny tuzemských vývozcov dosahovali v zahraničí konkurencieschopnejšie ceny. Kladné saldo obchodnej bilancie zaznamenalo v roku 2018 prepad oproti predošlému roku, čo tiež spôsobilo zníženie celkového pozitívneho salda celkového bežného účtu.

Obr. 7: Vývoj salda bežného účtu Slovenskej republiky



Zdroj: NBS, 2019c; vlastné spracovanie

U vývoja salda bežného účtu Slovenska je možné už na prvý pohľad vidieť, že až do roku 2011 žiadna z o zložiek bežného účtu[26] nedosahovala kladného salda, čo vyústilo v záporné saldo počas sledovaného obdobia. Výnimku predstavuje obdobie rokov 2012-2014, kedy vďaka kladnému saldu obchodnej bilancie a nízkemu negatívnemu saldu prvotných dôchodov bolo i saldo bežného účtu kladné. Avšak vzhľadom na to, že kladné saldo obchodnej bilancie sa v ďalších rokoch zhoršilo, a zároveň sa prehĺbilo i negatívne saldo prvotných dôchodov, celkové saldo bežného účtu tak opäť dosahovalo záporných hodnôt. Porovnanie štruktúry salda bežného účtu s Českou republikou dokazuje vysokú podobnosť oboch krajín – rozdiel je ten, že Slovensko zaznamenáva nižšie prebytky obchodnej bilancie, a na základe toho je tiež celé saldo bežného účtu v záporných hodnotách.

2.1.2 Vývoj kapitálového účtu

Tab. 13: Vývoj salda kapitálového účtu v pomere k HDP [%]

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ČR	-0,5	0,7	0,3	0,6	0,6	1,3	0,9	0,3	1,3	2,0	0,7	2,2	1,1	0,8	0,3
SR	0,3	0,0	0,0	0,7	1,1	0,8	1,6	1,3	1,9	1,4	1,0	3,5	2,0	0,9	1,6

Zdroj: ČNB, 2019b; NBS, 2019c; vlastné spracovanie

Kapitálový účet sa veľkosťou svojich sáld či výškou transferov v absolútnom vyjadrení radí medzi menej významné účty platobnej bilancie. V relatívne rovnomernom vývoji oboch krajín je možné spozorovať jednorazový výrazný nárast salda kapitálových transfe-

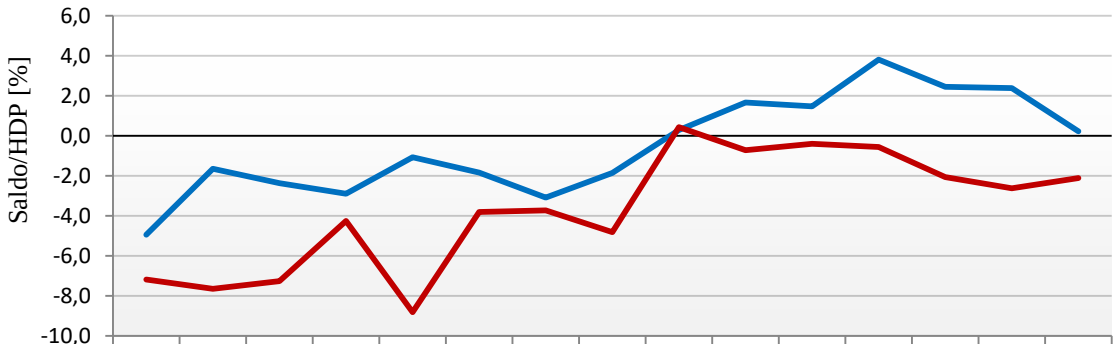
[26] bilancia služieb sa v tomto kontexte berie ako súčasť obchodnej bilancie

rov v roku 2015 – ten bol spôsobený primárne dočerpávaním fondov z Európskej únie z balíčka určeného pre obdobie 2007-2013, kedy sa finančné prostriedky mohli dočerpávať ešte dva roky po skončení tohto balíčka. Kapitálový účet tvoria primárne transfery z EÚ, a podľa vývoja salda je možné vidieť, že ako Česká, tak i Slovenská republika je v tomto ohľade čistým príjemcom prostriedkov z Európskej únie. Až na rok 2004, kedy bolo saldo kapitálového účtu v prípade Českej republiky záporné[27], zaznamenali všetky ostatné roky kladnú hodnotu salda.

2.1.3 Vývoj finančného účtu

Ďalšia časť práce v stručnosti pojednáva o vývoji finančného účtu, ktorý má priamu nadväznosť na čistú investičnú pozíciu zeme. Finančný účet a vývoj jeho jednotlivých podúčtov je charakterizovaný relatívne stručne, nakoľko na presné príčiny a dôvody vývoja jednotlivých podúčtov ovplyvňujúcich celkové saldo finančného účtu sa práca detailnejšie zameriava pri analyzovaní vývoja čistej investičnej pozície zemí z pohľadu jej rozdelenia podľa funkčných kategórií.

Obr. 8: Vývoj salda finančného účtu



	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ČR	-4,9	-1,6	-2,4	-2,9	-1,1	-1,8	-3,1	-1,9	0,3	1,7	1,5	3,8	2,5	2,4	0,2
SR	-7,2	-7,6	-7,3	-4,3	-8,8	-3,8	-3,7	-4,8	0,4	-0,7	-0,4	-0,6	-2,1	-2,6	-2,1

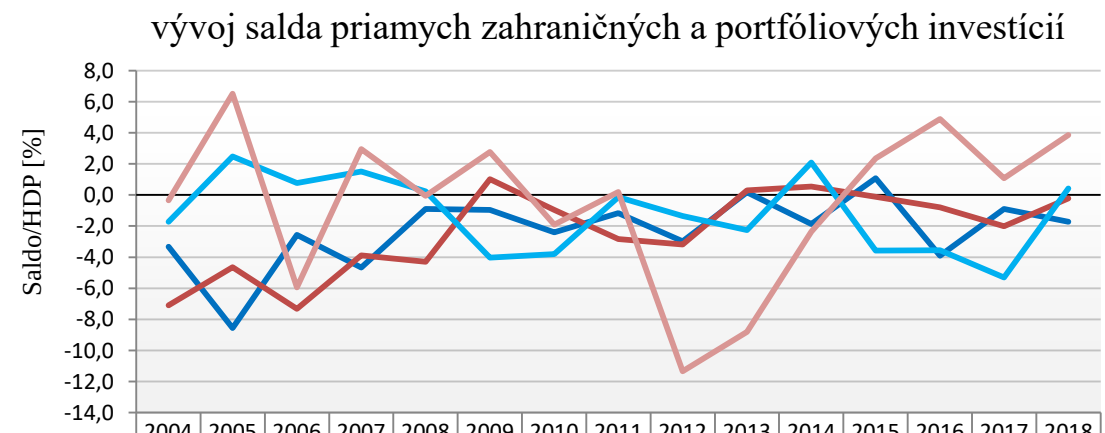
Zdroj: ČNB, 2019b; NBS, 2019c; vlastné spracovanie

Finančný účet oboch zemí, resp. jeho saldo, prešlo v sledovanom období značným zlepšením. Zatiaľ čo v prípade Českej republiky saldo nadobudlo prvýkrát kladných hodnôt v roku 2012, a až do roku 2018 sa nachádzalo saldo i naďalej v kladných hodnotách, Slovensko malo saldo pozitívne len v roku 2012, v ďalšom období sa už opäť pohybovalo

[27] a v prípade Slovenska tiež v roku 2005, kedy záporné saldo dosiahlo hodnoty -0,04 % v pomere k HDP

v záporných číslach. Pohľad na vývoj salda finančného účtu nám môže vo veľkej miere napovedať, ako sa budú pohybovať medziročné prírastky ku kladnému či zápornému saldu investičnej pozície voči zeme. Zatiaľ čo na Slovensku vzniká predpoklad zhoršujúcej sa investičnej pozície zeme počas celého obdobia, v prípade Českej republiky je možné očakávať pozitívny trend od spomínaného roku 2012. Celkové saldo finančného účtu si v prípade oboch krajín prešlo zlepšením zhodne o 5,1 p. b. v pomere k DPH.

Obr. 9: Vývoj salda priamych zahraničných a portfóliových investícií



	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PZI ČR	-3,3	-8,6	-2,6	-4,7	-0,9	-1,0	-2,4	-1,2	-3,0	0,2	-1,9	1,1	-3,9	-0,9	-1,7
PZI SR	-7,1	-4,7	-7,3	-3,9	-4,3	1,0	-1,0	-2,8	-3,2	0,3	0,5	-0,1	-0,8	-2,0	-0,2
PI ČR	-1,7	2,5	0,8	1,5	0,2	-4,0	-3,8	-0,1	-1,4	-2,3	2,1	-3,6	-3,6	-5,3	0,4
PI SR	-0,3	6,5	-5,9	3,0	-0,1	2,8	-1,9	0,2	-11,3	-8,8	-2,4	2,3	4,9	1,1	3,9

Zdroj: ČNB, 2019b; NBS, 2019c; vlastné spracovanie

V prípade Českej i Slovenskej republiky je vývoj sáld pomerne skokový, kedy ani u jednej krajiny nie je u žiadneho z týchto podúčtov jednoznačne znateľná pozitívna či negatívna tendencia vývoja trvajúca niekoľko rokov[28]. Na negatívne saldo finančného účtu oboch krajín svojou väčšou časťou vplývajú priame zahraničné investície, ktorých saldá sa až na niektoré roky[29] držali vždy v záporných hodnotách. Celkové saldo PZI si prešlo zlepšením o 1,6 p. b. v prípade Českej republiky, a 6,9 p. b. v prípade Slovenska.

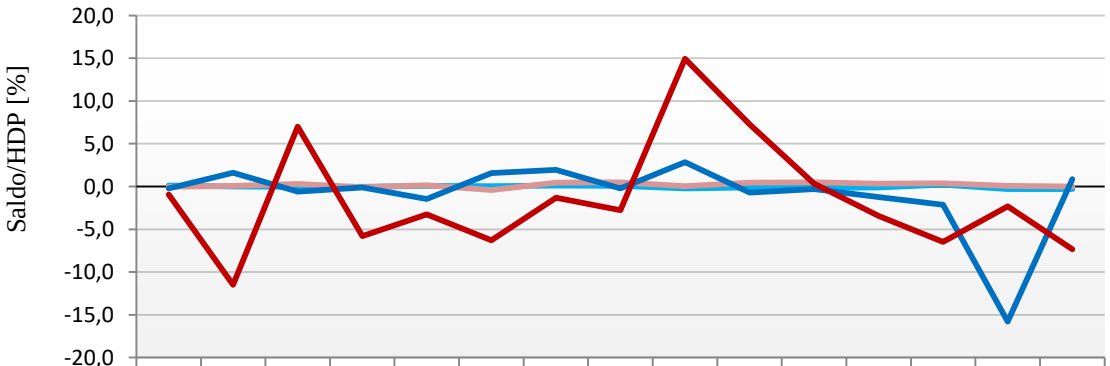
U portfóliových investícií je vývoj salda dynamickejší, zvlášť v prípade Slovenskej republiky. Výraznou zmenou si prešlo saldo v roku 2006, kedy medziročnou zmenou si prešlo zhoršením o 12,4 p. b. v pomere k HDP. Podobným výrazným zhoršením si prešlo saldo v roku 2012, kedy medziročná zmena predstavovala zhoršenie v podobe 11,5 p. b. Tento skokový vývoj je možné pripísať predajom veľkého objemu vydaných štátnych dl-

[28] snáď až na výnimku v prípade salda priamych zahraničných investícií na Slovensku
[29] konkrétne sa jedná o roky 2009, 2013 a 2014 v prípade Slovenska, a 2014 v prípade Českej republiky

hopisov zahraničným subjektom, nakoľko zvlášť v druhom prípade nebola kapacita domáceho finančného trhu tak veľká, aby dokázali odkúpiť všetky dlhopisy, ktoré štát potreboval predať za účelom získania prostriedkov pre financovanie svojich potrieb. V relatívne vysokej miere štát predával dlhopisy i v roku 2013. Saldo portfóliových investícií sa však v prípade oboch krajín mnohé roky držalo v kladných číslach. Svedčí to mimo iné o zvýšenej investičnej aktivite domácich subjektov na zahraničných finančných trhoch.

Finančné deriváty majú svojou relatívnou či absolútnou hodnotou relatívne nevýznamný vplyv na celkové saldo finančného účtu. U oboch krajín ich saldo oscilovalo okolo nulovej hodnoty, kedy ani v jednom prípade nebola prekročená kladná či záporná hranica 0,5 % v pomere k HDP.

Obr. 10: Vývoj salda finančných derivátov a ostatných investícií



	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
FD ČR	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	-0,3	-0,3
FD SR	0,0	0,1	0,3	-0,1	0,2	-0,4	0,4	0,5	0,0	0,4	0,5	0,3	0,4	0,1	0,0
OI ČR	-0,2	1,6	-0,6	-0,1	-1,5	1,6	1,9	-0,2	2,9	-0,7	-0,3	-1,2	-2,1	-15,8	0,9
OI SR	-0,9	-11,5	7,0	-5,8	-3,2	-6,3	-1,3	-2,8	14,9	7,3	0,3	-3,4	-6,5	-2,3	-7,3

Zdroj: ČNB, 2019b; NBS, 2019c; vlastné spracovanie

Iná situácia nastáva v prípade ostatných investícií, ktorých saldá v prípade Slovenska nadobúdali v rokoch 2005-2006 a 2012-2013 výrazných hodnôt. Súvisí to prevažne s aktivitami Národnej banky Slovenska a výraznými zmenami v jej pasívach týkajúcimi sa vkladov a hotovosti. Je zaujímavé sledovať vývoj ostatných investícií v kontexte s portfóliovými investíciami, kedy je tam vidieť zrkadlový efekt – zatiaľ čo v prípade portfóliových investícií sa saldo výrazne zhoršovalo, v prípade ostatných investícií tomu bolo presne naopak. Výrazný jednorazový prepad je možné vidieť i v prípade Českej republiky

v roku 2017, kedy negatívne saldo s hodnotou -15,8 % v pomere k HDP dosiahlo svojho negatívneho maxima počas sledovaného obdobia v tejto práci.

Ako posledný z podúčtov, ktorý podľa novej metodiky BPM6 už netvorí samostatný účet v podobe devízových rezerv (IMF, 2009), je tu saldo rezervných aktív.

Tab. 14: Vývoj salda rezervných aktív v pomere k HDP [%]

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ČR	0,2	2,8	0,1	0,4	1,0	1,5	1,0	-0,4	2,0	4,6	1,7	7,6	11,8	24,7	0,9
SR	10,7	11,8	7,9	6,1	3,3	2,0	2,5	2,6	2,6	2,1	2,9	3,3	3,4	3,6	5,1

Zdroj: ČNB, 2019b; NBS, 2019c; vlastné spracovanie

Vývoj salda rezervných aktív bol relatívne nemenný, a až na výnimku v prípade ČR v roku 2004 sa pohyboval v kladných hodnotách. V prípade Slovenska je možné vidieť výraznejšie kladné hodnoty zvlášť na začiatku sledovaného obdobia v rokoch 2004 a 2005, ktoré boli zapríčinené vtedajšími intervenciami NBS proti posilňovaniu vtedajšej slovenskej koruny (NBS, 2005). Totožný dôvod bol príčinou výrazného zlepšenia salda v Českej republike v rokoch 2013-2017, keď v neprospech koruny intervenovala ČNB, kedy zvlášť v roku 2017 bola aktívna a kúpila eurá v hodnote takmer 1,15 biliónov Kč. Objem intervencií v tomto roku bol väčší ako vo všetkých predošlých rokoch dohromady[30].

2.1.4 Vývoj účtu chýb a opomenutí

Tab. 15: Vývoj salda chýb a opomenutí v pomere k HDP [%]

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ČR	-0,7	-0,3	-0,2	1,1	0,1	-0,9	-0,5	-0,1	0,5	0,2	0,5	1,4	-0,2	-0,1	-0,3
SR	0,1	0,7	0,5	0,3	-3,7	-1,1	-0,4	-1,1	-2,4	-4,0	-2,5	-2,4	-1,9	-1,6	-1,2

Zdroj: ČNB, 2019b; NBS, 2019c; vlastné spracovanie

Keďže saldo finančného a kapitálového účtu sa nie vždy rovná saldu finančného účtu, existuje účet chýb a opomenutí, ktorý túto štatistickú chybu napravuje a vyrovnáva tak ľavú stranu základnej identity platobnej bilancie, aby sa mohla rovnať tej pravej. Vývoj sáld jednotlivých krajín je znázornený vyššie. Za zmienku stojí možno len porovnanie vývoja salda Českej a Slovenskej republiky, kedy v prípade vykazovania platobnej bilancie na Slovensku dochádza k väčším štatistickým odchýlkam, čomu odpovedajú i vyššie saldá chýb a opomenutí na rozdiel od Českej republiky.

[30] pre úplnosť je nutné poznamenať, že v roku 2014 ČNB neintervenovala

2.1.5 Zhrnutie vývoja platobnej bilancie

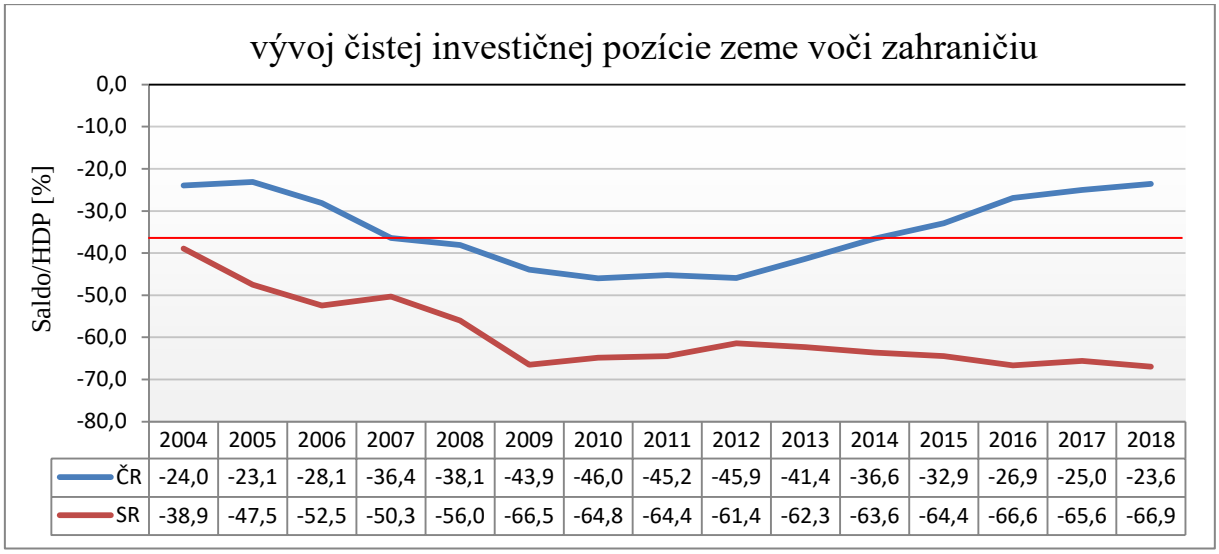
Na vývoj platobnej bilancie má vplyv predovšetkým bežný a finančný účet. Táto časť empirického skúmania bola zameraná primárne na charakteristiku vývoja bežného účtu spolu s jeho podúčtami, ktorý tvorí dominantnú položku ľavej strany základnej identity platobnej bilancie. Z analýzy vývoja jednotlivých podúčtov je možné vidieť, že ako Česká, tak i Slovenská republika sú predovšetkým exportne zamerané ekonomiky, ktoré v poslednom období zaznamenávajú zlepšenie salda obchodnej bilancie, vďaka ktorým je celkové saldo bežného účtu tlačené ku kladným hodnotám. Na negatívnu hodnotu tohto salda majú vplyv primárne vyplácané prvotné dôchody do zahraničia. Ako sekundárne dôchody, tak kapitálový účet nemajú na saldo bežného účtu významný vplyv. Pri pohľade na vývoj kapitálového účtu, v ktorom sa odzrkadľujú primárne jednostranné platby z/do rozpočtu Európskej únie je možné vidieť, že Česká i Slovenská republika je v tomto ohľade čistým príjemcom finančných prostriedkov EÚ.

Finančný účet a jeho jednotlivé podúčty boli charakterizované len okrajovo, nakoľko jednotlivým finančným inštrumentom ovplyvňujúcim saldo finančného účtu je venovaná vyššia pozornosť až pri analýze vývoja čistej investičnej pozície. Z hľadiska vývoja salda finančného účtu je možné predpokladať, že od roku 2012 sa bude čistá investičná pozícia Českej republiky zlepšovať, zatiaľ čo v prípade Slovenska bude i naďalej dochádzať k prehlbovaniu negatívneho salda, avšak od roku 2012 v nižšom tempe ako tomu bolo v prvej polovici sledovaného obdobia.

2.2 VÝVOJ ČISTEJ INVESTINČEJ POZÍCIE

Po sledovaní vývoja sáld jednotlivých účtov a podúčtov platobnej bilancie, ktoré majú na čistú investičnú pozíciu bezprostredný vplyv, sa môžeme presunúť k samotnej čistej investičnej pozícii. Hlavným účelom analýzy tohto ukazovateľa je odhalenie konkrétnych determinantov vývoja čistej investičnej pozície danej zeme, a ich zasadenie do ekonomického kontextu vývoja krajiny.

Obr. 11: Vývoj čistej investičnej pozície zeme voči zahraničiu



	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ČR	-24,0	-23,1	-28,1	-36,4	-38,1	-43,9	-46,0	-45,2	-45,9	-41,4	-36,6	-32,9	-26,9	-25,0	-23,6
SR	-38,9	-47,5	-52,5	-50,3	-56,0	-66,5	-64,8	-64,4	-61,4	-62,3	-63,6	-64,4	-66,6	-65,6	-66,9

Zdroj: ČNB, 2019c; NBS, 2019d; vlastné spracovanie

Ako je možné vidieť z grafu vývoja, čistá investičná pozícia oboch zemí sa počas celého sledovaného obdobia nachádza v záporných hodnotách, a teda dosahuje negatívneho salda v pomere k HDP. Vývoj čistej investičnej pozície oboch zemí má od začiatku sledovaného obdobia negatívny trend, a to až do obdobia rokov 2009-2010. Odvtedy ostalo saldo v prípade Slovenska relatívne nemenné, kedy jeho hodnota oscilovala okolo zápornej hodnoty -65 % v pomere k HDP. V prípade Českej republiky bola hodnota salda ustálená od roku 2009 až do roku 2012, v ďalšom období dochádzalo už k jeho zlepšovaniu až na zápornú hodnotu -23,6 % v pomere k HDP. V poslednom sledovanom roku časovej rady tak bolo saldo v prípade Českej republiky v pomere k HDP takmer identické ako v roku 2004 (resp. zlepšilo svoju pozíciu o 1,6 %), zatiaľ čo saldo Slovenska sa prehĺbilo o 72 % (z hodnoty -38,9 % v pomere k HDP na hodnotu -66,9 %).

Podľa Európskej komisie (2016) by malo byť pre krajinu výstražným znamením to, ak je hodnota negatívneho salda nižšia ako -35 % v pomere k HDP. Pri tomto meradle môžeme konštatovať, že riziko vzniku vonkajšej nerovnováhy ekonomiky je v prípade Českej republiky nízke, zatiaľ čo v prípade Slovenska je vyššie, nakoľko saldo jeho čistej investičnej pozície je nižšie o viac než 30 percentných bodov od limitnej hranice.

Tabuľka nižšie ukazuje výkaz aktív a pasív investičnej pozície zeme ako v pomere k HDP, tak i v ich absolútnej výške – v prípade Českej republiky sa jedná o vyjadrenie v miliardách korún, v prípade Slovenska ide o miliardové vyjadrenie v eurách:

Tab. 16: Aktíva a pasíva investičnej pozície zeme

rok	Česká republika				Slovenská republika			
	AKTÍVA		PASÍVA		AKTÍVA		PASÍVA	
	mld. Kč	% /HDP	mld. Kč	% /HDP	mld. €	% /HDP	mld. €	% /HDP
2004	1 702,3	55,6 %	2 436,3	79,6 %	25,0	54,3 %	43,0	93,2 %
2005	2 067,0	63,3 %	2 820,8	86,4 %	29,6	58,8 %	53,6	106,2 %
2006	2 127,1	60,6 %	3 115,6	88,7 %	25,8	45,9 %	55,3	98,3 %
2007	2 349,7	61,2 %	3 747,8	97,6 %	31,1	49,4 %	62,8	99,7 %
2008	2 625,2	65,2 %	4 159,1	103,4 %	31,0	45,2 %	69,3	101,2 %
2009	2 644,2	67,3 %	4 369,8	111,2 %	39,7	62,1 %	82,3	128,5 %
2010	2 837,1	71,6 %	4 659,8	117,6 %	43,4	67,2 %	85,3	132,1 %
2011	2 975,3	73,8 %	4 798,1	118,9 %	45,2	64,0 %	90,7	128,5 %
2012	3 189,3	78,6 %	5 053,4	124,5 %	45,6	62,7 %	90,3	124,2 %
2013	3 736,9	91,2 %	5 432,0	132,5 %	51,0	68,7 %	97,2	131,0 %
2014	4 155,4	96,3 %	5 732,5	132,9 %	55,2	72,5 %	103,6	136,1 %
2015	4 570,4	99,4 %	6 083,3	132,4 %	53,2	67,3 %	104,2	131,7 %
2016	5 324,8	111,7 %	6 607,9	138,6 %	61,7	76,0 %	115,8	142,6 %
2017	6 418,3	127,2 %	7 682,0	152,2 %	80,4	94,8 %	136,1	160,3 %
2018	6 674,7	125,8 %	7 925,8	149,4 %	84,8	94,1 %	145,2	161,0 %

Zdroj: ČNB, 2019c; NBS, 2019d; vlastné spracovanie

Česká republika je na tom lepšie ako z pohľadu vyšších aktív, tak z pohľadu nižších pasív, keď jej aktíva v roku 2018 tvoria takmer 126 % v pomere k HDP, zatiaľ čo v prípade Slovenska je to o vyše 31 percentných bodov menej – tam tvoria aktíva v pomere k HDP len 94,1 %. Čo sa týka pasív, tie tvoria takmer 150 % v pomere k HDP v prípade Českej republiky, na Slovenku je to 161 %.

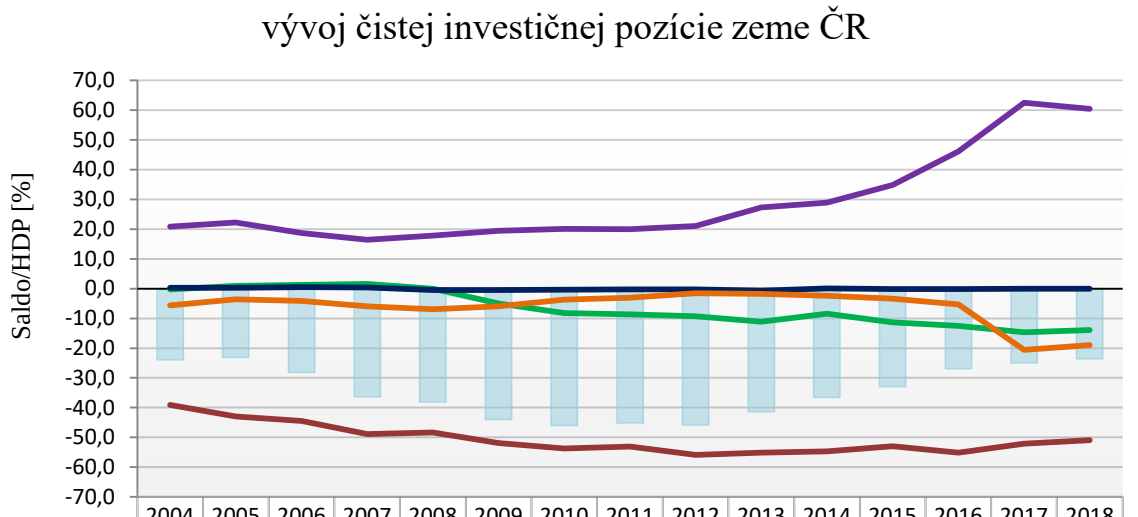
Za obdobie posledných 15 rokov vzrástli aktíva Českej republiky v absolútnom vyjadrení takmer štvornásobne[31] až na hodnotu takmer 6,7 biliónov Kč, zatiaľ čo pasíva vzrástli o 3,25 násobok svojej hodnoty v roku 2004, a to na hodnotu vyše 7,9 bil. Kč. Na Slovensku vzrástli aktíva o 3,39 násobok až na hodnotu takmer 85 mld. € v roku 2018, zatiaľ čo pasíva vrástli o 3,37 násobok na hodnotu vyše 145 miliárd eur. Z tohto vývoja si je možné všimnúť, že na Slovensku rastú aktíva a pasíva v absolútnom vyjadrení súmerným tempom, zatiaľ čo v Českej republike je rast aktív na v porovnaní s rastom pasív rýchlejší.

[31] presnejšie je to 3,92 krát

Za účelom detailnejšieho rozobratia bude v ďalšom výklade rozložené saldo čistej investičnej pozície zeme podľa jej funkčnej kategórie, a zároveň bude saldo rozdelené podľa jeho majetkovej a dlžníckej pozície, aby sme tým dokázali lepšie interpretovať vývoj, resp. odhaliť potenciálne riziko jednotlivých krajín. Interpretácia salda z pohľadu jeho dlžníckej pozície zároveň zaistí prepojenosť práce s ukazovateľom zahraničnej zadlženosti zeme, ktorá je samostatne rozoberaná v ďalšej časti práce.

2.2.1 Čistá investičná pozícia Českej republiky

Obr. 12: Vývoj čistej investičnej pozície ČR podľa funkčnej kategórie



	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
NIIP	-24,0	-23,1	-28,1	-36,4	-38,1	-43,9	-46,0	-45,2	-45,9	-41,4	-36,6	-32,9	-26,9	-25,0	-23,6
PZI	-39,1	-43,0	-44,5	-48,9	-48,4	-51,9	-53,7	-53,1	-55,9	-55,1	-54,7	-53,0	-55,1	-52,2	-50,9
PI	-0,3	0,9	1,3	1,6	-0,1	-5,0	-8,3	-8,6	-9,3	-11,1	-8,4	-11,4	-12,5	-14,6	-14,0
FD	0,3	0,3	0,5	0,4	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,7	0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1
OI	-5,6	-3,6	-4,1	-6,0	-6,9	-6,0	-3,7	-3,1	-1,5	-1,7	-2,4	-3,3	-5,3	-20,6	-19,0
RA	20,8	22,3	18,7	16,4	17,8	19,4	20,1	19,9	21,1	27,3	28,8	34,8	46,1	62,4	60,4

*vysvetlivky: NIIP – čistá investičná pozícia; PZI – priame zahraničné investície; PI – portfóliové investície; FD – finančné deriváty; OI – ostatné investície; RA – rezervné aktíva
Zdroj: ČNB, 2019c; vlastné spracovanie

V grafe vyššie je znázornený vývoj čistej investičnej pozície zeme v rozložení podľa funkčnej kategórie, ktorá podľa manuálu BPM6 (IMF, 2009) tvorí investičnú pozíciu.

Na čistú investičnú pozíciu Českej republiky majú najväčší vplyv rezervné aktíva, ktoré vyvíjajú tlak na zlepšenie salda (v roku 2018 prakticky ako jediná zložka mala kladné saldo – vo výške 60,4 % v pomere k HDP), a priame zahraničné investície, ktoré saldo naopak ťahajú k jeho záporným hodnotám (v roku 2018 záporné saldo -50,9 % v pomere k HDP). Vývoj portfóliových investícií a zároveň i ostatných investícií mal rovnako v ko-

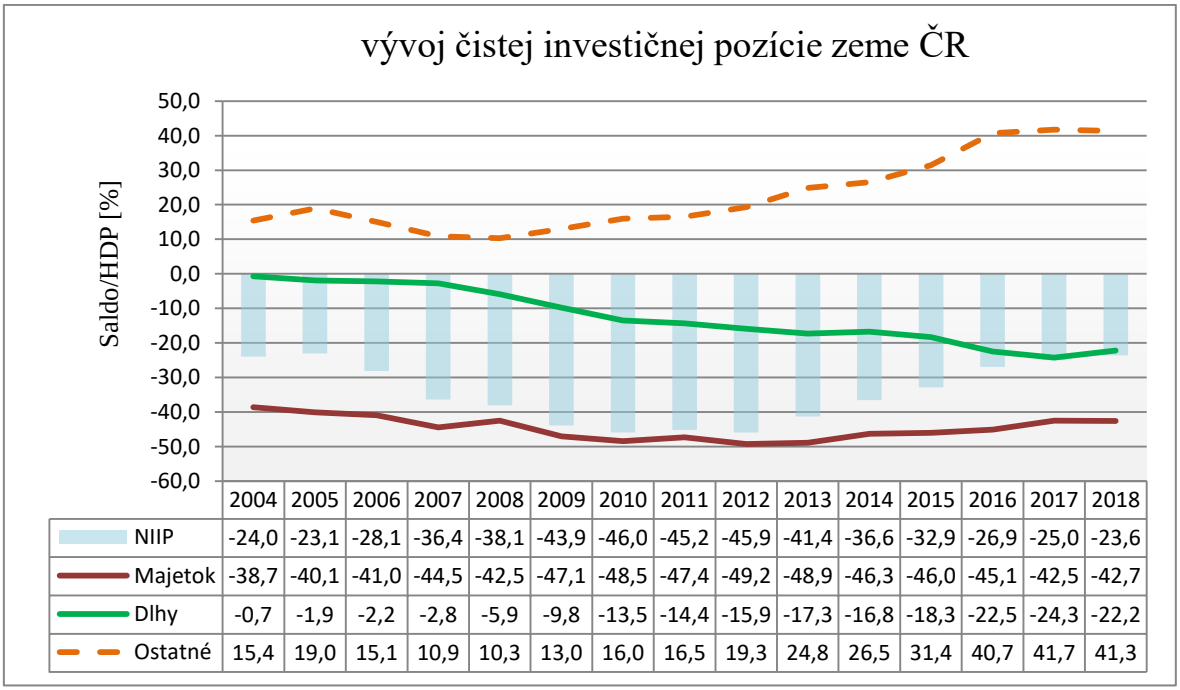
nečnom dôsledku na čistú investičnú pozíciu negatívny vplyv, avšak v nižšej miere ako samotné priame zahraničné investície. Vplyv finančných derivátov možno považovať za zanedbateľný, nakoľko ich kladné či pozitívne saldo nepresiahlo hodnotu 1 % k HDP.

Z grafu vývoja je možné vidieť 3 výrazné zmeny trendu, a to:

- výrazný nárast rezervných aktív v období 2013-2017
- prehĺbenie negatívneho salda ostatných investícií v roku 2017
- začiatok negatívneho trendu u portfóliových investícií od roku 2008

Ešte predtým, než práca vysvetlí vyššie spomínané zmeny, bude vhodné sa z komplexného pohľadu tiež pozrieť na vývoj majetkovej a dlžníckej pozície zeme – podľa tohto pohľadu môžeme rozdeľovať priame zahraničné a portfóliové investície.

Obr. 13: Vývoj čistej investičnej pozície ČR podľa majetkovej a dlžníckej pozície



	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
NIIP	-24,0	-23,1	-28,1	-36,4	-38,1	-43,9	-46,0	-45,2	-45,9	-41,4	-36,6	-32,9	-26,9	-25,0	-23,6
Majetok	-38,7	-40,1	-41,0	-44,5	-42,5	-47,1	-48,5	-47,4	-49,2	-48,9	-46,3	-46,0	-45,1	-42,5	-42,7
Dlhy	-0,7	-1,9	-2,2	-2,8	-5,9	-9,8	-13,5	-14,4	-15,9	-17,3	-16,8	-18,3	-22,5	-24,3	-22,2
Ostatné	15,4	19,0	15,1	10,9	10,3	13,0	16,0	16,5	19,3	24,8	26,5	31,4	40,7	41,7	41,3

Zdroj: ČNB, 2019c; vlastné spracovanie

Z pohľadu rozdelenia investičnej pozície Českej republiky podľa majetkovej a dlžníckej pozície môžeme vidieť, že negatívne saldo investičnej pozície zeme je tiahnuté predovšetkým majetkovou pozíciou zeme, ktorá za posledné roky dosahuje záporné saldo vo výške približne 40-50 % v pomere k HDP. Z pohľadu dlžníckej pozície je vidieť postupné prehlbovanie negatívneho salda, a teda rovnako tlak na zhoršovanie čistej investičnej pozície zeme. Dlžnícka pozícia síce nemá tak vysoké negatívne saldo ako majetková, ale v porovnaní od roku 2004 sa zhoršila podstatne viac ako majetková pozícia. Zatiaľ čo majetková pozícia sa zhoršila o 4 percentné body, dlžnícka pozícia sa zhoršila až o 21,5 p. b.

Ešte detailnejšie rozdelenie na majetkovú a dlžnícku pozíciu i z pohľadu funkčnej kategórie znázorňuje tabuľka nižšie:

Tab. 17: Rozdelenie čistej investičnej pozície ČR

rok	MAJETKOVÁ pozícia				DLŽNÍCKA pozícia			
	priame zahraničné i.		portfóliové i.		priame zahraničné i.		portfóliové i.	
	mld. Kč	% /HDP	mld. Kč	% /HDP	mld. Kč	% /HDP	mld. Kč	% /HDP
2004	-1 051,2	-34,3 %	-132,8	-4,3 %	-145,3	-4,7 %	124,0	4,0 %
2005	-1 236,0	-37,9 %	-73,5	-2,3 %	-166,8	-5,1 %	103,5	3,2 %
2006	-1 400,7	-39,9 %	-39,3	-1,1 %	-161,3	-4,6 %	83,4	2,4 %
2007	-1 702,2	-44,3 %	-5,7	-0,1 %	-175,2	-4,6 %	68,0	1,8 %
2008	-1 721,2	-42,8 %	9,9	0,2 %	-225,8	-5,6 %	-12,9	-0,3 %
2009	-1 827,4	-46,5 %	-23,2	-0,6 %	-211,9	-5,4 %	-173,8	-4,4 %
2010	-1 929,2	-48,7 %	7,9	0,2 %	-200,6	-5,1 %	-335,3	-8,5 %
2011	-1 913,6	-47,4 %	3,2	0,1 %	-227,0	-5,6 %	-352,1	-8,7 %
2012	-2 025,9	-49,9 %	26,4	0,7 %	-244,1	-6,0 %	-403,0	-9,9 %
2013	-2 076,7	-50,7 %	72,2	1,8 %	-180,5	-4,4 %	-528,0	-12,9 %
2014	-2 112,4	-49,0 %	115,5	2,7 %	-245,8	-5,7 %	-478,6	-11,1 %
2015	-2 277,7	-49,6 %	162,9	3,5 %	-156,0	-3,4 %	-685,5	-14,9 %
2016	-2 363,5	-49,6 %	212,4	4,5 %	-262,7	-5,5 %	-809,0	-17,0 %
2017	-2 391,7	-47,4 %	246,5	4,9 %	-240,5	-4,8 %	-984,7	-19,5 %
2018	-2 459,9	-46,4 %	197,0	3,7 %	-241,9	-4,6 %	-938,1	-17,7 %

Zdroj: ČNB, 2019c; vlastné spracovanie

Z dát vidíme, že negatívne saldo majetkovej pozície zeme je výlučne tvorené priamymi zahraničnými investíciami. Majetková pozícia portfóliových investícií je od roku 2010 dokonca kladná a zmierňuje tak negatívne saldo majetkovej pozície tvorené priamymi zahraničnými investíciami. Zatiaľ čo u PZI prevažuje negatívny trend jeho vývoja, kedy sa saldo prehlbuje, u portfóliových investícií je tendencia vývoja kladná. Opačný jav je u dlžníckej pozície, kedy naopak negatívne saldo ovplyvňujú primárne portfóliové investície. Zatiaľ čo saldo priamych zahraničných investícií v dlhovej pozícii zeme ostáva po celú dobu stabilné, u portfóliových investícií je vidieť jednoznačne negatívny trend, keď ešte do roku 2007 dosahovalo saldo kladných hodnôt, a od roku 2008 jeho záporná hodnota neustále narastá.

Poďme sa teda pozrieť na najzásadnejšie udalosti z ekonomického prostredia Českej republiky, ktoré mali významný vplyv na vývoj čistej investičnej pozície zeme.

- **intervencie ČNB na oslabenie koruny voči euru: obdobie rokov 2013-2017**

V novembri 2013 sa Banková rada ČNB rozhodla začať používať devízový kurz ako ďalší nástroj uvoľňovania menových podmienok a intervenovať na devízovom trhu na oslabenie koruny tak, aby udržiavala kurz koruny voči euru nad hranicou 27 CZK/EUR. K tomuto kroku pristúpila ČNB z dôvodu obáv pred možnou blížiacou sa defláciou, a intervenovaním tak chcela dosiahnuť rast cenovej hladiny vo výške stanoveného inflačného cieľa 2 %. Samotné oslabenie kurzu pomocou intervencií a nákupu eur nebolo cieľom, ale prostriedkom k dosiahnutiu tohto cieľa. Za vedľajšie ciele intervencií bola považovaná snaha posilniť ekonomický rast či podporiť export[32]. Pred spustením intervencií sa na menovom trhu pohyboval kurz koruny voči euru niekde na hladine medzi 25,50-26 CZK/EUR. Následne v prvom roku intervencií to bolo okolo 27,50 CZK/EUR, v ďalších rokoch sa už kurz držal veľmi blízko hranice spodnej stanovenej hranice 27 CZK/EUR.

Z hľadiska investičnej pozície je podstatný fakt, že ČNB na trhu počas 41 mesiacov svojich intervencií[33] predala takmer 2 050 miliárd Kč, za ktoré nakúpila eurá. ČNB mala v absolútnom vyjadrení na konci roku 2017 rezervné aktíva vo výške 3,15 bil. Kč – prakticky bol tento stav takmer 4 krát vyšší ako boli rezervné aktíva na konci roku 2012[34]. Z tohto uhlu pohľadu môžeme takmer jednoznačne povedať, že ČNB svojimi intervenciami zlepšila čistú investičnú pozíciu zeme, čo znázorňuje i samotný vývoj na Obr. 12. Objem intervencií v jednotlivých rokoch bol nasledovný:

Tab. 18: Objem devízových intervencií ČNB v jednotlivých rokoch

rok	výška intervencií
2013	202,5 mld. Kč
2014	0 Kč
2015	243 mld. Kč
2016	454,7 mld. Kč
2017	1 148,3 mld. Kč
SPOLU	2 048,5 mld. Kč

Zdroj: ČNB, 2019e; vlastné spracovanie

[32] podľa Asociace exportérů (2017) priniesli devízové intervencie exportérom priamo 687 miliárd Kč a nepriamo 590 miliárd Kč. Hrubý domáci produkt sa zvýšil o 147 miliárd Kč
[33] intervencie boli oficiálne ukončené 6.4.2017
[34] presnejšie sa hodnota 3,68 znásobila – na konci 2012 boli rezervné aktíva vo výške 855 mld. Kč

Rezervné aktíva Českej republiky v období rokov 2013 až 2017 celkovo narástli o 2 295,3 mld. Kč, z toho príspevok spôsobený devízovými intervenciami mal na náraste celkových rezervných aktív podiel vo výške 89 %.

- **nakupovanie domácich dlhopisov zahraničnými subjektmi - 2017**

Táto situácia vplývajúca na čistú investičnú pozíciu zeme má priamu súvislosť s devízovými intervenciami ČNB popísanými v predošlom bode – vzhľadom na veľmi nízku infláciu v dobe intervencií bola bežná i situácia, že štátne dlhopisy, ktoré vydáva a predáva Ministerstvo financií ČR, malo záporné úroky. Prakticky to teda znamenalo, že investori platili štátu za to, že si od nich mohli dané dlhopisy kúpiť. Z logického uhlu pohľadu takýto dlhopis nie je výnosný, každopádne i tak existovala skupina subjektov (resp. investorov), ktorí tieto dlhopisy nakupovali.

Spomínanú skupinu tvorili špekulanti, ktorí tieto dlhopisy kupovali za účelom zaparkovania svojich korunových hotovostí. Keďže koruna bola niekoľko rokov podhodnotená z dôvodu vyššie spomínaných intervencií, investori počítali s tým, že až koruna posilní a dlhopisy budú splatné, inkasujú ich nominálnu hodnotu, ktorá bude ale vďaka posilneniu koruny reálne omnoho vyššia. Podľa Ministerstva financií ČR (2014) bolo v novembri 2013, teda na začiatku intervencií, v držaní nerezidentov 12,5 % štátnych dlhopisov, zatiaľ čo v apríli 2017 to bolo približne 40 % (MF ČR, 2017). To znamená, že zahraniční investori vlastnili takmer polovicu českého dlhu.

Vysoký dopyt po týchto dlhopisoch umocňovalo tiež to, že Ministerstvo financií predávalo (resp. zahraniční investori kupovali) predovšetkým krátkodobé dlhopisy so splatnosťou do štyroch rokov. Istú chvíľu boli české dlhopisy dokonca najdrahšie na svete, keď v roku 2017 u dvanásťmesačných dlhopisov dosahovala úroková sadzba zápornú hodnotu -1,722 %. Štát predal tieto dlhopisy v hodnote 12 mld. Kč. Trend rastu nákupu týchto dlhových aktív zahraničnými subjektmi je možné vidieť i v samotnej dlžníckej pozícii Českej republiky, ktorej tendencia bola týmito nákupmi negatívne ovplyvnená.

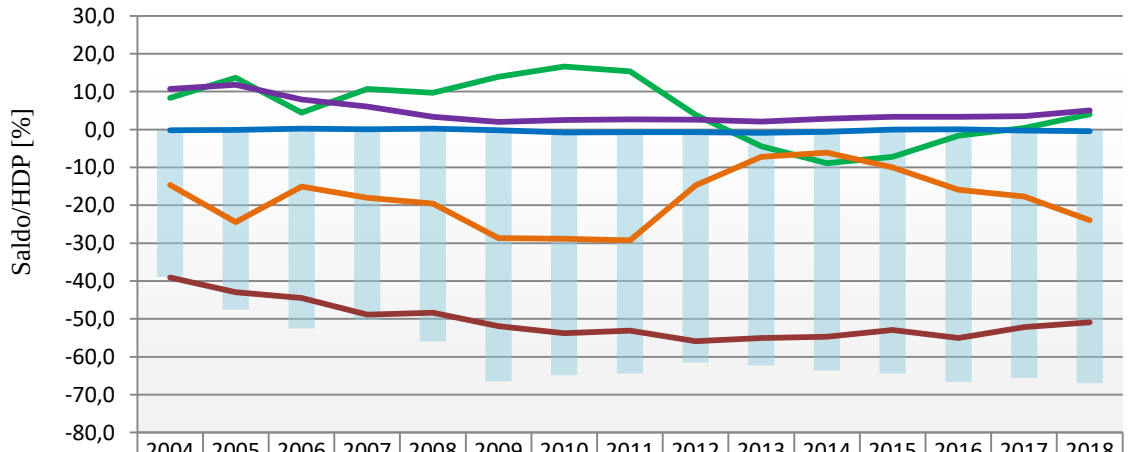
- **záporné saldo portfóliových investícií od roku 2008**

U portfóliových investícií je zrejme zbytočné hľadať zásadnú ekonomickú, systémovú či inú príčinu. Kladné saldo portfóliových investícií nebolo ani v dobe ekonomickej prosperity nijak výrazné, keď za dobu 4 rokov v období medzi rokmi 2004-2007 sa zlepšilo jeho

saldo len o 1,9 p. b. v pomere k HDP. Za hlavnú príčinu nasledujúceho poklesu najprv v roku 2008, a ešte výraznejšieho v roku 2009, keď oproti roku 2007 zaznamenalo saldo negatívny prepad o 6,6 p. b., možno považovať ekonomickú krízu. Tou bola začatá negatívna tendencia portfóliových investícií, ktorých saldo sa neustále prehlbovalo, a v roku 2018 už dosahovalo zápornej hodnoty -14 % v pomere k HDP.

2.2.2 Čistá investičná pozícia Slovenskej republiky

Obr. 14: Vývoj čistej investičnej pozície SR podľa funkčnej kategórie



	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
NIIP	-38,9	-47,5	-52,5	-50,3	-56,0	-66,5	-64,8	-64,4	-61,4	-62,3	-63,6	-64,4	-66,6	-65,6	-66,9
PZI	-39,1	-43,0	-44,5	-48,9	-48,4	-51,9	-53,7	-53,1	-55,9	-55,1	-54,7	-53,0	-55,1	-52,2	-50,9
PI	8,4	13,7	4,5	10,7	9,7	13,9	16,6	15,3	3,9	-4,4	-8,9	-7,2	-1,6	0,4	4,1
FD	-0,2	-0,1	0,2	0,1	0,3	-0,2	-0,8	-0,7	-0,7	-0,8	-0,6	0,0	0,1	-0,2	-0,5
OI	-14,7	-24,4	-15,1	-18,1	-19,5	-28,6	-28,8	-29,3	-14,7	-7,2	-6,1	-10,0	-15,9	-17,7	-23,9
RA	10,7	11,8	7,9	6,1	3,3	2,0	2,5	2,6	2,6	2,1	2,9	3,3	3,4	3,6	5,1

*vysvetlivky: NIIP – čistá investičná pozícia; PZI – priame zahraničné investície; PI – portfóliové investície; FD – finančné deriváty; OI – ostatné investície; RA – rezervné aktíva
Zdroj: NBS, 2019d; vlastné spracovanie

Vývoj čistej investičnej pozície Slovenska sa od toho v Českej republike v niektorých aspektoch značne odlišuje. Za spoločný znak je však možné považovať, že i v prípade Slovenska majú najväčší vplyv na negatívne saldo čistej investičnej pozície priame zahraničné investície, ktoré v roku 2018 dosahovali záporného salda vo výške -50,9 % v pomere k HDP. Pomerne rozmanitejším vývojom oproti Českej republike si prešli portfóliové investície a ostatné investície, ktorých saldo sa vyvíjalo čiastočne zrkadlovým obrazom – zlom nastal v prípade oboch týchto inštrumentov v roku 2012, kedy sa pomerne výrazne začalo znižovať pozitívne saldo portfóliových investícií, a naopak začalo sa zlepšovať negatívne saldo ostatných investícií. Opätovný zlom nastal v roku 2014, kedy sa dovtedajší

vývoj opäť zmenil a saldo portfóliových investícií sa začalo zlepšovať, a súčasne naproti tomu saldo ostatných investícií zhoršovať.

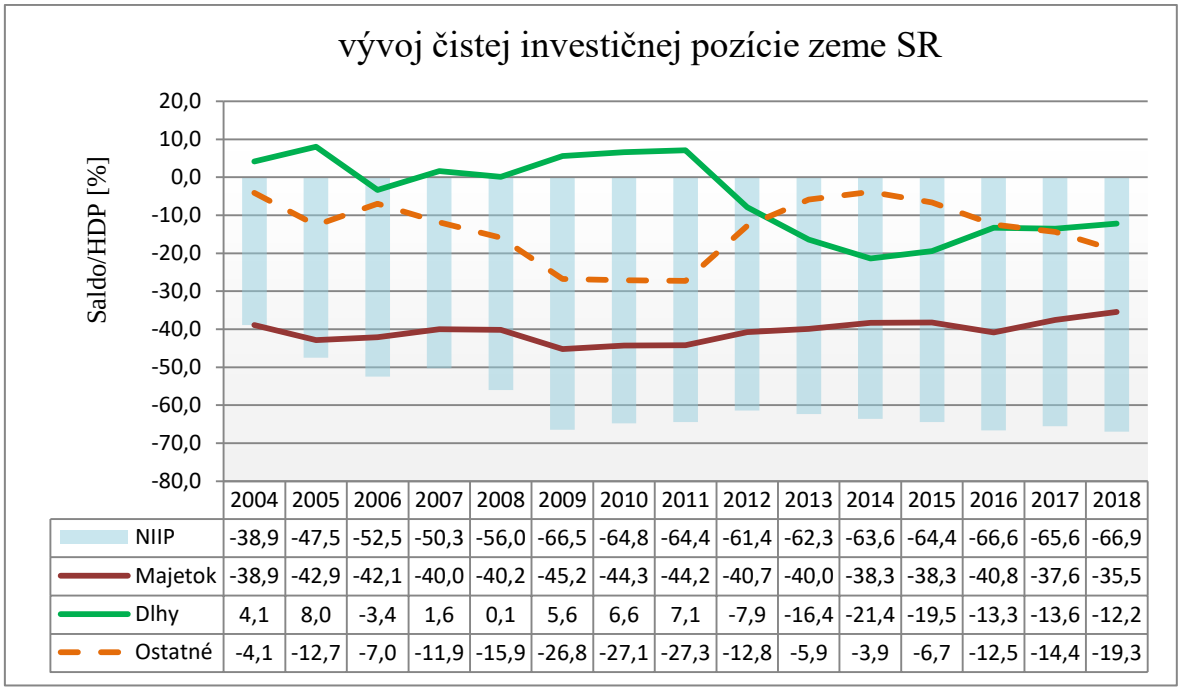
Od prijatia eura v roku 2009 nehrali rezervné aktíva významnú rolu, nakoľko NBS prijala novú stratégiu zameranú na rezervné aktíva, a tak ich kladné saldo dosahovalo hodnôt rádovo medzi 2-5 % v pomere k DPH. Saldo finančných derivátov hralo vo formovaní salda investičnej pozície Slovenska rovnako zanedbateľnú úlohu ako v prípade ČR, keď jeho saldo počas celej sledovanej časovej rady oscilovalo okolo nulovej hodnoty.

Vzhľadom na graficky znázornený vývoj čistej investičnej pozície sa práca pokúsi nájsť konkrétne príčiny a dôvody, prečo:

- v roku 2012 došlo k „zlomu“, a začalo sa zlepšovať saldo ostatných investícií, resp. zhoršovať saldo portfóliových investícií
- v nadväznosti na vyššie spomínaný vývoj došlo k obdobnej situácii v roku 2014, od ktorého sa naopak začalo zlepšovať saldo portfóliových investícií a zhoršovať saldo ostatných investícií

Obdobne ako v prípade Českej republiky, i v prípade Slovenska bude nemenej dôležité rozdeliť čistú investičnú pozíciu podľa jej štruktúry na majetkovú a dlžnícku pozíciu:

Obr. 15: Vývoj čistej investičnej pozície SR podľa majetkovej a dlžníckej pozície



	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
NIIP	-38,9	-47,5	-52,5	-50,3	-56,0	-66,5	-64,8	-64,4	-61,4	-62,3	-63,6	-64,4	-66,6	-65,6	-66,9
Majetok	-38,9	-42,9	-42,1	-40,0	-40,2	-45,2	-44,3	-44,2	-40,7	-40,0	-38,3	-38,3	-40,8	-37,6	-35,5
Dlhy	4,1	8,0	-3,4	1,6	0,1	5,6	6,6	7,1	-7,9	-16,4	-21,4	-19,5	-13,3	-13,6	-12,2
Ostatné	-4,1	-12,7	-7,0	-11,9	-15,9	-26,8	-27,1	-27,3	-12,8	-5,9	-3,9	-6,7	-12,5	-14,4	-19,3

Zdroj: NBS, 2019d; vlastné spracovanie

Na negatívne saldo čistej investičnej pozície Slovenska má najväčší vplyv majetková pozícia, ktorej vývoj bol počas celého obdobia relatívne nemenný. Oproti roku 2004, kedy jej negatívne saldo dosahovalo hodnoty -38,9 % v pomere k HDP, sa saldo do roku 2018 zmenilo (zlepšilo) len o 3,4 p. b. Naproti tomu až do roku 2011, s výnimkou roku 2006, figurovalo Slovensko z hľadiska dlžníckej pozície ako čistý veriteľ[35]. To sa však po roku 2011 zmenilo, kedy saldo začalo nadobúdať záporných hodnôt, a nezmenilo sa to ani do roku 2018, kedy záporné saldo v pomere k HDP malo hodnotu -12,2 %.

Tab. 19: Rozdelenie čistej investičnej pozície SR

rok	MAJETKOVÁ pozícia				VERITEĽSKÁ pozícia			
	priame zahraničné i.		portfóliové i.		priame zahraničné i.		portfóliové i.	
	mld. €	% /HDP	mld. €	% /HDP	mld. €	% /HDP	mld. €	% /HDP
2004	-18,0	-39,1 %	0,1	0,2 %	-1,9	-4,1 %	3,8	8,2 %
2005	-21,5	-42,6 %	-0,1	-0,3 %	-3,0	-5,9 %	7,0	13,9 %
2006	-23,9	-42,5 %	0,2	0,3 %	-4,2	-7,5 %	2,3	4,1 %
2007	-25,7	-40,8 %	0,5	0,8 %	-5,3	-8,4 %	6,3	10,0 %
2008	-27,5	-40,1 %	0,0	0,0 %	-6,6	-9,7 %	6,7	9,8 %
2009	-28,5	-44,5 %	-0,5	-0,8 %	-5,8	-9,1 %	9,4	14,7 %
2010	-29,4	-45,5 %	0,8	1,2 %	-5,7	-8,8 %	9,9	15,4 %
2011	-31,8	-45,0 %	0,6	0,8 %	-5,3	-7,5 %	10,3	14,5 %
2012	-31,1	-42,8 %	1,5	2,1 %	-7,0	-9,7 %	1,3	1,8 %
2013	-31,9	-43,0 %	2,3	3,1 %	-6,7	-9,0 %	-5,5	-7,5 %
2014	-32,2	-42,3 %	3,0	3,9 %	-6,5	-8,5 %	-9,8	-12,9 %
2015	-34,2	-43,2 %	3,9	4,9 %	-5,8	-7,4 %	-9,6	-12,1 %
2016	-38,3	-47,2 %	5,2	6,4 %	-4,3	-5,3 %	-6,5	-8,0 %
2017	-38,7	-45,6 %	6,8	8,0 %	-5,1	-6,0 %	-6,5	-7,6 %
2018	-39,4	-43,7 %	7,4	8,3 %	-7,2	-8,0 %	-3,8	-4,2 %

Zdroj: NBS, 2019d; vlastné spracovanie

Pri detailnejšom rozdelení majetkovej pozície na priame zahraničné investície a portfóliové investície je celkom zjavné, že negatívne saldo majetkovej pozície je takmer výlučne tvorené priamymi zahraničnými investíciami. Ich negatívne saldo zmierňujú portfóliové investície, ktoré až na výnimku 2 rokov[36] nadobúdali po celý čas kladných hodnôt. Odlišná situácia je v prípade dlžníckej pozície – pozitívne saldo portfóliových investícií pôsobilo na veriteľskú pozíciu len do roku 2012; nasledujúce roky prešlo saldo výrazným prepadom

[35] odhliadnuc od finančných derivátov, ostatných investícií a rezervných aktív
[36] jedná sa o roky 2005 a 2009

a v období rokov 2013-2017 tak portfóliové investície tvorili tú väčšiu časť negatívnej dlžníckej pozície zeme. Saldo priamych zahraničných investícií bolo po celú dobu záporné a nemenné, keď ich relatívna výška v pomere k HDP sa pohybovala od -9,7 až do -4,1 %. Portfóliové investície mali dynamickejší vývoj, nakoľko hodnoty salda sa pohybovali od -12,9 % do 15,4 v pomere k HDP.

V ďalšej časti sa už práca zameria na jednotlivé determinanty vývoja čistej investičnej pozície na Slovensku, primárne teda na zmeny vývoja portfóliových a ostatných investícií:

- **výrazné zhoršenie salda portfóliových investícií od roku 2012 a zároveň výrazné zlepšenie salda ostatných investícií od rovnakého obdobia**

Od roku 2012 bolo saldo portfóliových investícií výrazne zhoršené. V týchto rokoch Ministerstvo financií SR vydalo veľký objem štátnych dlhopisov, z ktorých predajom získané prostriedky mali slúžiť na financovanie potrieb štátu. Ako však poznamenávajú výročné správy od ARDAL[37] (2013 a 2014), na uspokojenie tak veľkej finančnej potreby nebol domáci trh dostačujúci, a tak štát musel ponúkať svoje dlhopisy i do zahraničia prvýkrát v takom veľkom objeme – v tomto boli prelomové práve roky 2012 a 2013, kedy v jednotlivých rokoch odišlo do zahraničia najprv 4,23 mld. eur v roku 2012, teda približne 50 % predaných štátnych dlhopisov z tohto roku, a následne ďalších 3,2 mld. eur, čo predstavovalo viac ako 67 % z celkových finančných zdrojov získaných predajom štátnych dlhopisov v danom roku. V ďalších rokoch sa už situácia ustálila a štát nevydával tak veľký objem štátnych dlhopisov, ktorých nákupy by neodkázal pokryť domáci trh.

Od roku 2012 sa tiež výrazne zlepšilo saldo ostatných investícií – môže za to primárne činnosť NBS, ktorej pasíva vo forme hotovosti a vkladov prešli výrazným znížením, a tým sa znížilo aj celkové saldo – zatiaľ čo ešte v roku 2011 bolo saldo hotovosti a vkladov záporné vo výške -15,19 mld. eur, v roku 2012 to bolo už len -1,18 mld. eur, a v období rokov 2013-2015 dosahovalo saldo kladné hodnoty rádovo do výšky 2 mld. eur. Túto výraznú zmenu v pasívach spôsobili záväzky voči Eurosystému. Tie sú špecifickou položkou, ktorá závisí najmä od čistej pozície NBS voči iným centrálnym bankám a Európskej centrálnej banky z operácií realizovaných prostredníctvom systému TARGET2[38]. Práve transakcie v tomto systéme spôsobili výrazné zlepšenie salda ostatných investícií.

[37] ARDAL je skratkou pre Agentúru pre riadenie dlhu a likvidity
[38] *Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System*

- **začiatok pozitívnej tendencie salda portfóliových investícií od roku 2015 a zároveň negatívny trend salda ostatných investícií od rovnakého obdobia**

Od roku 2015 nastalo opätovné zlepšenie trendu portfóliových investícií, čo je možné vidieť i na dlhovej štruktúre čistej investičnej pozície zeme, ktorá sa medzi rokmi 2015 až 2018 zlepšila v pomere k HDP o 7,3 p. b. Na jednu stranu štát prestal predávať vydané dlhopisy do zahraničia v tak vysokej miere ako predtým, a na druhú stranu začal svoje zahraničné záväzky splácať. K tomto sa pripojil pozitívny trend portfóliových investícií, kde bolo vidieť výraznejšie ekonomické oživenie v podobe zvýšeného záujmu tuzemcov o zahraničné cenné papiere vo forme portfóliových investícií. Ich saldo prešlo za obdobie 4 rokov medzi obdobím 2015-2018 výrazným zlepšením v absolútnej výške 9,4 mld. eur, čo sa odzrkadlilo i v samotnom kladnom salde portfóliových investícií od roku 2017.

Naproti tomu negatívnu tendenciu v oblasti ostatných investícií možno opäť pripisovať činnosti v Národnej banke Slovenska, ktorej saldo sa v dôsledku rastu pasív od roku 2015 opätovne prehĺbilo, a to až na zápornú hodnotu -13,6 mld. eur. Za obdobie rokov 2015-2018 prešlo saldo zhoršením o 13,9 p. b. v pomere k HDP.

2.2.3 Zhrnutie vývoja čistej investičnej pozície zemí

Vývoj čistej investičnej pozície oboch zemí si prešiel rozličnými etapami. Vďaka rozloženiu čistej investičnej pozície podľa jej funkčnej kategórie a podľa jej pozície na majetkovú a dlžnícku sme boli schopní identifikovať hlavné príčiny daného vývoja u jednotlivých zemí. V prípade Českej republiky bol vývoj najviac ovplyvnený ekonomickou krízou od roku 2008, kedy sa začala prehlbovať negatívna dlžnícka pozícia zeme primárne z dôvodu narastajúceho negatívneho salda portfóliových investícií. Vzhľadom na nepriaznivý ekonomický vývoj a hroziacu deflácíu sa rozhodla Rada ČNB spustiť intervencie v neprospech koruny, čím vďaka devízovým rezervám výrazne narástlo kladné saldo rezervných aktív, ktoré v konečnom dôsledku znamenali začiatok pozitívneho trendu zlepšovania čistej investičnej pozície zeme, avšak za cenu prehlbovania dlžníckej pozície. V poslednom sledovanom roku malo saldo negatívnu hodnotu -23,6 % v pomere k HDP

V prípade Slovenska sa menilo saldo primárne u dlžníckej pozície portfóliových investícií, ktorých negatívne saldo bolo počiatkom roku 2012 a pokračujúc rokom 2013 prehĺbené z dôvodu predaja vysokého objemu štátnych dlhopisov zahraničným subjektom, nakoľko domáci trh nedokázal kúpou uspokojiť tak veľký objem dlhopisov, ktoré vláda

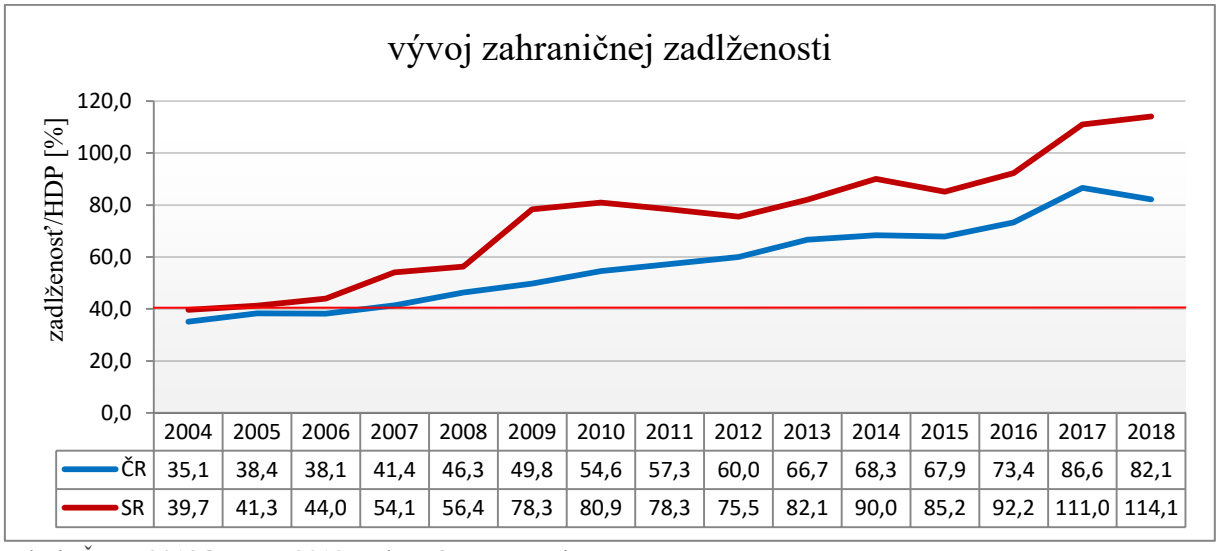
potrebovala predať za účelom financovania svojich aktivít. Následne sa však saldo vplyvom zvýšenej investičnej aktivity domácich subjektov v zahraničí a vplyvom zníženia záväzkov voči zahraničiu začalo od roku 2015 zlepšovať, avšak na saldo čistej investičnej pozície to nemalo veľký vplyv, nakoľko v tú istú dobu boli tiež zvýšené pasíva vo forme hotovosti a vkladov u NBS, čím sa pozitívny trend dlžníckej pozície portfóliových investícií navzájom vyrušil s negatívnym trendom ostatných investícií. Saldo celkovej čistej investičnej pozície avšak bolo približne od roku 2009 nemenné a oscilovalo okolo zápornej hodnoty -65 % v pomere k HDP.

2.3 VÝVOJ ZAHRANIČNEJ ZADLŽENOSTI

Ako doplňujúcou časťou k analýze vývoja čistej investičnej pozície zeme bude v stručnosti tiež vykonaná analýza zahraničnej zadlženosti zeme, primárne jej dlžníckej pozície. Sledované budú vybrané ukazovatele spomínané v teoretickej časti práce, a budú zasadené do kontextu vývoja čistej investičnej pozície oboch sledovaných zemí.

Ako prvé sa pozrieme na najpoužívanejší limit ukazovateľa rizikovosti zahraničnej zadlženosti, ktorým je pomer zahraničného dlhu k HDP:

Obr. 16: Vývoj zahraničnej zadlženosti v pomere k HDP



	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ČR	35,1	38,4	38,1	41,4	46,3	49,8	54,6	57,3	60,0	66,7	68,3	67,9	73,4	86,6	82,1
SR	39,7	41,3	44,0	54,1	56,4	78,3	80,9	78,3	75,5	82,1	90,0	85,2	92,2	111,0	114,1

Zdroj: ČNB, 2019d; NBS, 2019e; vlastné spracovanie

Čo sa týka podielu zahraničného dlhu na HDP, z obrázku vidíme, že pomyselná riziková hranica 40 % je prekročená už v prvých rokoch časovej rady. Slovensko túto hranicu prekročilo v roku 2005, Česká republika o 2 roky neskôr. Spolu so zavedením nového manuálu na zostavovanie platobnej bilancie prešlo zmenami i vykazovanie zahraničnej zadlže-

nosti, nakoľko úverové vzťahy medzi materskou a dcérskou firmou už nie sú vykazované na *netto* báze, ale na *brutto* báze, čím zahraničná zadlženosť narastá.

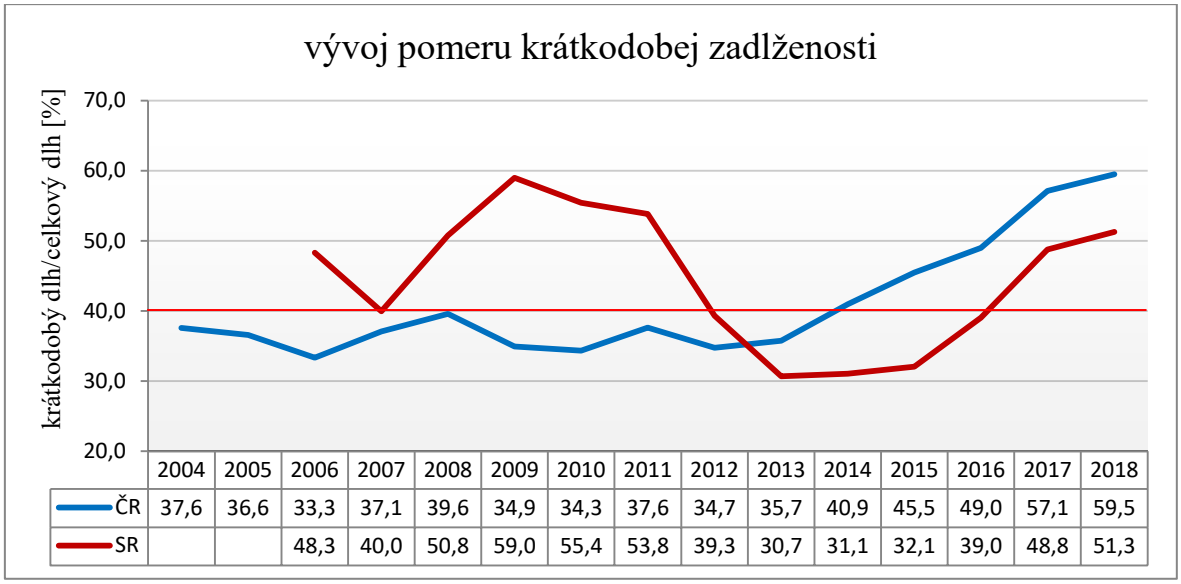
Zahraničná zadlženosť Českej republiky rástla počas celého obdobia relatívne konštantne – prudší nárast je možné vidieť v roku 2017 a následný pokles hneď v ďalšom roku. Má to súvis so spomínanými intervenciami ČNB, kedy boli české dlhopisy odkupované zahraničnými subjektmi špekulujúcimi na posilnenie koruny, ktoré by im i napriek zápornému úroku vo výsledku priniesli reálny zisk. Celkovo sa zahraničná zadlženosť za obdobie 15 rokov zhoršila o 47 p. b. v prípade Českej republiky (na hodnotu 4,36 bil. Kč) a o 74,4 p. b. v prípade Slovenska (na hodnotu 102,9 mld. eur).

I napriek tomu, že u oboch krajín je zahraničná zadlženosť v roku 2018 vysoko nad rizikovou hranicou 40 %, pri porovnaní s inými vyspelými svetovými ekonomikami (prípadne s ekonomikami eurozóny) to hneď nemusí predstavovať neprimerane veľký dôvod k obavám. Navyše existuje reálna situácia, že i napriek vysokej zahraničnej zadlženosti môže krajina vo výsledku figurovať ako čistý veriteľ, ak má pohľadávky za cudzozemcami vyššie ako záväzky – práve k tomu slúži ukazovateľ čistej investičnej pozície zeme voči zahraničiu, nakoľko má v tomto ohľade komplexnejšiu vypovedaciu schopnosť. V každom prípade, ako sme mohli vidieť v predošlej kapitole, Česká ani Slovenská republika nefigurujú ako čistý veriteľ. Ich dlžnícka pozícia[39] vykazuje v pomere k HDP negatívne hodnoty, keď v roku 2018 sa v prípade Českej republiky jedná o negatívne saldo vo výške -22,2 %, v prípade Slovenska -12,2 %.

Mimo samotnú výšku zahraničnej zadlženosti je veľmi dôležité sledovať štruktúru dlhu v rozložení na krátkodobý a dlhodobý. Za omnoho výraznejšie riziko vonkajšej nerovnováhy je považovaná situácia, kedy je dlh koncentrovaný do krátkodobého dlhu (so splatnosťou do jedného roku). Ten je totiž omnoho viac nestálejší. Pre udržanie vonkajšej rovnováhy sa všeobecne požaduje, aby podiel dlhodobého zahraničného dlhu na celkovom činil minimálne 60 %, resp. aby krátkodobý dlh nepresiahol 40 % celkového dlhu.

[39] tvorená z dlhových inštrumentov priamych zahraničných a portfóliových investícií

Obr. 17: Vývoj pomeru krátkodobého dlhu k celkovému dlhu



	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ČR	37,6	36,6	33,3	37,1	39,6	34,9	34,3	37,6	34,7	35,7	40,9	45,5	49,0	57,1	59,5
SR			48,3	40,0	50,8	59,0	55,4	53,8	39,3	30,7	31,1	32,1	39,0	48,8	51,3

Zdroj: ČNB, 2019d; NBS, 2019e; vlastné spracovanie

V prípade Českej republiky pomer krátkodobého dlhu k celkovému dlhu výrazne narastá od roku 2014, a to primárne z dôvodu navyšovania obeživa a vkladov. Za posledných 5 rokov sledovaného obdobia pomer krátkodobého dlhu narástol o 18,6 p. b., a blíži sa tak hranici 60 % v pomere k celkovému dlhu.

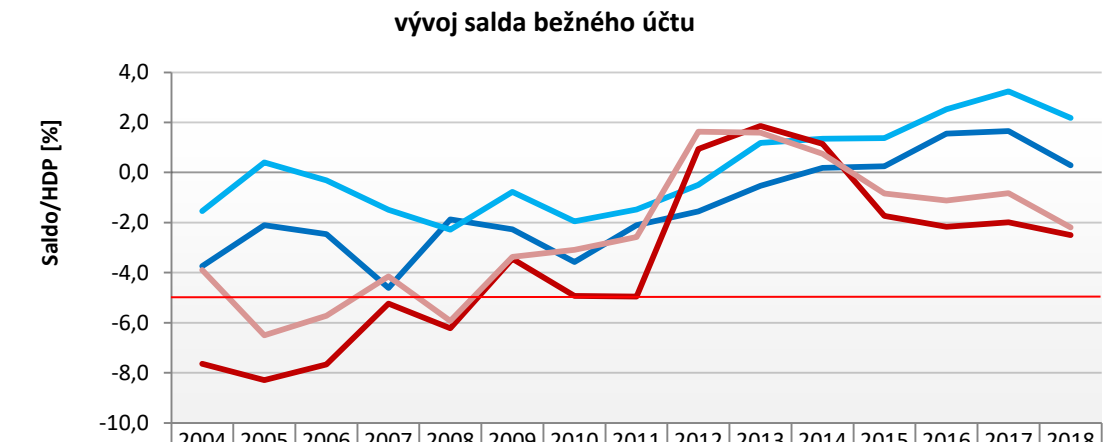
Na Slovensku nastal výrazný pokles krátkodobého dlhu v rokoch 2013-2015. Ako bolo popísané v predošlej časti práce, tento výrazný pokles spôsobili zmeny v pasívach NBS z titulu záväzkov voči Eurosystému a s nimi spojenými finančnými transakciami realizovanými prostredníctvom systému TARGET2. Ku koncu sledovaného obdobia však krátkodobý dlh opäť narástol, a to až na hodnotu 51,3 % v pomere k celkovému dlhu.

Z hľadiska zahraničnej zadlženosti je ďalším dôležitým ukazovateľom pomer salda bežného účtu k HDP, u ktorého sa za rizikové hodnoty považujú hodnoty nižšie od limitnej hranice 5 %. Vývoj salda bežného účtu v pomere k HDP bol znázornený v prvej časti práce. Podľa tohto ukazovateľa figurovala Česká republika ako krajina s nízkym rizikom vzniku vonkajšej nerovnováhy, keďže negatívna hodnota salda počas sledovaného obdobia nebola ani v jednom roku nižšia od limitnej hranice, zatiaľ čo Slovensko mohlo byť považované za rizikové predovšetkým v období rokov 2004-2008.

Na tento ukazovateľ sa však pozrieme i z iného uhlu pohľadu. Teoretická časť pojednáva o problematike reinvestícií, ktoré svojou veľkosťou skresľujú saldo prvotných dôchodov, a teda i celkové saldo bežného účtu, nakoľko sa jedná o prostriedky, ktoré reálne ne-

odišli z ekonomiky, ale boli v domácej ekonomike ďalej preinvestované. Graf nižšie porovnáva saldo bežného účtu a saldo bežného účtu v prípade očistenia tohto ukazovateľa o reinvestovaný zisk:

Obr. 18: Vývoj salda bežného účtu očisteného od reinvestovaného zisku



	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ČR	-3,7	-2,1	-2,5	-4,6	-1,9	-2,3	-3,6	-2,1	-1,6	-0,5	0,2	0,2	1,6	1,7	0,3
ČR bez RZ	-1,5	0,4	-0,3	-1,5	-2,3	-0,8	-1,9	-1,5	-0,5	1,2	1,4	1,4	2,5	3,2	2,2
SR	-7,6	-8,3	-7,7	-5,2	-6,2	-3,4	-4,9	-5,0	0,9	1,9	1,1	-1,7	-2,2	-2,0	-2,5
SR bez RZ	-3,9	-6,5	-5,7	-4,2	-5,9	-3,4	-3,1	-2,6	1,6	1,6	0,8	-0,8	-1,1	-0,8	-2,2

Zdroj: ČNB, 2019b; NBS, 2019c; vlastné spracovanie

Z grafu je možné vidieť, že na Českú i Slovenskú republiku má reinvestovaný zisk značný skresľujúci vplyv, keď zvlášť v rámci prvých rokov sledovaného obdobia, kedy investičný životný cyklus priamych zahraničných investícií bol vo svojej druhej fáze, „umelo“ zhoršoval saldo i o niekoľko percentných bodov[40]. V ďalších rokoch už dochádzalo k skresľujúcemu efektu v nižšej miere, keď sa životný cyklus zahraničných investícií dostával do svojho tretieho štádia, u ktorého dochádza primárne k výplate dividend zahraničným investorom. Paradoxná situácia sa stala na Slovensku v rokoch 2013 a 2014, kedy reinvestovaný zisk dosahoval záporných hodnôt. Je to spôsobené tým, že priamemu investorovi boli vyplatené dividendy vyššie než príjem zaznamenaný v danom období, a to prostredníctvom nerozdelených ziskov z minulého obdobia (OECD, 2019b).

Zatiaľ čo teda z pohľadu 5% hranice negatívneho salda bežného účtu voči HDP by Slovensko predstavovalo vyššie riziko v období rokov 2004-2008, po zohľadnení reinvestovaných ziskov sme z tohto obdobia mohli vynechať roky 2004 a 2007. Pri posudzovaní rizika krajiny je preto potrebné brať ohľad i na skresľujúci efekt reinvestovaných ziskov.

[40] napríklad o 3,7 p. b. v prípade Slovenska v roku 2004, alebo o 3,1 p. b. v prípade Českej rep. v roku 2007

2.4 VYHODNOTENIE SKÚMANÝCH HYPOTÉZ

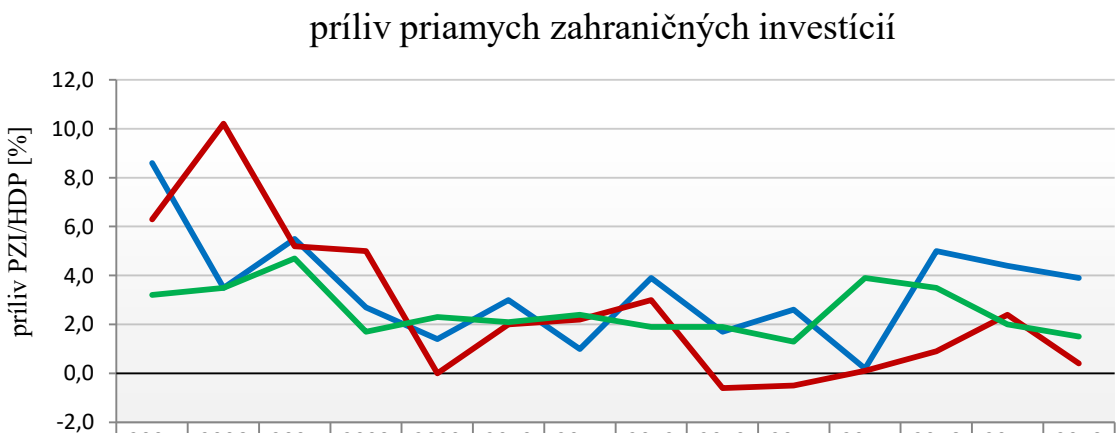
2.4.1 Testovanie prvej hypotézy

Prejdime k vyvráteniu či potvrdeniu prvej hypotézy, ktorá znie:

- **H1:** *vstup do eurozóny, ktorý potvrdil, že Slovensko je členom „tvrdého jadra" integračného zoskupenia, posilnil príliv priamych zahraničných investícií a reinvestícií ziskov z PZI na Slovensku oproti Českej republike*

Pre komplexnosť nebude porovnávaný len príliv priamych zahraničných investícií do Slovenskej a Českej republiky, ale i do celej Európskej únie. Graf vývoja PZI je nižšie:

Obr. 19: Vývoj prílivu priamych zahraničných investícií



	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ČR	8,6	3,5	5,5	2,7	1,4	3,0	1,0	3,9	1,7	2,6	0,2	5,0	4,4	3,9
SR	6,3	10,2	5,2	5,0	0,0	2,0	2,2	3,0	-0,6	-0,5	0,1	0,9	2,4	0,4
EÚ	3,2	3,5	4,7	1,7	2,3	2,1	2,4	1,9	1,9	1,3	3,9	3,5	2,0	1,5

Zdroj: OECD, 2019a; vlastné spracovanie

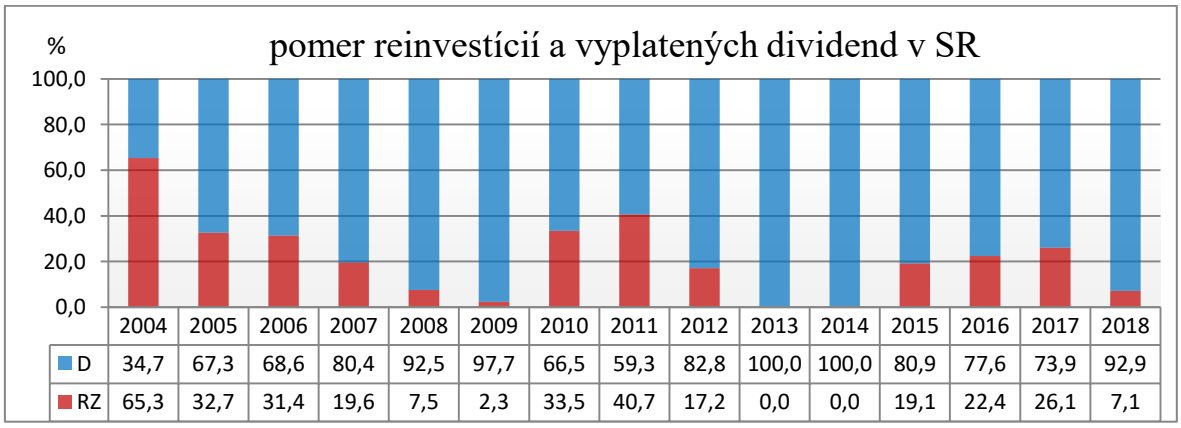
Z grafu vývoja je možné vidieť, že príliv priamych zahraničných investícií na Slovensko bol masívny predovšetkým v predkrízovom období, kedy napríklad v roku 2006 príliv dosahoval hodnoty 10,6 % v pomere k HDP. V porovnaní prílivu PZI do krajín eurozóny sa Slovensko v danom roku umiestnilo na tretej pozícii[41]. Podobne tomu bolo i počas ostatných rokov, kedy sa Slovensko v porovnaní s krajinami eurozóny umiestňovalo na popredných pozíciách, čo sa prílivu priamych zahraničných investícií v pomere k HDP týka[42].

[41] vyšší príliv PZI v pomere k HDP zaznamenalo len Luxembursko (75 %) a Belgicko (14,4 %)
[42] v roku 2005 bolo piate v poradí, v roku 2007 siedme v poradí, a v roku 2008 tretie v poradí (OECD, 2018)

Naproti tomu od roku 2009, kedy prijalo Slovensko euro, sa v pomyselnom rebríčku krajín Slovensko prepadlo až na predposledné miesto so zápornou hodnotou prílivu -0,01 %/HDP. V tom istom roku zaznamenala Česká republika príliv priamych zahraničných investícií vo výške 1,42 %/HDP, priemer z celej Európskej únie bol dokonca ešte vyšší, a to 2,3 % v pomere k HDP. V rokoch 2013-2015 Slovensko spomedzi krajín eurozóny bolo vždy na posledných 2 miestach, čo sa prílivu zahraničných investícií týka. Naproti tomu v Českej republike od roku 2009 bol príliv PZI vždy kladný, a až na výnimku v roku 2015[43] nebol príliv PZI nikdy nižší ako 1 %/HDP.

K posúdeniu rozdielu medzi Českou a Slovenskou republikou sa môžeme pozrieť tiež na pomer medzi vyplatenými dividendami a reinvestovaným ziskom. Pokiaľ investor naďalej vidí v danej zemi investičné príležitosti na zvýšenie svojho zisku, namiesto vyplácania dividend daný zisk reinvestuje.

Obr. 20: Pomer reinvestícií a vyplatených dividend na Slovensku



	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
D	34,7	67,3	68,6	80,4	92,5	97,7	66,5	59,3	82,8	100,0	100,0	80,9	77,6	73,9	92,9
RZ	65,3	32,7	31,4	19,6	7,5	2,3	33,5	40,7	17,2	0,0	0,0	19,1	22,4	26,1	7,1

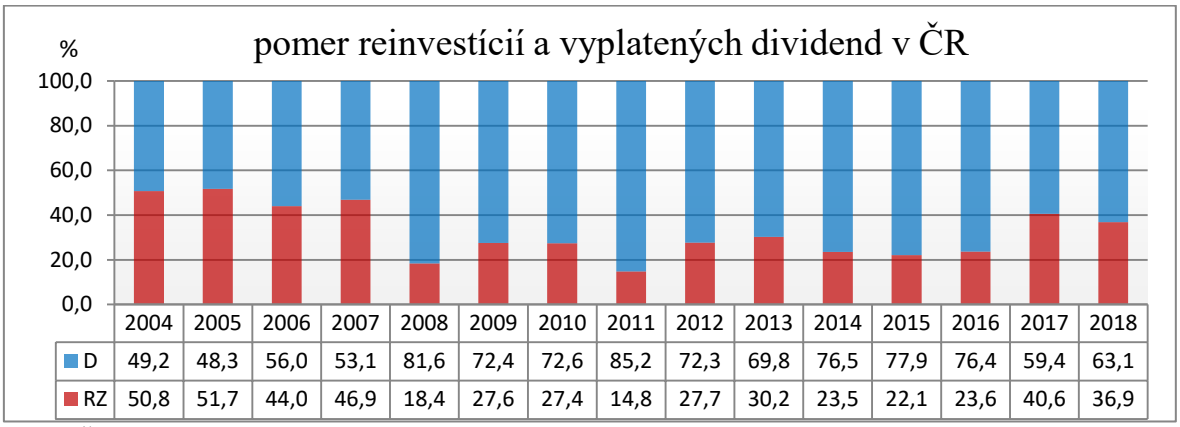
Zdroj: NBS, 2019c; vlastné spracovanie

Pri porovnaní jednotlivého vývoja vidíme, že v prípade Českej republiky je miera reinvestovaného zisku vyššia až do roku 2009, kedy zvlášť v rokoch 2004-2007 sa miera reinvestovaného zisku pohybuje okolo hranice 50 %. Na Slovensku miera reinvestovaného zisku konštantne klesala až do roku 2009. Výnimkou boli roky 2010 a 2011, kedy v druhom menovanom roku reinvestovaný zisk tvoril vyše 40 % celkového zisku (odhliadnuc od úrokov). Každopádne reinvestované zisky môžu mať formu len dočasne ponechaných nerozdelených finančných prostriedkov bez toho, aby predstavovali reálne investície. Výrazný prepad reinvestovaného zisku nastal v rokoch 2013 a 2014, kedy bola jeho miera dokonca záporná. OECD (2019) to vysvetľuje tým, že priamemu investorovi boli vyplatené dividendy vyššie než príjem zaznamenaný v danom období, a to vďaka nerozdeleným ziskom

[43] kedy príliv PZI bol vo výške 0,2 % v pomere k HDP

z minulého obdobia. V ďalších rokoch bol už reinvestovaný zisk kladný, avšak v porovnaní s Českou republikou bola miera na Slovensku stále nižšia.

Obr. 21: Pomer reinvestícií a vyplatených dividend v Českej republike



	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
D	49,2	48,3	56,0	53,1	81,6	72,4	72,6	85,2	72,3	69,8	76,5	77,9	76,4	59,4	63,1
RZ	50,8	51,7	44,0	46,9	18,4	27,6	27,4	14,8	27,7	30,2	23,5	22,1	23,6	40,6	36,9

Zdroj: ČNB, 2019c; vlastné spracovanie

Problematika priamych zahraničných investícií je však priveľmi rozsiahla na to, aby sme len na základe doterajších poznatkov dokázali jednoznačne určiť, akú rolu v tom hrá prijatie jednotnej európskej meny. K tomu by bolo potrebné vymyslieť vhodný ekonometrický model, ktorý by bral do úvahy i ďalšie premenné než len tie sledované v tejto práci.

Každopádne na základe pozorovaní v empirickej časti práce, na základe porovnania prílivu priamych zahraničných investícií s Európskou úniou ako celkom či jednotlivými krajinami eurozóny, na základe porovnania reinvestovaných ziskov v Českej a Slovenskej republike, ktoré mimo iné vyjadrujú investičný optimizmus, je možné konštatovať vyvrátenie stanovenej hypotézy. Investičná aktivita si v rámci zahraničných investícií neprešla výrazným zlepšením, dokonca – ako z pozorovaní vyplýva – od prijatia eura sa zahraničná investičná aktivita na Slovensku utlmila či už z pohľadu prílivu nových zahraničných investícií, alebo z pohľadu nízkej miery reinvestícií. Pokles prílivu priamych zahraničných investícií je vidieť i na vývoji čistej investičnej pozície pri pohľade na jej na majetkovú pozíciu priamych zahraničných investícií, keď jej saldo je od obdobia rokov 2009-2010 relatívne nemenné v porovnaní s predošlým negatívnym vývojom.

- **H1** – na základe výsledkov je vyvrátená jej správnosť

2.4.2 Testovanie druhej hypotézy

- **H2**: *intervencie ČNB na oslabenie koruny v rokoch 2013-2017 viedli k zlepšeniu salda čistej investičnej pozície Českej republiky, ale súčasne viedli k prehĺbeniu zahraničnej zadlženosti v porovnaní so Slovenskou republikou*

Dopady intervencií ČNB boli vo veľkej miere diskutované v časti práce venovanej investičnej pozícii Českej republiky. Intervencie ČNB zlepšili vývoj salda čistej investičnej pozície. Na prvý pohľad to však pre ekonomiku nemusí znamenať len pozitívum – ako už bolo spomínané, v dôsledku intervencií boli domáce dlhopisy vo veľkej miere odkupované zahraničnými subjektmi, ktorým sa i napriek záporným úrokovým výnosom oplatilo do nich investovať, nakoľko vďaka následnému očakávanému posilneniu koruny by v prípade splatenia dlhopisov inkasovali nominálnu hodnotu, a teda mali reálny zisk. Vo výsledku to znamená, že síce sa zlepšil ukazovateľ čistej investičnej pozície zeme, ale na druhú stranu vznikla veľká príležitosť na zvýšenie negatívneho salda majetkovej pozície investičnej pozície zeme, a tým pádom i zahraničnej zadlženosti.

Tabuľka nižšie ukazuje porovnanie nárastu zahraničnej zadlženosti v porovnaní so Slovenskom. Porovnávaný je priemerný nárast zahraničnej zadlženosti v období pred intervenciami (Q4/2004-Q3/2013) a v období intervencií (Q3/2013-Q2/2017):

Tab. 20: Porovnanie rastu zahraničnej zadlženosti

Česká republika		Slovenská republika	
obdobie	nárast zahr. zadlženosti	obdobie	nárast zahr. zadlženosti
Q4/2004-Q3/2013	2,32 krát oproti r. 2004 priemerne o 2,9 p. b. ročne*	Q4/2004-Q3/2013	2,66 krát oproti r. 2004 priemerne o 3,8 p. b. ročne
Q3/2013-Q2/2017	1,78 krát oproti r. Q3/2013 priemerne o 7,2 p. b. ročne	Q3/2013-Q2/2017	1,25 krát oproti r. 2013 priemerne o 2,0 p. b. ročne

*v porovnaní s HDP

Zdroj: ČNB, 2019d; NBS, 2019e; vlastné výpočty

Z tabuľky vyššie je možné vidieť, že zatiaľ čo v dobe devízových intervencií bol trend nárastu zahraničnej zadlženosti v prípade Českej republiky vyšší než pred ňou, na Slovensku to bolo naopak. Zahraničná zadlženosť Českej republiky rástla pred intervenciami priemerne o 2,9 p. b., v čase intervencií to bolo až o 7,2 p. b. ročne v porovnaní s HDP. Na Slovensku rástla zahraničná zadlženosť o 3,8 p. b., resp. 2,0 p. b. ročne v pomere k HDP.

Vývoj zahraničnej zadlženosti sa v prípade Českej republiky jednoznačne zhoršil, a to ako v absolútnom, tak i v relatívnom vyjadrení. Na Slovensku je naopak v dobe intervencií možný vidieť pokles rastu zahraničnej zadlženosti oproti predošlému obdobiu. Svoju úlohu v tom hrajú i ďalšie faktory ako napríklad krátkodobá zahraničná zadlženosť, ktorá sa v čase veľmi rýchlo mení – ideálny je príklad Slovenska, kedy do konca roku 2017 vrástla zahraničná zadlženosť o ďalších 18 percentných bodov k HDP, a to vplyvom výrazného nárastu pasív NBS vo forme hotovosti a vkladov.

Z analýzy vývoja investičnej pozície Českej republiky možno jednoznačne potvrdiť významný vplyv devízových intervencií na zlepšenie jej čistého salda. Zároveň je vyššie dokázané, že zahraničná zadlženosť Českej republiky skutočne v porovnaní so Slovenskom výrazne narástla. Je potrebné však dodať, že na zahraničnú zadlženosť vplýva viacero faktorov, a preto pre vierohodnejšie overenie správnosti hypotézy by bolo potrebné vymyslieť vhodný ekonometrický model, ktorý by jednotlivé faktory rozlíšil a priradil im príslušnú váhu. V každom prípade, na základe výsledkov tejto práce možno konštatovať, že správnosť druhej hypotézy bola potvrdená.

- **H2** – na základe výsledkov je potvrdená jej správnosť

ZÁVER

Narastajúci vplyv globalizácie sa v živote prejavuje v rôznych oblastiach – či už je to vyššou ekonomickou prepojenosťou krajín, väčšou voľnosťou pohybu finančného a ľudského kapitálu, alebo vytváraním nových podnikateľských či životných príležitostí. Neoddeliteľnou súčasťou zväčšujúceho sa vplyvu globalizácie je potreba neustálych inovácií, či už sa jedná o vzdelávanie, zvyšovanie konkurencieschopnosti podnikov alebo samotných postupov práce. Takou inováciou si prešiel i manuál platobnej bilancie v roku 2009, ktorý práve vplyvom globalizácie, vzniku nových finančných inštrumentov, či väčšej potreby sa zamerať i na stavové veličiny prešiel svojou šiestou revíziou, ktorej výsledkom bola i zmena jeho názvu na Manuál platobnej bilancie a investičnej pozície voči zahraničiu.

Ukazovateľ investičnej pozície zeme naberá poslednou dobou na čoraz väčšom význame, vďaka čomu sa dostáva medzi najdôležitejšie ukazovatele rizikovosti vonkajšej rovnováhy ekonomiky. Investičná pozícia bola prvýkrát metodicky popísaná už v piatom vydaní manuálu. Jeho posledná revízia len nadväzuje na rastúci záujem o skúmanie zraniteľnosti ekonomiky, čo sa odzrkadlilo v detailnejšie spracovanej metodike na zostavovanie investičnej pozície zeme. Hlavnými témami poslednej revízie manuálu boli predovšetkým globalizácia, potreba detailnejšie spracovanej metodiky, a posun vo vývoji finančných inštrumentov. Zmenami si prešla i platobná bilancia – primárne jej finančný účet, alebo tiež samotný pohľad na základnú identitu platobnej bilancie.

Na štatistický výkaz platobnej bilancie, ktorá zachytáva toky, nadväzuje štatistický výkaz investičnej pozície zeme voči zahraničiu ako stavový pohľad. Na saldo investičnej pozície má bezprostredný vplyv zmena salda bežného a kapitálového účtu, a svojim zložením má investičná pozícia priamu nadväznosť na finančný účet. Tento ukazovateľ nám na jednej strane udáva hodnotu finančných aktív rezidentov danej ekonomiky vo vzťahu k nerezidentom, a naopak hodnotu záväzkov rezidentov voči nerezidentom (pasív). Vyrovnávajúcou položkou, teda rozdielom medzi aktívami a pasívami, je čistá investičná pozícia zeme. Dáta investičnej pozície zeme sú z analytického pohľadu za cenné, nakoľko umožňujú porozumieť udržateľnosti ekonomického vývoja, respektíve jeho zraniteľnosti Ďalej umožňuje skúmať možné dopady sektorovej a úrokovej štruktúry dlhu či vplyv štruktúry dlhu z pohľadu doby do jeho splatnosti na likviditu.

Problematika čistej investičnej pozície zeme je i napriek zvyšujúcej dôležitosti stále relatívne nepreskúmaná. Cieľom práce tak bolo analyzovať vývoj čistej investičnej pozície Českej a Slovenskej republiky za obdobie rokov 2004-2018. Práca sa pokúsila nájsť konkrétne determinanty daného vývoja a zasadiť ich do ekonomického kontextu vývoja krajiny. Empirická časť práce sledovala najprv vývoj jednotlivých účtov a podúčtov platobnej bilancie, po ktorom nasledovala samotná analýza vývoja čistej investičnej pozície oboch zemí, doplnená o sledovanie vývoja zahraničnej zadlženosti zeme.

Z analýzy vývoja jednotlivých účtov platobnej bilancie je možné vidieť, že Česká i Slovenská republika sú svojou štruktúrou malé otvorené ekonomiky závislé na zahraničnom obchode. Saldo bežného účtu dosahovalo spočiatku záporných hodnôt. U oboch krajín sa však prejavovala pozitívna tendencia jeho vývoja, a to skrze zlepšovanie salda obchodnej bilancie tovaru a služieb, vďaka ktorým bolo celkové saldo bežného účtu tlačené ku kladným hodnotám. Exportu oboch krajín výrazne dominovali stroje a dopravné zariadenia, ktorých podiel na celkovom objeme exportu sa blížil hranici 60 %. Naopak na záporné hodnoty vývoja negatívneho salda vytváralo tlak primárne negatívne saldo prvotných dôchodov, ktoré v sebe zahŕňa vyplácané dividendy do zahraničia, ale i reinvestovaný zisk. Druhotné dôchody ani kapitálový účet nemali na saldo bežného účtu významný vplyv.

Finančný účet a jeho jednotlivé podúčty majú svojim zložením bezprostredný vplyv na investiční pozíciu zeme. Z hľadiska vývoja salda finančného účtu bolo možné predpokladať, že od roku 2012 sa bude čistá investičná pozícia Českej republiky zlepšovať, zatiaľ čo v prípade Slovenska bude i naďalej dochádzať k prehlbovaniu negatívneho salda, avšak od roku 2012 v nižšom tempe ako tomu bolo v prvej polovici sledovaného obdobia.

Vývoj samotnej čistej investičnej pozície oboch zemí si prešiel rozličnými etapami. Vďaka rozloženiu čistej investičnej pozície podľa jej funkčnej kategórie, a podľa jej pozície na majetkovú a dlžnícku, sme boli schopní identifikovať hlavné príčiny daného vývoja u jednotlivých zemí. V prípade Českej republiky bol vývoj najviac ovplyvnený ekonomickou krízou od roku 2008, kedy sa začala prehlbovať negatívna dlžnícka pozícia zeme primárne z dôvodu narastajúceho negatívneho salda portfóliových investícií. Vzhľadom na nadväzujúci nepriaznivý ekonomický vývoj a hroziacu deflráciu sa rozhodla Rada ČNB spustiť intervencie v neprospech koruny, vďaka ktorým výrazne narástlo kladné saldo rezervných aktív, ktoré v konečnom dôsledku znamenali začiatok pozitívneho trendu zlepšo-

vania čistej investičnej pozície zeme, avšak za cenu prehlbovania dlžníckej pozície. Vývoj čistej investičnej pozície zeme by bolo možné rozdeliť do dvoch etáp – prvú etapu tvorilo obdobie rokov 2004-2012, ktoré sa vyznačovalo prehlbovaním negatívnej čistej investičnej pozície, primárne z dôvodu narastajúceho salda majetkovej i dlhovej pozície, a obdobie rokov 2013-2018 charakteristické zlepšovaním salda čistej investičnej pozície vplyvom devízových intervencií. V poslednom sledovanom roku malo saldo negatívnu hodnotu -23,6 % v pomere k HDP

Na Slovensku sa výrazne menil vývoj primárne dlžníckej pozície portfóliových investícií, ktorých negatívne saldo bolo počiatkom roku 2012 a pokračujúc rokom 2013 prehĺbené z dôvodu predaja vysokého objemu štátnych dlhopisov zahraničným subjektom, a vývoj salda ostatných investícií, ktoré bolo spôsobené predovšetkým činnosťou NBS a výraznými zmenami jej pasív vo forme vkladov a hotovosti. I napriek dynamickým vývojom jednotlivých sáld sa tieto efekty navzájom vyrušili, nakoľko pôsobili protichodne, a na celkové saldo čistej investičnej pozície tak nemali vplyv. Rovnako i vývoj salda čistej investičnej pozície Slovenska je možné rozdeliť do dvoch etáp. Prvú etapu tvorí obdobie rokov 2004-2008, ktoré sa vyznačovalo zhoršujúcim sa saldom investičnej pozície zeme. Druhé obdobie trvá od roku 2009 až do súčasnosti. Pre neho je charakteristické relatívne nemenné negatívne saldo oscilujúce okolo zápornej hodnoty -65 % v pomere k HDP.

Ako doplňujúci ukazovateľ k čistej investičnej pozícii zeme, zvlášť jeho dlhovej pozície, bol sledovaný vývoj zahraničnej zadlženosti zeme. Od ukazovateľa zahraničnej zadlženosti sa však poslednú dobu začína upúšťať, nakoľko svojou vypovedacou hodnotou na posúdenie rizika vzniku vonkajšej nerovnováhy krajiny sa javí ako lepší ukazovateľ čistej investičnej pozície zeme. Čo sa týka zahraničnej zadlženosti, v súčasnosti ani jedna krajina nevykazuje náznaky, že by nemala byť schopná dostáť svojim záväzkom. Pomerne znepokojujúci však môže byť vývoj pomeru krátkodobého dlhu k celkovému dlhu, ktorý zvlášť v posledných rokoch výraznejšie prevyšuje limitnú mieru 40 %

V závere empirickej časti práce bola testovaná pravdivosť stanovených hypotéz. Prvá hypotéza predpokladala, že prijatím eura na Slovensku sa posliní príliv priamych zahraničných investícií a reinvestícií v porovnaní s Českou republikou. I napriek teoretickým predpokladom a pozitívnym výsledkom empirických štúdií zaoberajúcimi sa touto problematikou bola táto hypotéza vyvrátená. Naproti tomu bola potvrdená správnosť druhej hypotézy, ktorá bola zasadená do obdobia rokov 2013-2017 a predpokladala, že čisté investičné saldo

českej republiky bude následkom intervencií zlepšené, avšak za následok výšenia zahraničnej zadlženosti Českej republiky v porovnaní so Slovenskom.

Problematika investičnej pozície zeme voči zahraničiu je rozsiahla a špecifická. Za hlavný prínos tejto práce je možné považovať snahu o komplexné a ucelené podanie tejto problematiky, praktickú ukážku prepojenosti platobnej bilancie, investičnej pozície zeme a zahraničnej zadlženosti, či identifikovanie hlavných determinantov a príčin vývoja čistej investičnej pozície sledovaných zemí. Z tohto titulu možno konštatovať splnenie ako hlavného, tak i vedľajšieho cieľa práce v podobe testovania stanovených hypotéz.

Priestor pre možné pokračovanie ďalšieho výskumu vidím práve v detailnejšom skúmaní stanovených hypotéz pomocou vhodných ekonometrických modelov, nakoľko táto práca potvrdzovala či vyvracala ich správnosť len na základe pozorovania a analýzy vývoja jednotlivých premenných, čo nemusí byť vždy dostačujúce. Ekonometrický model by mohol identifikovať jednotlivé ovplyvňujúce premenné, priradiť im váhu a kvantifikovať ich vplyv na konkrétny cieľ výskumu. Či už vplyv prijatia eura na príliv priamych zahraničných investícií a na čistú investičnú pozíciu zeme, alebo vplyv devízových intervencií na zvýšené nákupy domácich dlhopisov zahraničnými subjektmi, by mohli byť z pohľadu vhodných ekonometrických modelov zaujímavou témou pre pokračovanie skúmania problematiky investičnej pozície sledovaných zemí.

ZDROJE

ARDAL. *Výročná správa o činnosti ARDAL za rok 2012* [online]. Ministerstvo financií SR, 2013 [cit. 16-03-2019]. Dostupné na: https://www.ardal.sk/_img/Documents/O%20n%C3%A1s/Vyrocna%20sprava/Vyrocna_sprava_za_rok_2012.pdf

ARDAL. *Výročná správa o činnosti ARDAL za rok 2013* [online]. Ministerstvo financií SR, 2014 [cit. 16-03-2019]. Dostupné na: https://www.ardal.sk/_img/Documents/O%20n%C3%A1s/Vyrocna%20sprava/Vy%CC%81roc%CC%8Cna%CC%81%20spra%CC%81va%20za%20rok%202013.pdf

ARISTOTELOUS, K., FOUNTAS, S. *What is the Impact of Currency Unions on FDI Flows? Evidence from Eurozone Countries* [online]. South-Eastern Europe Journal of Economics, 2012 [cit. 14-02-2019]. Dostupné na: http://www.asecu.gr/Seeje/issue19/issue19-fountas.pdf

ASOCIACE EXPORTÉRŮ. *Intervence přinesly exportérům přímo 687 miliard korun* [online]. ©2017 [cit 11-04-2019]. Dostupné na: http://www.asociaceexporteru.cz/intervence-prinesly-exporterum-primo-687-miliard-korun/

BALDWIN, R. a kol. *Study on the Impact of the Euro on Trade and Foreign Direct Investment* [online]. European Communities, 2008 [cit. 15-02-2019]. Dostupné na: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication12590_en.pdf

BRADA, J., TOMŠÍK, V. *Reinvested Earnings Bias, the "Five Percent" Rule and the Interpretation of the Balance of Payments – with an Application to Transition Economies* [online]. 2003 [cit. 20-03-2019]. Dostupné na: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=385881

BRADA, J., TOMŠÍK, V. *Zahraniční investice a náchylnost k měnovým krizím: zkušenosti tranzitivních ekonomik* [online]. Politická ekonomie, 2004 [cit. 20-03-2019]. Dostupné na: https://www.vse.cz/polek/download.php?jnl=polek&pdf=462.pdf

BRŮNA, K. *Koncept udržitelnosti negativní čisté investiční pozice a jeho aplikace na příkladu České republiky v letech 1999-2011* [online]. Politická ekonomie, 2013 [cit. 27-02-2019]. Dostupné na: https://www.vse.cz/polek/download.php?jnl=polek&pdf=884.pdf

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Zavedení nového manuálu platební balance (BPM6)* [online]. ©2019a [cit. 19-02-2019]. Dostupné na: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/zavedeni-noveho-manualu-platebni-bilance-bpm6/

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Platební bilance - kumulace čtvrtletí* [online]. Databáze časových řad ARAD, ©2019b [cit. 10-03-2019]. Dostupné na:

https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_DRILL?p_strid=ADAC&p_lang=CS

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Investiční pozice vůči zahraničí - čtvrtletí* [online]. Databáze časových řad ARAD, ©2019c [cit. 10-03-2019]. Dostupné na: https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_DRILL?p_strid=ADB&p_lang=CS

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Zahraniční zadluženost podle instrumentů v mil. CZK* [online]. Databáze časových řad ARAD, ©2019d [cit. 07-04-2019]. Dostupné na: https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=29375&p_strid=ADEB&p_lang=CS

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Devizové obchody ČNB* [online]. ©2019e [cit. 06-04-2019]. Dostupné na: https://www.cnb.cz/cs/financni-trhy/devizovy-trh/devizove-obchody-cnb/

DAMBORSKÝ, M., ŘÍHOVÁ, G. *Foreign Direct Investment in the Czech Republic* [online]. Regionální studia, 2012 [cit. 08-03-2019]. Dostupné na: https://econpapers.repec.org/article/prgjnlrst/v_3a2008_3ay_3a2008_3ai_3a2_3aid_3a56_3ap_3a22-28.htm

DE SOUSA, J., LOCHARD, J. *Does the Single Currency Affect Foreign Direct Investment?* [online]. The Scandinavian Journal of Economics, 2011 [cit. 11-02-2019]. Dostupné na: https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1467-9442.2011.01656.x

DIZ DIAS, J. *External debt statistics of the euro area* [online]. European Central Bank, 2010 [cit. 18-04-2019]. Dostupné na: https://www.bis.org/ifc/events/5ifcconf/dias.pdf

EUROPEAN COMMISSION. *Country Report Czech Republic 2018* [online]. 2018 [cit. 28-03-2019]. Dostupné na: https://ec.europa.eu/info/publications/2018-european-semester-country-reports_en

EUROPEAN COMMISSION. The Macroeconomics Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium [online]. 2016 [cit. 11-03-2019]. ISSN 2443-8014. Dostupné na: https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/macroeconomic-imbalance-procedure-rationale-process-application-compendium_en

FOLENTA, M. *The Role of a Currency in the Foreign Trade of V4 Countries during the Crisis: Period 2007-2016* [online]. Proceedings of the International Scientific Conference Economic policy in global environment, 2017 [cit. 15-04-2019]. Dostupné na: http://www.narodacek.cz/wp-ontent/uploads/2017/06/Proceedings_2017_Part_I_web.pdf

CHMELAŘ, A. a kol. *Analýza odlivu zisků: Důsledky pro českou ekonomiku a návrhy opatření* [online]. Úřad vlády České republiky, 2016 [cit. 10-04-2019]. Dostupné na: https://www.vlada.cz/assets/evropske-zalezitosti/analyzy-EU/Analyza-odlivu-zisku.pdf

IMF. *Balance of Payments and International Investment Position Manual – Sixth Edition* [online]. International Monetary Fund, 2009 [cit. 10-02-2019]. Dostupné na: https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf

IMF. *BPM6 Compilation guide* [online]. International Monetary Fund, 2014 [cit. 28-02-2019]. Dostupné na: https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2014/pdf/guide.pdf

JÁNOŠÍK, P. *Medzinárodná investičná pozícia* [online]. Národná banka Slovenska, 2010 [cit. 29-03-2019]. Dostupné na: https://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/MU/07_biatec0510_janosik.pdf

JELOČNIK, M. a kol. *Implications of Globalization on Growing External Debt in Eight Transition Economies* [online]. 2016 [cit. 16-04-2019]. Dostupné na: https://core.ac.uk/download/pdf/79431292.pdf

KUBIŠTA, V. *Mezinárodní ekonomické vztahy*. Praha: HZ, 1999. ISBN 80-86009-29-7

LACINA, L., TOMAN, P. *Je plovoucí kurz měny výhodou v období ekonomické krize?* [online]. Národohospodářský obzor, 2009 [cit. 20-03-2019]. ISSN 1804-1663. Dostupné na: http://nho.econ.muni.cz/node/156

MANDEL, M., DURČÁKOVÁ, J. *Mezinárodní finance a devízový trh.* Praha: Management Press, 2016. ISBN 978-80-7261-287-1

MANDEL, M., TOMŠÍK, V. *Monetární ekonomie v období krize a konvergence*. Praha: Management Press, 2018. ISBN 978-80-7261-545-2

MARKOVÁ, J. *Komparace vlivu přímých zahraničních investic na běžný účet platební balance České republiky a Slovenska po vstupu do Evropské unie* [online]. Český Finanční a účetní časopis, 2014 [cit. 09-03-2019]. Dostupné na: https://www.vse.cz/cfuc/378

MARKOVÁ, J. *Vnější rovnováha z pohledu investiční pozice vůči zahraničí* [online]. Český Finanční a účetní časopis, 2017 [cit. 29-03-2019]. Dostupné na: https://www.vse.cz/polek/download.php?jnl=cfuc&pdf=490.pdf

MINISTERSTVO FINANCIÍ ČR. *Devizový zákon, ve znění pozdějších předpisů* [online]. ©2013 [cit. 01-04-2019]. Dostupné na: https://www.mfcr.cz/cs/legislativa/legislativni-dokumenty/1995/zakon-c-219-1995-sb-3419

MINISTERSTVO FINANCIÍ ČR. *Státní dluhopisy podle typu držitele za listopad 2013* [online]. 2014 [cit. 12-04-2019]. Dostupné na: https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/rizeni-statniho-dluhu/dluhova-statistika/podle-typu-drzitele/2013/statni-dluhopisy-podle-typu-drzitele-16162

MINISTERSTVO FINANCIÍ ČR. *Státní dluhopisy podle typu držitele za listopad 2013* [online]. 207 [cit. 12-04-2019]. Dostupné na: https://www.mfcr.cz/cs/verejny-

sektor/rizeni-statniho-dluhu/dluhova-statistika/podle-typu-drzitele/2017/statni-dluhopisy-v-obehu-podle-typu-drzi-28692

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Implementácia nového manuálu platobnej bilancie (BPM6)* [online]. ©2019a [cit. 19-02-2019]. Dostupné na: https://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/statistika-platobnej-bilancie/implementacia-noveho-manualu-platobnej-bilance-bpm6

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Často kladené otázky súvisiace so zavedením BPM6* [online]. ©2019b [cit. 22-02-2019]. Dostupné na: https://www.nbs.sk/_img/Documents/_Statistika/PlatobnaBilancia/FAQ_SK.pdf

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Platobná bilancia* [online]. ©2019v [cit. 10-03-2019]. Dostupné na: https://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/statistika-platobnej-bilancie/platobna-bilancia

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Medzinárodná investičná pozícia* [online]. ©2019d [cit. 10-03-2019]. Dostupné na: https://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/statistika-platobnej-bilancie/medzinarodna-investicna-pozicia

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Zahraničná zadlženosť* [online]. ©2019e [cit. 07-04-2019]. Dostupné na: https://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/statistika-platobnej-bilancie/zahranicna-zadlzenost

NOVOTNÝ, F. P*rofitability Life Cycle of Foreign Direct Investment and its Application to the Czech Republic* [online]. Czech Nation Bank, 2015 [cit. 07-03-2019]. Dostupné na: https://ideas.repec.org/p/cnb/wpaper/2015-11.html

NOVOTNÝ, F., PODPIERA, J. *The profitability life-cycle of direct investment: an international panel study* [online]. Economic Change and Restructuring, 2008 [cit. 07-03-2019]. Dostupné na: https://ideas.repec.org/a/kap/ecopln/v41y2008i2p143-153.html

OECD. *Benchmark Definition of Foreign Direct Investment – Fourth Edition* [online]. 2008 [cit. 08-04-2019]. Dostupné na: https://www.oecd.org/daf/inv/investmentstatisticsandanalysis/40193734.pdf

OECD. *FDI flows* [online]. ©2019a [cit. 17-04-2019]. Dostupné na: https://data.oecd.org/fdi/fdi-flows.htm#indicator-chart

OECD. *Foreign direct investment statistics: Explanatory notes* [online]. ©2019b [cit. 20-04-2019]. Dostupné na: https://www.oecd.org/daf/inv/FDI-statistics-explanatory-notes.pdf

OLŠOVSKÝ, R. *Zavedení nového manuálu platební balance v ČR* [online]. Česká národní banka, 2014 [cit. 03-04-2019]. Dostupné na:

https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/verejnost/.galleries/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/olsovsky_20140916_tk_csu.pdf

PETROULAS, P. *The Effect of the Euro on Foreign Direct Investment* [online]. 2006 [cit. 10-02-2019]. ISSN 1109-6691. Dostupné na: https://ideas.repec.org/p/bog/wpaper/48.html

POUR, J. *Vybrané problémy analýzy vnější ekonomické rovnováhy* [online]. Business & IT, 2014 [cit. 02-04-2019]. Dostupné na: http://bit.fsv.cvut.cz/issues/01-14/full_01-14_02.pdf

ROJÍČEK, M. a kol. *Makroekonomická analýza – teorie a praxe*. Praha: Grada Publishing, 2016. ISBN 978-80-247-5858-9

SLANÝ, A. a kol. *Makroekonomická analýza a hospodářská politika.* Praha: C.H. Beck, 2003. ISBN 80-7179-738-3

SRHOLEC, M. *Přímé zahraniční investice v České republice: teorie a praxe v mezinárodním srovnání.* Praha: Linde, 2004. ISBN 80-86131-52-1

ŠTĚRBOVÁ, L. a kol. *Mezinárodní obchod ve světové krizi 21. Století.* Praha: Grada Publishing, 2013. ISBN 978-80-247-4694-4

UNCTAD. *Foreign direct investment: Inward and outward flows and stock* [online]. ©2019 [cit. 27-02-2019]. Dostupné na: https://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=96740

UN COMTRADE. *2004 International Trade Statistics Yearbook* [online]. United Nations, 2006 [cit. 15-04-2019]. Dostupné na: https://comtrade.un.org/pb/downloads/2004/VolI2004.pdf

UN COMTRADE. *2017 International Trade Statistics Yearbook* [online]. United Nations, 2019 [cit. 15-04-2019]. Dostupné na: https://comtrade.un.org/pb/downloads/2017/VolI2017.pdf

WORLD BANK. *Czech Republic/Slovak Republic Export/Import Partner share to By Country* [online]. World Integrated Trade Solution, ©2019 [cit. 12-04-2019]. Dostupné na: https://wits.worldbank.org/CountryProfile/en/Country/CZE/StartYear/2004/EndYear/2017/TradeFlow/Export/Partner/BY-COUNTRY/Indicator/XPRT-PRTNR-SHR

ZAMRAZILOVÁ, E. *Přímé zahraniční investice v české ekonomice: rizika duality a role trhu práce* [online]. Politická ekonomie, 2007 [cit. 05-03-2019]. ISSN 2336-8225. Dostupné na: https://www.vse.cz/polek/614

ZOZNAM TABULIEK

Tab. 1: Rozdiely v BPM5 a BPM6 z pohľadu tovaru a služieb 14
Tab. 2: Rozdiely v BPM5 a BPM6 vo finančnom účte 15
Tab. 3: Horizontálne rozdelenie platobnej bilancie 16
Tab. 4: Kreditné a debetné operácie na ľavej strane základnej identity platobnej bilancie 21
Tab. 5: Operácie na finančnom účte platobnej bilancie (pravej strane základnej identity) 22
Tab. 6: Príliv priamych zahraničných investícií do krajín V4 (mil. USD) 23
Tab. 7: Rozdelenie investičnej pozície zeme na majetkovú a veriteľskú pozíciu 27
Tab. 8: Rozdelenie investičnej pozície zeme podľa rôznych hľadísk 28
Tab. 9: Vybrané ukazovatele rizikovosti zahraničnej zadlženosti 29
Tab. 10: Hodnoty salda obchodnej bilancie v pomere k HDP 33
Tab. 11: Komoditná štruktúra zahraničného obchodu 35
Tab. 12: Teritoriálna štruktúra zahraničného obchodu 35
Tab. 13: Vývoj salda kapitálového účtu v pomere k HDP [%] 38
Tab. 14: Vývoj salda rezervných aktív v pomere k HDP [%] 42
Tab. 15: Vývoj salda chýb a opomenutí v pomere k HDP [%] 42
Tab. 16: Aktíva a pasíva investičnej pozície zeme 45
Tab. 17: Rozdelenie čistej investičnej pozície ČR 48
Tab. 18: Objem devízových intervencií ČNB v jednotlivých rokoch 49
Tab. 19: Rozdelenie čistej investičnej pozície SR 53
Tab. 20: Porovnanie rastu zahraničnej zadlženosti 63

ZOZNAM GRAFOV

Obr. 1: Prepojenosť platobnej bilancie, investičnej pozície a národného účtovníctva 22
Obr. 2: Životný cyklus priamej zahraničnej investície 25
Obr. 3: Vývoj salda bežného účtu 32
Obr. 4: Vývoj salda tovaru a služieb 33
Obr. 5: Vývoj salda prvotných a druhotných dôchodov 36
Obr. 6: Vývoj salda bežného účtu Českej republiky 37
Obr. 7: Vývoj salda bežného účtu Slovenskej republiky 38
Obr. 8: Vývoj salda finančného účtu 39
Obr. 9: Vývoj salda priamych zahraničných a portfóliových investícií 40
Obr. 10: Vývoj salda finančných derivátov a ostatných investícií 41
Obr. 11: Vývoj čistej investičnej pozície zeme voči zahraničiu 44
Obr. 12: Vývoj čistej investičnej pozície ČR podľa funkčnej kategórie 46
Obr. 13: Vývoj čistej investičnej pozície ČR podľa majetkovej a dlžníckej pozície 47
Obr. 14: Vývoj čistej investičnej pozície SR podľa funkčnej kategórie 51
Obr. 15: Vývoj čistej investičnej pozície SR podľa majetkovej a dlžníckej pozície 52
Obr. 16: Vývoj zahraničnej zadlženosti v pomere k HDP 56
Obr. 17: Vývoj pomeru krátkodobého dlhu k celkovému dlhu 58
Obr. 18: Vývoj salda bežného účtu očisteného od reinvestovaného zisku 59
Obr. 19: Vývoj prílivu priamych zahraničných investícií 60
Obr. 20: Pomer reinvestícií a vyplatených dividend na Slovensku 61
Obr. 21: Pomer reinvestícií a vyplatených dividend v Českej republike 62