

Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta financí a účetnictví

katedra měnové teorie a politiky

studijní obor: bankovníctví a pojišťovnictví



Analýza vlivu přímých zahraničních investic na vnější rovnováhu ČR

Autor diplomové práce: Bc. Arťom Bikitějev

Vedoucí diplomové práce: doc. Ing. Jana Marková, CSc.

Rok obhajoby: 2019

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že diplomovou práci na téma „Analýza vlivu přímých zahraničních investic na vnější rovnováhu ČR“ jsem vypracoval samostatně a veškerou použitou literaturu a další prameny jsem řádně označil a uvedl v příloženém seznamu.

V Praze dne

vlastnoruční podpis

Poděkování

Velice rád bych touto cestou poděkoval vedoucí mé diplomové práce doc. Ing. Janě Markové, CSc. za vstřícný přístup, trpělivost a výraznou pomoc při zpracování této práce.

Abstrakt

Diplomová práce se zabývá analýzou vlivu přímých zahraničních investic na vnější rovnováhu ČR. První část pojednává o vymezení a rozdělení přímých zahraničních investic, o motivech přílivu přímých zahraničních investic do hostitelské země a jejich výhodnosti. Druhá část je věnována jak vývoji přímých zahraničních investic v ČR, tak i vývoji českých přímých zahraničních investic v zahraničí a dopadu přílivu přímých zahraničních investic na saldo běžného a finančního účtu. V závěrečné části dochází k analýze přílivu přímých zahraničních investic z hlediska jejich vlivu na vnější rovnováhu ČR.

Klíčová slova: přímé zahraniční investice, výhodnost, platební bilance, běžný účet, zadluženost, ukazatele.

JEL klasifikace:

Abstract

The diploma thesis follows up the analysis of the influence of foreign direct investment on the external balance of the Czech Republic. The first part deals with the definition and division of the foreign direct investment, the motive of the inflow of the foreign direct investment into the domestic country and their advantages. The second part is devoted to the development of foreign direct investment in the Czech Republic as well as the Czech direct investment abroad and the impact of the foreign direct investment on the current account balance and financial account. In the final part deals with the analysis of the inflow of the foreign direct investment in terms of their influence on the external balance of the Czech Republic.

Key words: foreign direct investment, advantages, balance of payments, current account, debt, indicators.

JEL classification

Obsah

Úvod	6
1 Charakteristika přímých zahraničních investic	7
1.1 Vymezení a typy přímých zahraničních investic.....	7
1.2 Rozdělení PZI.....	8
1.3 Faktory ovlivňující příliv PZI.....	13
1.4 Výhodnost přílivu PZI.....	16
1.5 Investiční pobídky	20
2 Vliv přílivu přímých zahraničních investic na platební bilanci	25
2.1 Příliv PZI do ČR.....	25
2.2 České PZI v zahraničí.....	31
2.3 Dopad přílivu PZI na platební bilanci	34
3 Analýza dopadu přímých zahraničních investic na vnější rovnováhu z pohledu platební bilance	45
3.1 Dopad PZI na vnější rovnováhu z pohledu salda BÚ.....	45
3.2 Investiční pozice vůči zahraničí	53
3.3 Zahraniční zadluženost	60
3.4 Ostatní ukazatele vnější ekonomické rovnováhy	65
Závěr	68
Zdroje.....	70
Seznam obrázků a tabulek	77

Úvod

Tématem předkládané diplomové práce je analýza vlivu přímých zahraničních investic na vnější rovnováhu ČR. V dnešním globalizovaném světě jsou zahraniční transakce pro rozvoj států velmi významné. Každý den dochází mezi jednotlivými státy k toku jak kapitálu, tak zboží a služeb, které jsou zachycovány v platební bilanci. Platební bilance se dělí na různé účty, které pak slouží i k analýze vnější rovnováhy dané země. Cílem této diplomové práce je vyhodnotit vliv přímých zahraničních investic na platební bilanci a analyzovat jejich dopad na vnější rovnováhu České republiky mezi lety 1998–2017. Období po roce 1998 je z hlediska vývoje ČR v její novodobé historii jedním z klíčových. Ve sledovaném období došlo ke vstupu země do EU, po němž ČR získala větší kredibilitu a dostalo se jí většího zájmu ze strany zahraničních investorů, což se z pohledu platební bilance projevilo jak mohutnými přílivy kapitálu, tak prudkou změnou zahraniční zadluženosti a investiční pozice státu vůči zahraničí.

Diplomová práce je rozdělená na tři části, kdy první část je věnována charakteristice přímých zahraničních investic. V této části jsou popsány typy investic, jejich rozdělení a také faktory přílivu těchto investic, v rámci nichž jsou představeny i investiční pobídky. Na konci první části je popsána výhodnost přílivu přímých zahraničních investic do země. Druhá část se věnuje vlivu přímých zahraničních investic na platební bilanci, především pak charakteristice přílivu přímých zahraničních investic do ČR, charakteristice českých přímých zahraničních investic v zahraničí a dopadu přílivu přímých zahraničních investic na platební bilanci (hlavně na saldo běžného a finančního účtu) v rámci sledovaného období. Třetí a poslední část práce je úzce propojená s druhou, avšak je již zaměřená na analýzu dopadu přílivu přímých zahraničních investic na vnější rovnováhu ČR z pohledu platební bilance, a to z pohledu salda běžného účtu, investiční pozice vůči zahraničí a zahraniční zadluženosti. V závěru třetí části jsou také představeny klíčové indikátory používané pro analýzu vnější rovnováhy.

Hlavními zdroji pro diplomovou práci jsou jak knihy, tak i akademické práce autorů z řad odborníků na dané téma. Pro obrázky a tabulky byly použity volně přístupné webové stránky České národní banky a zejména pak systém časových řad ARAD. Dalšími použitými zdroji jsou zprávy vydané uznávanými mezinárodními organizacemi, jako jsou Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (angl. OECD) a Mezinárodní měnový fond (angl. IMF).

1 Charakteristika přímých zahraničních investic

Přímé zahraniční investice jsou jedním z faktorů globalizace dnešního světa, kdy liberalizace pohybu na finančních účtech a zrušení tržních bariér vede k rychlejšímu přeshraničnímu toku kapitálu.

1.1 Vymezení a typy přímých zahraničních investic

Vymezení PZI

Podle České národní banky, jež vychází z mezinárodně uznávaných definic takových nadnárodních organizací jako OECD, MMF či Eurostatu, jsou přímé zahraniční investice takové přeshraniční investice, které odrážejí „*záměr rezidenta jedné ekonomiky (přímý investor) získat trvalou účast v subjektu, který je rezidentem v ekonomice jiné než ekonomika investora (přímá investice). Trvalá účast implikuje existenci dlouhodobého vztahu mezi přímým investorem a přímou investicí a významný vliv na řízení podniku. Přímá investice zahrnuje jak původní transakci mezi oběma subjekty, tak všechny následující kapitálové transakce mezi nimi a mezi afilovanými podniky, zapsanými i nezapsanými v obchodním rejstříku*“.¹

Ukazatele těchto investic poskytují informace o mezinárodních investičních aktivitách ve formě majetkové účasti a s ní spojených úvěrů a také o výnosech plynoucích z investovaného kapitálu. Přímé zahraniční investice zahrnují transakce mezi oběma subjekty (zahraniční investor a společnost) a dále i všechny ostatní kapitálové transakce mezi nimi a mezi afilovanými společnostmi.

Přímé zahraniční investice taktéž zahrnuje přímo a nepřímo vlastněné sloučení podniků, které se dle podílu zahraničního investora na základním kapitálu nebo hlasovacích právech dělí na:

- Dceřiné společnosti (podíl je vyšší než 50 %)
- Přidružené společnosti (podíl v rozmezí 10 % až 50 %)

¹ ČNB. *Přímé zahraniční investice 2017*. [online]. Cnb.cz [cit. 2019-01-15]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/pzi/

- Pobočky (zastoupení přímého investora s podílem 100 %)

Kromě podílu na základním kapitálu patří do přímých zahraničních investic také i reinvestovaný zisk a ostatní kapitál. Přímé zahraniční investice se vyjadřují jako:

$$\text{Přímé zahraniční investice} = \text{Základní kapitál} + \text{Reinvestovaný zisk} + \text{Ostatní kapitál}$$

- Základní kapitál představuje vklad zahraničního investora do vlastního kapitálu společnosti.
- Reinvestovaný zisk je podíl zahraničního investora na hospodářském výsledku společnosti nerozděleném ve formě dividend.
- Ostatní kapitál zahrnuje úvěry mezi mateřskými a dceřinými společnostmi.²

Typy zahraničních investic

Zahraniční investice se mohou vyskytovat v různých formách:

- **Přímé zahraniční investice** (dále jen PZI), kdy investor nakupuje podíl ve společnosti a snaží se nad touto společností získat dlouhodobou kontrolu. Do této formy dále patří i investice „na zelené louce“ a do „deprimujících zón“, různé aliance a joint venture.
- **Portfoliové investice**, kdy se jedná o nákup majetkových a dluhových cenných papírů společnosti, přičemž motivem je řízení a kontrola dané společnosti nebo pouze výnos z kapitálu (dividendy).
- Další formou zahraničních investic jsou poskytnuté **úvěry** subjektům, kdy zahraniční investor získává výnos z poskytnutého kapitálu ve formě úroků.

1.2 Rozdělení PZI

PZI můžeme rozdělit podle zvolených kritérií do následujících skupin, které jsou zobrazeny v Tab. 1.

² ČNB. *Přímé zahraniční investice 2017*. [online]. Cnb.cz [cit. 2019-01-15]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platbni_bilance_stat/publikace_pb/pzi/

Tabulka 1 – Rozdělení PZI

Směr toku	Motiv investora	Způsob vstupu	Specializace mateřské společnosti
Domácí země	Vyhledávající trhy	Pobočka	Horizontální
Cizí země	Vyhledávající efektivnost	Akvizice	Vertikální
	Vyhledávající strategická aktiva	Fúze	Konglomerátní
	Vyhledávající přírodní zdroje	„Na zelené louce“	
		„Deprimující zóna“	
		Joint venture	
		Strategická aliance	

Zdroj: vlastní zpracování.

PZI dle směru toku investic

Zahraniční investice vykazují směr proudění, a proto je možné je z tohoto hlediska rozdělit na investice směřující do domácí země, kdy cizí kapitál je investován do lokálních aktiv, nebo investice směřující do cizí země, kdy tuzemský kapitál je investován do zahraničních aktiv.

PZI dle motivu investora

Důvody, které motivují investora vstoupit na zahraniční trh, mohou být různé, jelikož každá společnost se specializuje na jiná odvětví, a tím pádem má i jiné motivy vstupu. Obecně se ale zmiňují tyto 4 motivy:

- A. Motiv vyhledávající trhy** – jedná se zejména o touhu získat větší tržní podíl v hostitelské zemi, snížit náklady na pracovní sílu a vyhledat země s příznivými podmínkami pro byznys a s kvalitní infrastrukturou. Kupříkladu zvýšení podílu na daném trhu se může uskutečnit přilákáním nových zákazníků za pomoci vytvoření nového produktu. V tomto případě je takovým adeptem společnost Apple, jež v roce 2017 představila nový iPhone X a její podíl na trhu Velké Británie vzrostl přes vánoční svátky tohoto roku o 14,4 %.³
- B. Motiv vyhledávající efektivnost** – dalším motivem zahraničních investorů je optimalizace výrobních procesů, tj. vyhledávání jak zefektivnění výroby, tak i kvalifikované pracovní síly a inovací. Příkladem tohoto motivu je ochota automobilky Audi založit centrum pro vědu a

³ Prodeje iPhone X. *Idnes.cz* [online]. [cit. 2019-01-15]. Dostupné z: https://mobil.idnes.cz/prodeje-iphone-x-02t-mob_tech.aspx?c=A180115_131049_mob_tech_ram.

výzkum v městečku Győr v Maďarsku, kde se budou vyvíjet nové generace spalovacích i elektrických motorů.⁴

C. Motiv vyhledávající strategická aktiva – je snaha investorů získat určité hodnotné strategické aktivum jako jedinečné know-how, brand nebo patent. Příkladem může být převzetí Plzeňského Prazdroje japonskou skupinou Asahi Group Holdings v roce 2017.⁵

D. Motiv vyhledávající přírodní zdroje – jak již z názvu vyplývá, investice směřují do země, která má dostatek přírodních zdrojů, možnost pro zpracování těchto zdrojů a dostatečně rozvinutou dopravní infrastrukturu pro jejich další přepravu. Příkladem může být investice francouzské energetické společnosti Total do ruských arktických plynových projektů.⁶

PZI podle způsobu vstupu investora

Způsob vstupu investora úzce souvisí s motivem investování do jiné země. Po rozhodnutí, proč investovat do dané země, následuje výběr nejméně nákladné strategie vstupu. Způsobů vstupu je velké množství, avšak níže jsou uvedeny ty nejznámější, které jsou často citované:

- 1. Vytvoření pobočky** – pobočky jsou bez právní subjektivity neboli vlastníkem je ze 100 % mateřská společnost. Pobočky jsou zakládány buď jako zcela nové entity, nebo vznikají při nákupu jiné společnosti v daném státě. Příkladem takové pobočky může být otevření zcela nové entity čínské rozvojové banky ICBC v roce 2017.⁷
- 2. Akvizice** – akvizice znamená nabytí podílu na právech jiné společnosti, které je většinou uskutečňováno přes burzovní palác. Akvizice může být jak přátelská (kdy se přebírají aktivity koupené společnosti a díky nim je kupříkladu dosaženo silnější pozice na trhu nebo větší efektivnosti), tak i nepřátelská (kdy motivem koupě jiné společnosti může být eliminace

⁴ Audi to establish new R&D centre. *Kormany.hu* [online]. [cit. 2019-01-15]. Dostupné z: <http://www.kormany.hu/en/ministry-of-foreign-affairs-and-trade/news/audi-to-establish-new-r-d-centre-with-an-investment-of-19-7-million-euros>.

⁵ Z Plzně je „Plzeň-san“. *Idnes.cz* [online]. [cit. 2019-01-15]. Dostupné z: https://ekonomika.idnes.cz/plzen-prazdroj-japonci-asahi-nakup-dt9-/ekoakcie.aspx?c=A170331_145650_ekoakcie_rts.

⁶ France's Total takes stake in Russia's Arctic gas project. *Reuters.com* [online]. [cit. 2019-01-15]. Dostupné z: <https://www.reuters.com/article/us-russia-economy-forum/frances-total-takes-stake-in-russias-arctic-gas-project-idUSKCN1IP3AF>.

⁷ Další čínská banka v Česku. *Irozhlas.cz* [online]. [cit. 2019-01-15]. Dostupné z: https://www.irozhlas.cz/ekonomika/dalsi-cinska-banka-v-cesku-icbc-ziskala-licenci-od-ceske-narodni-banky_1705111512_jra.

konkurence a rozprodání majetku). Příkladem akvizice je událost v červenci 2018, kdy výrobce čipů Broadcom Inc. koupila za 19 mld. USD softwarovou společnost CA Technologies. Broadcom je silným hardwarovým hráčem na trhu, který si tak chtěl rozšířit své portfolio o software.⁸

3. Fúze – sloučení dvou nebo více společností do jedné, a to buď již existující, nebo nově vytvořené; pomocí fúze si tak společnosti zvětšují vliv na daném trhu, efektivitu, a tím pádem i ziskovost společností, případně také posilují technologickou provázanost společností. Fúze jsou dále rozděleny na:

- a. **Horizontální** – sloučení společností ze stejného sektoru a ze stejné linie, sloužící k úsporám z rozsahu a zvýšení tržního podílu.
- b. **Vertikální** – sloučení společností ze stejného sektoru, ale například z různých linií výroby; slouží pro větší kontrolu dodávek nebo odbytu zásob.
- c. **Konsorcium** – sloučení společností z různých sektorů, sloužící k diverzifikaci jejich aktivit v rámci různých sektorů.

4. Investice „na zelené louce“ – jedná se o založení nového podniku. Jednou z největších investic „na zelené louce“ v České republice je vybudování nové továrny v Kolíně joint venturem TPCA nebo třeba výstavba továrny Hyundai v Nošovicích na severu Moravy.

5. Investice do „deprimujících zón“ – „deprimující zónou“ je nevyužívaná a zanedbaná nemovitost (území, pozemek, objekt, areál), která může být i kontaminovaná. Vzniká jako pozůstatek průmyslové, zemědělské, rezidenční, vojenské či jiné aktivity. „*Deprimující zónu nelze vhodně a efektivně využívat, aniž by proběhl proces její regenerace*“.⁹ Oproti investici „na zelené louce“ plyne tato investice do již vybudované lokality, která nebyla po dlouhou dobu využita, a proto je nutné vynaložit prostředky na kontrolu stavu této lokality a její modernizaci. Tato investice je v podstatě akvizice nebo fúze, liší se pouze tím, že po nákupu dochází k restrukturalizaci a rozšiřování produkční

⁸ Broadcom Agrees to Buy CA Technologies for \$19 Billion. *Bloomberg.com* [online]. [cit. 2019-01-15]. Dostupné z: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-07-11/broadcom-is-said-to-agree-to-buy-ca-technologies-for-19-billion>.

⁹ Brownfieldy. *Czechinvest.org* [online]. [cit. 2019-01-15]. Dostupné z: <https://www.czechinvest.org/cz/Sluzby-pro-municipality/Nemovitosti-pro-podnikatelske-ucely/Brownfieldy>.

kapacity. Jednou ze společností, která se zaměřuje na investice do „deprimujících zón“, je ABB India, která se zabývá výrobou strojů.¹⁰

6. Joint venture – je spojení dvou nebo více společností, kdy například jedna menší společnost (lokální) disponuje dostatkem know-how, ale nemá kapitál na prosazení svých znalostí, a naopak jiné chtějí vstoupit na daný trh – mají kapitál a využívají znalostí právě této lokální firmy. Existují dva typy joint venture:

- a. **Majetkový** – založen na smlouvě představující právní podmínky pro partnerství v joint venture.
- b. **Nemajetkový** – založen na smluvním vztahu, ale bez jakýchkoliv kapitálových investic, dochází pouze k technické asistenci, výzkumům a servisu.¹¹

Příkladem joint venture je kooperace skotských transportních společností Stagecoach a Virgin group na trati Londýn–Edinburgh.¹²

7. Strategické aliance – forma spolupráce velkých společností, kdy strany zůstávají nezávislé, sdílejí nejen zisky, ale i ztráty, společně kontrolují alianci a poskytují si navzájem know-how a jiné zdroje sloužící k účelům této aliance. Jednou z nejznámějších strategických aliancí je „Renault-Nissan-Mitsubishi Alliance“, jejímž cílem je úspora z rozsahu a spolupráce na výrobě plug-in elektrických vozidel.

PZI podle specializace mateřské firmy

Se zmiňovanými motivy vstupu zahraničních investorů do hostitelské země je úzce spojená specializace mateřské společnosti, kterou můžeme dělit na horizontální, vertikální a konglomerátní. Tato specializace potom reflektuje i chování dceřiných společností.

Pokud se mateřská společnost specializuje na **horizontální investice** (které souvisejí s motivem vyhledávajícím trhy), jejím cílem je ovládnutí nových trhů a orientace na stejné nebo obdobné fáze

¹⁰ We are helping states make EV policy stable: ABB India MD Sanjeev Sharma. *Business-standard.com* [online]. [cit. 2019-01-22]. Dostupné z: https://www.business-standard.com/article/companies/we-are-helping-states-make-ev-policy-stable-abb-india-md-sanjeev-sharma-118042700046_1.html.

¹¹ KRÁL, P. et al.: *International marketing: theory, practices and new trends*. Second revised edition. Prague: Oeconomica, nakladatelství VŠE, 2016. s. 83–86. ISBN 978-80-245-2152-7.

¹² Virgin Trains and Stagecoach must be punished harder – for their own good. *Theguardian.com* [online]. [cit. 2019-01-22]. Dostupné z: <https://www.theguardian.com/business/2018/feb/11/virgin-trains-stagecoach-punished-harder-for-own-good-east-coast>.

výrobních procesů v jednotlivých pobočkách. Příkladem horizontální specializace je koupě 66% podílu Československé obchodní banky společnostmi KBC Bank.¹³

V případě **vertikální specializace** existuje naopak touha ovládnout různé fáze výrobních procesů. Může to souviset s motivem vyhledávajícím faktory (efektivitu), kdy si společnost například snaží zajistit strategického dodavatele v cílové zemi, a tím dosáhnout i efektivity celého holdingu. Příkladem je nákup maďarské společnosti Borsodchem, vyrábějící chemické produkty, ruským ropným a plynovým gigantom – společností Gazprom.¹⁴

Posledním typem specializace jsou **konglomerátní investice**, které jsou příznačné pro mezinárodní společnosti. Tyto investice tečou do odvětví zcela odlišných a nesouvisejících s činností mateřské společnosti a cílem takových investic je diverzifikovat rizika společnosti a využít volná aktiva pro nastartování úspěšného byznysu v jiném odvětví. Takovou investicí je nákup šesté největší marketingové společnosti Havas francouzským mediálním holdingem Vivendi.¹⁵

1.3 Faktory ovlivňující příliv PZI

Po rozhodnutí zahraničního investora ohledně investic do daného státu dochází k analýze a vyhodnocení cílové země dle různých faktorů. Faktory ovlivňující příliv PZI můžeme rozdělit na: politické a regulatorní, ekonomické a technologické.

Politické a regulatorní faktory. V této skupině jsou hlavními hráči státy, které jsou na jednu stranu nezávislé ve svém rozhodování, ale možnost o něčem rozhodnout může být limitována například bilaterálními a multilaterálními dohodami, případně i členstvím v rámci uskupení, jako jsou Světová obchodní organizace nebo Evropská unie. Taková integrace však na druhou stranu

¹³ Vlášda rozhodla o prodeji státního podílu ČSOB belgické KBC Bank. *Idnes.cz* [online]. [cit. 2019-01-22]. Dostupné z: https://ekonomika.idnes.cz/vlada-rozhodla-o-prodeji-statniho-podilu-csob-belgicke-kbc-bank-p7s-/ekonomika.aspx?c=990531_192651_ekonomika_jjx.

¹⁴ From Poland to Hungary, Gazprom takes stealth route to domination. *Independent.co.uk* [online]. [cit. 2019-01-22]. Dostupné z: <https://www.independent.co.uk/news/business/analysis-and-features/from-poland-to-hungary-gazprom-takes-stealth-route-to-domination-6112387.html>.

¹⁵ Vivendi Buys Up Nearly All Remaining Shares of Havas. *Variety.com* [online]. [cit. 2019-01-22]. Dostupné z: <https://variety.com/2017/biz/news/vivendi-acquires-remaining-shares-in-havas-1202581341/>.

omezuje nejen suverenitu státu, ale i její politická rizika (změna politického systému, revoluce nebo znárodnění podniků). Politické a regulatorní faktory se dále skládají z následujících složek:

1. **Daňový systém** – má velký vliv na zisky a vůbec na rozhodování, zda investovat, či neinvestovat do daného státu. Daňový systém se mezi státy velmi liší, dokonce i v rámci Evropské unie.
2. **Vládní instituce** – zde bych zdůraznil jevy, které jsou příznačné pro vládní instituce a do značné míry zvyšují náklady společností, které chtějí investovat do daného státu:
 - a. **byrokracie** – jev vypovídající o tom, jak jednoduché je založit firmu a začít podnikat, jakým počtem administrativních úkonů by potenciální investor musel projít pro vyřešení dané situace a dále například jak rychle by byla daná situace vyřešena.
 - b. **korupce** – termín těsně spjatý s vládními institucemi, kdy je vládní systém celkově méně transparentní a více méně platí, že kdo „dává na ruku“, má lepší podmínky.
3. **Právní systém** – právní systém může být velkou překážkou pro PZI, například když platí zákaz vlastnictví většího podílu na lokálních společnostech nebo zákaz vlastnictví nemovitostí zahraničními subjekty v daném státě.

Ekonomické faktory. Do ekonomických faktorů patří: celková ekonomická situace v dané zemi, úroveň konkurenceschopnosti státu ve světě, kurzová politika, vládní postoj k zahraničnímu obchodu a také postoj k zahraničním investorům.

Obecně může být ekonomická situace v daném státě analyzována na dálku pomocí indikátorů, jako jsou HDP, HDP na obyvatele, ekonomický růst, inflace, saldo běžného účtu platební bilance anebo indikátor přílivu nebo odlivu zahraničních investic.

Úroveň konkurenceschopnosti státu je dostupná na stránkách Mezinárodního ekonomického fóra,¹⁶ které každý rok vytváří zprávu o konkurenceschopnosti států neboli tzv. *Global Competitiveness Report*. Měření konkurenceschopnosti je prováděno na základě dvanácti pilířů.¹⁷

¹⁶ Global Competitiveness Index 2017–2018. *Weforum.org* [online]. [cit. 2019-01-22]. Dostupné z: <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-index-2017-2018/competitiveness-rankings/>.

¹⁷ Dle zprávy WEF jsou to: instituce, infrastruktura, makroekonomické prostředí, zdravotnictví a základní vzdělání, vyšší vzdělání a školení, efektivnost trhu se zbožím, produktivita práce, vývoj finančního trhu, velikost trhu, podnikové prostředí, inovace.

Co se týče kurzové politiky, pro podniky by byl lepší fixní měnový kurz, jelikož je vhodnější pro finanční plánování a kalkulace. Na druhou stranu má v současné době jen málo států fixní měnový kurz a z větší části tento systém přežívá v méně rozvinutých zemích. Většina takových států váže svoji lokální měnu na americký dolar, protože má větší stabilitu než ostatní měny,¹⁸ nebo dané státy provádějí většinu transakcí v amerických dolarech. Z výše uvedeného plyne, že většina současných států používá pohyblivý měnový kurz, který je ale velice náchylný k různorodým spekulacím a může tak zdevastovat ekonomické prostředí daného státu.

Jedním z dalších důležitých prvků dané skupiny je i politika zahraničního obchodu, kdy za předpokladu úplné nezávislosti ve svých rozhodnutích mohou státy vydat různá opatření limitující obchod s jinými státy. Takovými opatřeními mohou být tarify, cla nebo například i kvóty, sloužící k ochraně domácí výroby a přírodních zdrojů. V dnešní době ale stále více států uzavírá bilaterální či multilaterální dohody nebo jsou i členy Světové obchodní organizace, jejímž cílem je eliminace jakýchkoliv obchodních bariér, které by bránily volnému obchodu.

Technologické faktory. Z technologického hlediska můžeme hodnotit zemi dle tří kritérií, a to dle technologického rozvoje, základní infrastruktury a informační a komunikační technologie.

- a) **Technologický rozvoj neboli také pokrok ve vědě a výzkumu (dále jen VaV):** pokrok z hlediska zaměstnanosti ve VaV, investic dané země do VaV (kolik procent z HDP) a počet patentů v daném státě.
- b) **Základní infrastruktura:** zatímco předchozí bod bude spíše zajímat společnosti orientované na VaV, tento bod zajímá všechny společnosti, které zvažují investice do jakéhokoliv státu. Infrastruktura je nedílnou součástí atraktivity země pro budoucí investory, jelikož význam infrastruktury spočívá v usnadnění dopravy lidí, zboží, kapitálu a informací.
- c) **Informační a komunikační technologie:** v současnosti se informace a data stávají nezbytnými předpoklady úspěšného fungování každé společnosti. Informace a data se dnes zadávají do počítačů a přenášejí přes internet, z tohoto důvodu je důležitá rychlost

¹⁸ Státy mají různé důvody pro navázání své lokální měny na americký dolar. Například karibské státy tak činí kvůli příjmům z turismu, v rámci něž je vše placeno v dolarech. Na Blízkém východě vidí arabské státy v americkém dolaru stabilní měnu a Spojené státy jsou také jejich největším obchodním partnerem.

připojení a schopnost fungovat bez větších prodlev a čelit případným kybernetickým útokům.

1.4 Výhodnost přílivu PZI

Jednou z důležitých otázek hospodářské politiky každého státu je otázka podpory přílivu PZI. Avšak problémem je, že určení pozitivních nebo negativních dopadů přílivu PZI na makroekonomické ukazatele je poměrně obtížné. Z tohoto důvodu nejsou ani ekonomové názorově jednotní na optimální množství PZI v hostitelské ekonomice. Jinými slovy není zcela snadné rozdělit dopady PZI na výhody a nevýhody. Při řešení této problematiky musíme totiž brát v úvahu nejen provázanost PZI s platební bilancí, ale dle Markové také podobu PZI, „jejich sektorové rozložení, strukturu hostitelské ekonomiky, její postavení v mezinárodní dělbě práce atd. Vzhledem k tomu, že příliv PZI je zdrojem řady přímých i nepřímých dopadů na hostitelskou zemi, je třeba jej posuzovat v komplexním měřítku a snažit se analyzovat dopady PZI v dlouhém období“.¹⁹

Jak ukazují současné trendy, zahraniční investoři se soustředí na komparativní výhody daného státu. Ačkoliv umístění PZI do toho či onoho státu je komplexní otázkou (např. při investicích „na zelené louce“), v níž má velkou úlohu i kvalita tzv. institucionálního zabezpečení, nelze ji ignorovat především v rozvojových státech s bohatstvím v podobě nerostných surovin.²⁰

Mezi výhody PZI se často na první místo řadí zvyšování produktivity práce v důsledku zvyšování konkurenčního tlaku, jemuž jsou vystaveny tuzemské firmy po vstupu zahraničních investorů. Dle Görga a Greenwaye umožňuje „vstup zahraničních investorů do hostitelské země přístup k moderním technologiím, managementu, marketingovým a finančním praktikám, ke světovému know-how, posiluje kvalitu a kvantitu produkce domácích firem a propojuje tak domácí ekonomiku se světovým trhem. Jedná se vlastně o argument rozšíření náskoku (ve formě určité dovednosti) matky do zahraničí, kde je část této dovednosti předána a zároveň jsou využity vhodné domácí podmínky“. V tomto případě PZI zčásti řeší domácí nedostatky, které mohou mít podobu deficitu domácího kapitálu nebo nízké technologické vybavenosti. Taktéž může dojít i k tzv.

¹⁹ MARKOVÁ, J., ŠVIHLÍKOVÁ, I.: Komparace vlivu PZI zemí V4 na vnější rovnováhu z pohledu platební bilance. *Scientia et societas: časopis pro společenské vědy a management*, 2017, sv. 13, č. 4, s. 44. ISSN 1801-7118.

²⁰ UNCTAD: *Trade and Development Report*, 2017. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development, 2017.

nabalovacímu efektu, kdy je zvýšení atraktivity daného místa (státu, oblasti nebo regionu) doprovázeno dalším přílivem investic. Tyto investice pak mohou mít určité pozitivní dopady na poměr mezi investicemi a úsporami, ekonomický růst a zaměstnanost. Významným dopadem je pak zapojení domácích společností jako subdodavatelů pro zahraniční společnosti.²¹ Turkcan, Duman a Yetkiner se spíše přiklání k pozitivnímu dopadu přílivu PZI na hospodářský růst. Tito odborníci zkoumali vztah mezi PZI a ekonomickým růstem u 23 zemí OECD v období 1975–2004. Na základě analýzy dospěli k závěru, že „*příliv kapitálu v podobě PZI přispívá k ekonomickému růstu prostřednictvím zvyšování produktivity práce a zavádění nových technologií. Poukazují však na to, že na druhé straně mohou PZI ovlivnit ekonomiku hostitelské země negativně, neboť mohou zničit konkurenci a tím nežádoucím způsobem ovlivnit jejich vlastní cestu rozvoje*“.²² Dle Hollanda a Paina je na druhé straně možné zařadit mezi negativní dopady PZI na hostitelskou ekonomiku „*překážky pro přelévání inovací a lidského kapitálu zahraničních firem do domácích podniků*“.²³

Ačkoliv se mezi pozitiva často řadí vznik nových pracovních míst, Marková a Švihlíková zdůrazňují, že „*tento faktor má svou váhu především u PZI ve formě investic na zelené louce, zatímco u fúzí a akvizic dochází častěji spíše k likvidaci pracovních míst*“.²⁴ Benáček dále zmiňuje, že vstupem mezinárodní společnosti může dojít k likvidaci rozvíjejícího se domácího odvětví a upozorňuje také na nepřátelské akvizice domácích společností zahraničními za účelem likvidace konkurence.²⁵ Danou problematikou se zabývají i Aitken a Harrison, kteří píšou o tom, že „*domácí*

²¹ GÖRG, H., GREENAWAY, D.: *Much Ado About Nothing? Do Domestic Firms Really Benefit from Foreign Direct Investment?* Discussion Paper No. 944. Bonn: The Institute for the Study of Labor, 2003. [online]. Dostupné z: <http://ftp.iza.org/dp944.pdf>.

²² TURKCAN, B., DUMAN, A., YETKINER, I. H.: *How does FDI and economic growth affect each other? The OECD Case*. In *Proceedings of the International Conference on Emerging Economic Issues in a Globalizing World*. Izmir: Izmir University of Economics, 2008, s. 21–40.

²³ HOLLAND, D., PAIN, N.: *The Diffusion of Innovations in Central And Eastern Europe: a Study of the Determinants and Impact of Foreign Direct Investment*. London: National Institute of Economic and Social Research, 1998. [online]. Dostupné z: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.156.9930&rep=rep1&type=pdf>.

DJANKOV, S., HOEKMAN, B.: *Avenues of Technology Transfer: Foreign Investment and Productivity Change in the Czech Republic*. London: Centre for Economic Policy Research, 1998. [online]. Dostupné z: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.467.3264&rep=rep1&type=pdf>.

²⁴ MARKOVÁ, J., ŠVIHLÍKOVÁ, I.: Komparace vlivu PZI zemí V4 na vnější rovnováhu z pohledu platební bilance. *Scientia et societas: časopis pro společenské vědy a management*, 2017, sv. 13, č. 4, s. 44. ISSN 1801-7118.

²⁵ BENÁČEK, V.: Přímé zahraniční investice v české ekonomice: praxe, teorie a aplikace. *Politická ekonomie*, 2000, 48(1), s. 7–24.

firmy často nemohou soutěžit s efektivnějšími zahraničními firmami a ukončují svoji činnost“. Na druhou stranu však dodávají, že tento dopad může být jen krátkodobý, protože z dlouhodobého hlediska se může tato výhoda přenést na domácí společnost prostřednictvím mobility pracovních sil.²⁶ Ezat také zastává názor, že tento efekt je krátkodobý, a uvádí, že vytěšňování domácích málo efektivních společností může mít na hostitelskou ekonomiku pozitivní účinky.²⁷

Avšak při takovém vytěšňování domácích společností a absenci vyvážených opatření vlády může dojít i ke vzniku tzv. závislé ekonomiky, která postrádá vlastní sebemeně rozvinuté domácí odvětví a růst hospodářství pohání pouze přílivy PZI. Tento ekonomický stav vede především ke ztrátě nezávislosti, a to jak ekonomické, tak i politické. Mimoto, odborné materiály Úřadu vlády ČR vypovídají o nepříjemné skutečnosti, že Česká republika vykazuje znaky výše uvedené ekonomiky.²⁸ V souvislosti s rozvojem lidského kapitálu je taktéž nutné posuzovat konkrétní podobu PZI, odvětví a opatření tuzemské vlády. Otázce vztahu PZI a lidského kapitálu se důkladně věnovali Blomström a Kokko, kteří za ekonomickým růstem v minulosti hledají hromadění pracovních sil a kapitálu.²⁹ Po roce 1970 došlo k přehodnocení tohoto pohledu a za klíčový faktor ekonomického rozvoje se začal pokládat technický pokrok daného státu a jeho export v podobě PZI. Tyto investice jsou právě tím hlavním faktorem umožňujícím přenos know-how mezinárodních společností na pracovní sílu hostitelských zemí. Nicméně kvalifikovanost pracovní síly daného státu a její schopnost nakládat s vyspělými technologiemi má bezpochyby významný vliv na atraktivitu daného místa z pohledu zahraničních investorů. Ke zvýšení kvalifikovanosti domácí pracovní síly může dojít jak zvýšením investic do vzdělání, tak i větší spoluprací s mezinárodními společnostmi.³⁰ V souvislosti se zvyšováním úrovně lidského kapitálu Blalock a Gertler namítají, že vše je v rukou mezinárodních společností, které mohou organizovat vzdělávací

²⁶ AITKEN, B., HARRISON, A. E.: Do domestic firms benefit from direct foreign investment? Evidence from Venezuela. *The American Economic Review*, 1999, 89(3), s. 605–618.

²⁷ EZAT, E.: The impact of foreign direct investment (FDI) on domestic firm's product and service quality in Czech Republic. *Studia Universitatis Babe-Bolyai, Negotia*, 2008, 53(1), s. 135–146.

²⁸ ÚŘAD VLÁDY ČR: *Analýza odlivu zisků: Důsledky pro českou ekonomiku a návrhy opatření*. Praha: Úřad vlády ČR, 2016. [online]. Dostupné z: <https://www.vlada.cz/assets/media-centrum/aktualne/Analyza-odlivu-zisku.pdf>.

²⁹ BLOMSTRÖM, M., KOKKO, A.: *Human Capital and Inward FDI. Working Paper 167*. Stockholm: Stockholm School of Economics, 2003. [online]. Dostupné z: <https://swopec.hhs.se/eijswp/papers/eijswp0167.pdf>.

³⁰ AITKEN, B., HARRISON, A. E., HANSON, G.: Spillovers, foreign investment, and export behavior. *Journal of International Economics*, 1997, 43(1–2), s. 103–132

kurzy pro zaměstnance subdodavatelů anebo zadávat zakázky, které budou subdodavatele motivovat k využití nových dovedností, a tím i větší produktivitě.³¹ Vlivem PZI na produktivitu práce se zabývají také Gorg a Bitzer, kteří na základě analýzy dat 17 zemí OECD došli k závěru, že v některých státech, jako je USA, Velká Británie, Švédsko, Francie či Polsko, je vztah mezi produktivitou práce a PZI pozitivní, ale například v Německu, Norsku, Španělsku nebo Itálii je tomu naopak.³² Dle Merlevedeho, Schoorse a Spatareanu a jejich zkoumání dynamického efektu PZI na produktivitu práce má vstup zahraniční společnosti v krátkodobém horizontu negativní dopad na produktivitu lokálních konkurenčních společností, což je však kompenzováno v delším časovém horizontu.³³ Na druhé straně, jak uvádí Marková a Švihlíková, stávající velké rozdíly v produktivitě práce mezi danými zeměmi se mohou vstupem mezinárodní společnosti ještě více prohloubit, jelikož hrozí, že ta nejkvalifikovanější a nejproduktivnější pracovní síla odejde časem do mateřské společnosti do zahraničí.³⁴

Příliv PZI je dále velmi často spojován s růstem exportní výkonnosti, která se později může projevit v obchodní bilanci nebo přímo ve výkonové bilanci. Zvýšení exportní kapacity však nemusí nutně znamenat velký přínos pro hostitelskou zemi. Může totiž dojít i k tlakům na importní stranu bilance nebo může také hrozit tzv. cyklus „boom and bust“. V důsledku přílivu kapitálu dojde v zemi k apreciaci domácího měnového kurzu a tímto dojde k odstranění pozitivního dopadu přílivu PZI na export hostitelské země. Nesmírně důležitá je i otázka zisku, který je dosažen zahraničními investory po zhodnocení kapitálu v hostitelské zemi.

Jelikož neexistuje jednotný názor ohledně dopadů PZI na hospodářství hostitelských zemí, není rovněž možné najít shodu ani v tom, zda by mělo ze strany vlády docházet k podpoře, nebo naopak omezování přílivu PZI. Nicméně pokud se vlády rozhodnou podporovat příliv PZI, nemělo by docházet k tzv. principu rovného zacházení a neměly by se zvýhodňovat jen zahraniční subjekty,

³¹ BLALOCK, G., GERTLER, P. J.: Welfare gains from foreign direct investment through technology transfer to local suppliers. *Journal of International Economics*, 2008, 74(2), s. 402–421.

³² BITZER, J., GORG, H.: *The Impact of FDI on Industry Performance. Research Paper Series*. Lancaster: European Trade and Study Group, 2005. [online]. Dostupné z: <http://www.etsg.org/ETSG2005/papers/gorg.pdf>.

³³ MERLEVEDE, B., SCHOORS, K., SPATAREANU, M.: *FDI Spillovers and the Timing of Foreign Entry. Discussion Paper Series*. Leuven: LICOS — Centre for Institutions and Economic Performance, 2010. [online]. Dostupné z: <http://www.econ.kuleuven.be/licos/publications/dp/dp267.pdf>.

³⁴ MARKOVÁ, J., ŠVIHLÍKOVÁ, I.: Komparace vlivu PZI zemí V4 na vnější rovnováhu z pohledu platební bilance. *Scientia et societas: časopis pro společenskou vědu a management*, 2017, sv. 13, č. 4, s. 46. ISSN 1801-7118.

které investují v hostitelské zemi. Jednotný názor mezi odborníky je možné dále spatřit i v preferenci přílivu kapitálu ve formě PZI, nikoli ve formě dluhového kapitálu. Dle Markové a Švihlíkové jsou oproti dluhovému kapitálu PZI výhodné v tom, že „*nezhoršují zadluženost země, nelze je vynakládat neefektivně a riziko neúspěchu nese investor*“.³⁵

1.5 Investiční pobídky

Pokud hovoříme o faktorech, které motivují zahraniční subjekty investovat do dané země, pak se investiční pobídky jeví jako jeden z největších podnětů pro investice. Investiční pobídky chápeme jako všechna opatření, která jsou vytvořena s jediným cílem, a to nalákat zahraniční investice do dané země.

Podle OECD je hlavním záměrem investičních pobídek vytvoření příjemného podnikatelského prostředí a zamezení vzniku rizik spjatých s podnikatelskou činností. Ačkoliv se na investiční pobídky v rámci OECD vztahují principy nediskriminace a transparentnosti, samy o sobě se investiční pobídky pro zahraniční investory jeví jako diskriminační prostředek vůči lokálním podnikům. Zejména kolem velkých nadnárodních společností a jejich zvláště finančně atraktivních projektů dochází mezi jednotlivými státy k soupeření, kdo z nich nabídne pro daného investora lepší podmínky.³⁶

V odborné literatuře se vedou diskuze, zda jsou investiční pobídky efektivními, nebo neefektivními nástroji hospodářské politiky. Obecně platí, že investiční pobídky jsou selektivní podporou vybraným investorům, kteří splňují nějaká specifická kritéria, ať již pevně daná nebo ad hoc stanovená. Investiční pobídky tak vytvářejí v dané ekonomice dvě skupiny investorů: na jedné straně jsou ti, na které se vztahují obecná pravidla, a na druhé pak ti, kteří mohou využít investiční pobídky k neoprávněným dotacím pro své společnosti nebo daňovým úlevám. Dle studie OSN jsou pobídky ekonomicky výhodné:

³⁵ MARKOVÁ, J., ŠVIHLÍKOVÁ, I.: Komparace vlivu PZI zemí V4 na vnější rovnováhu z pohledu platební bilance. *Scientia et societas: časopis pro společenské vědy a management*, 2017, sv. 13, č. 4, s. 46. ISSN 1801-7118.

³⁶ *Checklist for Foreign Direct Investment Incentive Policies* [online]. Paris, France, 2003 [cit. 2019-01-22]. Dostupné z: <http://www.oecd.org/daf/inv/investment-policy/2506900.pdf>.

1. *Pokud kompenzují tržní selhání*, tj. pokud slouží k překonání počáteční bariéry, aby se pak díky přilákání významného investora dozvěděli i další investoři o oblasti, kde je sice investování výhodné, ale moc se o tom neví.
2. *Pokud se zahraniční investoři fundamentálně liší od domácích investorů* a přinášejí nějakou specifickou nehmotnou hodnotu, která se přelije na domácí.³⁷

Obecně se dále doporučuje, že pokud je cílem pobídek náprava nějakého tržního selhání, potom je nejlepší možností takové selhání napravit bez využití investičních pobídek. Existuje totiž pravděpodobnost, že problém spočívá nejenom v tržním selhání, ale i ve vládním selhání, kdy zahraniční investoři nepřicházejí do dané země kvůli přemíře byrokracie, korupci a špatné právní vymahatelnosti. Také se upozorňuje na negativní efekt v podobě asymetrie mezi bohatšími a chudšími zeměmi, kdy bohatší země mají výhodu oproti chudým v možnosti udělení štědrých pobídek, a tím i přilákání větších investic. Chudší země naopak nebudou moci využít svých komparativních výhod a vyjít tak z chudoby. S touto asymetrií souvisí i tzv. přestřelování investičních pobídek mezi bohatšími zeměmi, kdy konkurence v pobídkách mezi sousedními zeměmi vede k převaze negativního efektu nad pozitivním pro ekonomiku dané země.

Obecně lze investiční pobídky rozdělit na regulatorní, finanční a fiskální pobídky.

Regulatorní pobídky

Tyto pobídky slouží jako nástroj pro přilákání zahraničních investic, přičemž v praxi to většinou znamená, že země pro investory snižuje environmentální a sociální požadavky a také požadavky týkající se trhu práce. Takové regulatorní pobídky se buď stanoví plošně pro všechny zahraniční investory anebo individuálně pro investora, o kterém se ví, že by měl velice lukrativní projekt.

Finanční pobídky

Finanční pobídky jsou poskytovány společností na bázi tří faktorů. Prvním takovým faktorem je *neatraktivita oblasti* dané hostitelské země, kdy se může daná oblast jevit méně atraktivní v porovnání s jinými územími, a proto se vláda snaží poskytnout svoji asistenci, aby tato skutečnost

³⁷ *Analýza investičních pobídek v České republice* [online]. Praha, Česká republika, 2007 [cit. 2019-02-08]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/assets/dokumenty/32013/35445/388865/priloha001.pdf>.

investora neodradila. Za pomoci investora a vlády pak dochází k pozvednutí úrovně dané oblasti. Při vyjednávání může v takovém případě balíček pobídek například zahrnovat:

1. **Infrastrukturní dotace** – vláda přispěje k atraktivitě dané oblasti tím, že na sebe vezme břemeno výstavby dopravní a komunikační infrastruktury na míru dle požadavků investorů.
2. **Kvalifikační dotace** – používají se v mnoha případech prostřednictvím veřejně podporovaných výukových programů a zejména v té situaci, kdy investoři přinášejí do dané země nějaké nové činnosti, pro které v dané zemi není dostatečně kvalifikovaná pracovní síla.

Druhým faktorem jsou *náklady na realokaci aktivit*, tj. vláda zastává názor, že realokace aktivit či založení aktivit zcela nových může být spojeno s velkými náklady, které mohou budoucí investory odradit. Z tohoto důvodu se vlády snaží zmírnit dopady zvýšených nákladů těchto společností poskytnutím:

1. **Realokační a expatriační podpory** – vlády mohou nabídnout společnostem tzv. grant neboli příspěvek na pokrytí ztrát z realokace, dále grant na pokrytí ztrát z propuštění zaměstnanců v jiné zemi a grant na pokrytí nákladů souvisejících se stěhováním rodinných příslušníků zaměstnanců žijících v cizině.
2. **Administrativní asistence** – vláda se snaží pomoci skrze agentury pro investiční podporu, které na sebe převezmou administrativní vyřizování, které by jinak bylo zodpovědností společnosti.
3. **Dočasné mzdové dotace** – další asistenční balíček, který podporuje počáteční fázi nastartování podnikatelské činnosti zahraničního investora. Tyto dotace, jak je již z názvu patrné, slouží k dočasnému pokrytí části vyfakturovaných mezd pracovníků daného podniku.

Třetím faktorem je *pokrytí externalit zahraničního podniku* skrze cílené investiční pobídky. Z politického hlediska jsou však vlády nuceny ke zdrženlivosti při krytí externalit, aby nepodporovaly zdání, že podpůrné balíčky jsou rozdávány všem, kdo se o ně přihlásí. Proto jsou tyto pobídky většinou spojené se specifickými aktivitami investorů, které vlády vidí jako strategické i pro sebe.

1. **Úvěry investorům** – jednou z možností vlád je udělení zvýhodněných půjček anebo dotací na úroky z půjček pro specifické projekty investorů, případně poskytnutí i garancí na úvěry.
2. **Nemovitost** – situace, kdy vláda nebo lokální úřady prodávají pozemky a budovy investorům za kupní cenu, která je nižší než tržní. Taková praktika bude fakticky hodnocena jako beznákladová možnost podpory investic v daném regionu (pokud budeme ignorovat náklady příležitosti).
3. **Přebrání části nákladů** – nebo doslovně také „účast na nákladech“ je situace, kdy vlády mohou pokrýt počáteční náklady společnosti spojené se vstupem do dané země.

Fiskální pobídky

Fiskální pobídky jsou jedny z nejrozšířenějších pobídek mezi chudšími státy, které mají limitované prostředky pro výše uvedené typy pobídek. Tyto nástroje jsou používány povětšinou ve formě daňových a kapitálových zvýhodnění.

1. **Snížené zdanění právnických osob** – kroky, které jsou zaměřené na snížení daňové zátěže pro společnosti s cílem přilákat zahraniční investory. Tyto kroky v sobě mohou zahrnovat:
 - a. **Daňové prázdniny**. Pod pojmem daňové prázdniny rozumíme situaci, kdy nově založená společnost není povinna platit daň z příjmu právnických osob po zákonem stanovenou dobu. Účelem těchto prázdnin je nechat společnosti čas, aby se tzv. zotavila z počátečních nákladů.
 - b. **Speciální daňově zvýhodněné oblasti** jsou menší lokální oblasti neboli speciální průmyslové zóny, kde je korporátní daň menší oproti té, která je mimo danou oblast (daň na celém území daného státu).
2. **Pobídky pro tvorbu kapitálu** – opatření zaměřená jak na přilákání zahraničních investorů, tak i na poskytnutí podmínek pro jejich investování v dané zemi.
 - a. **Speciální investiční podpora**. Podpora firmám poskytnutá ve formě zrychlené amortizace nebo větších odpisů majetku.
 - b. **Investiční daňové příspěvky**. Daňové příspěvky poskytnuté formou určitého procenta z daňových výdajů.
 - c. **Reinvestované zisky**. Vlády nabízejí zahraničním investorům srážku z daní nebo poskytnutí daňového příspěvku ve výši reinvestovaného zisku v dané zemi.

3. **Snížené překážky pro přeshraniční činnost** – zahraniční investoři jsou lákáni do tzv. speciálních ekonomických zón, kde by měli na svoji činnost minimální náklady.

- a. **Zdanění zahraničního obchodu.** Může dojít ke sníženému zdanění importu a sníženým celním poplatkům.
- b. **Zdanění zaměstnanců.** Snížení daně z příjmu fyzických osob nebo také snížení odvodů sociálního zabezpečení pro všechny zahraniční zaměstnance dané zahraniční společnosti.

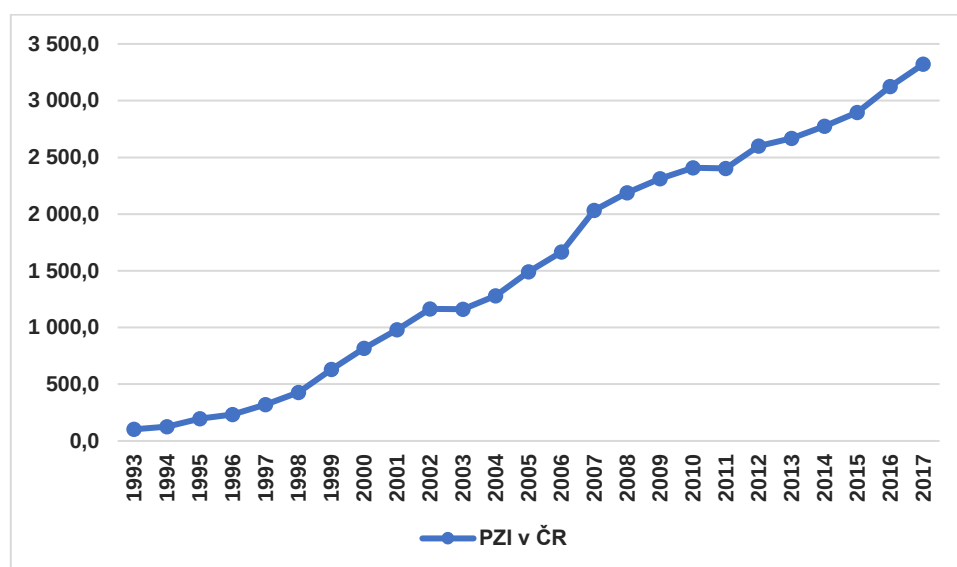
Další fiskální pobídky jsou poskytovány ve formě specifických daňových sazeb ovlivňujících tak či onak odvětví, ve kterém dané společnosti fungují. Jako alternativu k přechozím položkám mohou v současnosti vlády zahraničním investorům nabídnout snížení daně z prodeje, daně z přidané hodnoty a daně z nemovitých věcí.

2 Vliv přílivu přímých zahraničních investic na platební bilanci

2.1 Příliv PZI do ČR

Přímé zahraniční investice jsou zachycovány z hlediska jejich vlastnictví, a to dle investic vlastněných rezidenty v zahraničí a nerezidenty v ČR. Tyto dvě kategorie se pak dále dělí na investice do základního kapitálu, reinvestovaný zisk a ostatní kapitál. Následující Obr. 1 ukazuje vývoj přílivu a odlivu PZI od vzniku samostatné ČR až do roku 2017. Z tohoto obrázku vyplývá, že obě kategorie za sledované období značně narostly, avšak stav nerezidentských investic v ČR vykazuje větší meziroční nárůsty oproti rezidentským investicím v zahraničí.

Obrázek 1 – Vývoj přílivu PZI v ČR v období 1993–2017 (v mld. CZK)



Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB, ARAD (2017).

Od roku 1993 se vývoj PZI nastartoval díky první fázi privatizace, tzv. malé privatizaci, kdy bylo mezi roky 1991–1993 ve veřejných aukcích vydraženo přes 22 tis. malých hospodářských

jednotek (např. obchodů nebo restaurací).³⁸ Privatizace následovala i v dalších letech a sehrála podstatnou roli v atraktivitě ČR pro zahraniční investory, a tím i přilákání PZI. Jak vyplývá z Obr. 1, do roku 1998 se příliv PZI zvýšil na 429,2 mld. CZK.

V souvislosti s PZI se hovoří také o tzv. životním cyklu investic. Ten se skládá ze tří fází, kdy na začátku je realizace investice, poté dochází k tvorbě zisku a konečnou fází je jeho rozdělení na reinvestovaný zisk a dividendy. V první fázi, kdy se jedná o „*realizaci investice v hostitelské zemi, je investice ztrátová, vzhledem k vysokým pořizovacím nákladům*“. Doba realizace investice závisí na typu této investice. Nejdelší je u investic na zelené louce a kratší bývá u investic realizovaných formou akvizic, fúzí nebo do stávajících podniků. Ve druhé fázi cyklu dochází už i k tvorbě zisku. S nárůstem „*výkonnosti a konkurenceschopnosti podniku investoři reinvesticemi rozšiřují stávající výrobní kapacitu, aby získali větší podíl na trhu*“. Podíl vyplacených dividend na celkových výnosech je v této fázi malý, případně nejsou dividendy vypláceny vůbec. Až ve třetí fázi životního cyklu dochází k růstu podílu vyplacených dividend na celkových výnosech. Tyto fáze jsou závislé nejen na typu investice, ale i „*očekávání zahraničních subjektů, která jsou ovlivněna celou řadou faktorů, mezi které patří růst HDP v hostitelské zemi, daňový systém, mezinárodní dohody o ochraně investic a zamezení dvojímu zdanění, náklady na pracovní sílu, stupeň konkurence na trhu, cenové vlivy na trhu, rating země a jeho očekávaný vývoj, systém finanční podpory přílivu přímých zahraničních investic*“.³⁹

Podle ČNB probíhaly v České republice tyto tři etapy životního cyklu investic od roku 1998 až do roku 2013 a lišily se jak objemem, tak i strukturou přílivu kapitálu.⁴⁰

První etapa probíhala mezi roky 1998 až 2002 a byla charakteristická prodejem státního majetku nerezidentům, jinými slovy docházelo k mohutným přílivům přímých zahraničních investic do základního kapitálu společností. Dle Markové k tak velkému zvratu napomohlo „*především usnesení vlády č. 298/1998 o investičních pobídkách*“, které stanovovalo základní formu

³⁸ ŽÍDEK, L.: *Česká ekonomika v 90. letech*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2004. 105 s. ISBN 80-210-3551-X.

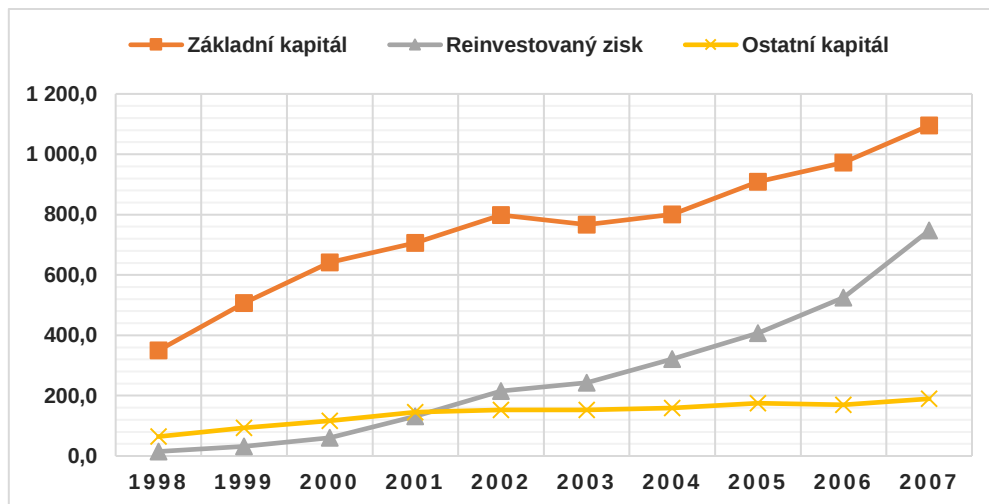
³⁹ BRADA, C. J., TOMŠÍK, V.: Zahraniční investice a náchylnost k měnovým krizím: zkušenosti tranzitivních ekonomik. *Politická ekonomie*, 2004, 52(3), s. 313–329.

⁴⁰ ČNB. *Zpráva o inflaci III/2014* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-02-08]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2014/2014_III/boxy_a_prilohy/zoj_2014_III_box_1.html.

investičních pobídek a taktéž i rozsah podmínek, které musí investor splnit, navíc svůj podíl na nárůstu objemu PZI v České republice od roku 1998 měla „*nesporně také změna metodiky měření těchto investic*“. Do přímých zahraničních investic se od tohoto roku začaly zahrnovat nejen investice do základního kapitálu, ale i „*reinvestované zisky čili výnosy, které nejsou repatriovány do zahraničí, ale jsou použity v hostitelské zemi na rozšíření stávající investice, a rovněž se do přímých zahraničních investic započítává i ostatní kapitál ve formě úvěrů poskytovaných mateřskou firmou dceřině společnosti v hostitelské zemi*“.⁴¹ Největší příliv PZI byl zaznamenán ke konci 1. etapy v roce 2002, kdy došlo k privatizaci plynárenské společnosti Transgas, a.s. v hodnotě 125 mld. CZK,⁴² a dle Obr. 1 vykazaly PZI v daném roce hodnotu 1 165,5 mld. CZK. Značná část vytvořených zisků z těchto investic, zhruba 18 %, zůstala v tuzemsku v podobě reinvestovaných zisků.

Mezi lety 2003 až 2007 nastala druhá etapa, ve které došlo ke změně struktury přímých zahraničních investic v ČR, kdy byl zaznamenán zejména růst objemů reinvestovaných zisků (viz Obr. 2), namísto přílivu nových investic do základního kapitálu.

Obrázek 2 – První a druhá etapa životního cyklu PZI v ČR (v mil. CZK)



⁴¹ MARKOVÁ, J.: Komparace vlivu přímých zahraničních investic na běžný účet platební bilance České republiky a Slovenska po vstupu do Evropské unie. *Český finanční a účetní časopis*, 2014, roč. 9, č. 1, s. 22.

⁴² ČNB. *Platební bilance 2002* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-02-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_balance_stat/publikace_pb/zpravy_vyv_oj_pb/PB_2002.pdf.

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB, ARAD (2017).

Pokles nových investic ale zcela nevypovídá o snížení atraktivity České republiky z pohledu zahraničních investorů, ba naopak zájem investorů narostl, a to především díky vstupu ČR do Evropské unie v roce 2004. Jak vyplývá z Obr. 2, už v roce 2005 je patrný opětovný nárůst přílivu PZI související s privatizací státních společností jako Český Telecom, Unipetrol a Vítkovice Steel, díky kterým se meziroční přírůstek investic vyšplhal na hodnotu 104,8 mld. CZK (jednalo se o více než 49 % z celkového meziročního přírůstku přímých investic ve výši zhruba 211 mld. CZK v tomto roce), a ke konci roku se zahraniční investice navýšily na 1 491,6 mld. CZK. Zbývající část investic plynula do navyšování základního kapitálu stávajících zahraničních podniků a do vzniku nových podniků pod zahraniční kontrolou.⁴³ V letech 2006⁴⁴ a 2007⁴⁵ už nebyly realizovány žádné nové investice, které by byly spojené s privatizací nebo se vstupem na finanční trh zahraničního strategického partnera, ale docházelo hlavně k navyšování kapitálu ve stávajících společnostech se zahraniční účastí.

Třetí etapa životního cyklu investic probíhala od roku 2008 až do roku 2013, a ačkoliv v počátcích této etapy stále pokračoval příliv PZI v podobě navyšování základního kapitálu ve stávajících společnostech se zahraniční účastí, a především pak v podobě přijatých úvěrů ze zahraničí (od mateřských společností),⁴⁶ v roce 2009 už došlo k výraznému propadu přílivu přímých investic kvůli finanční krizi. Na druhou stranu, jak uvádí Marková, důvodem poklesu PZI nemusel být pouze krizový vývoj, ale „*již byl z velké části vyčerpán potenciál pro další příliv privatizačních přímých zahraničních investic a stejně tak i velkých přímých zahraničních investic na zelené louce*“.⁴⁷ Dalším důvodem poklesu PZI jsou finanční potíže zahraničních mateřských společností, které „*využívaly nově vytvořené a nerozdělené zisky k vlastnímu financování nebo*

⁴³ ČNB. *Platební bilance 2005* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-02-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/zpravy_vyvoj_pb/index.html

⁴⁴ ČNB. *Platební bilance 2006* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-02-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/zpravy_vyvoj_pb/index.html

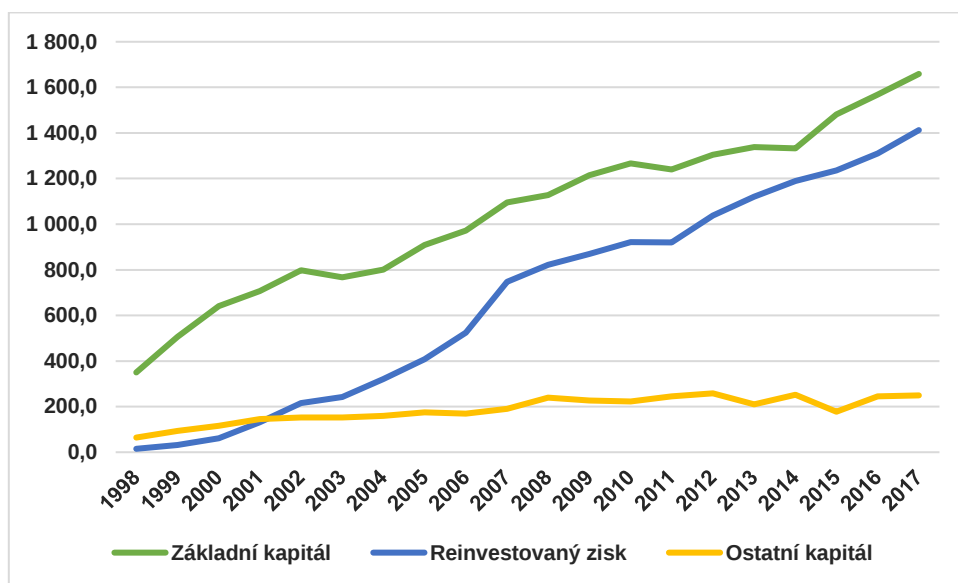
⁴⁵ ČNB. *Platební bilance 2007* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-02-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/zpravy_vyvoj_pb/index.html

⁴⁶ ČNB. *Platební bilance 2008* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-02-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/zpravy_vyvoj_pb/index.html

⁴⁷ MARKOVÁ, J.: Komparace vlivu přímých zahraničních investic na běžný účet platební bilance České republiky a Slovenska po vstupu do Evropské unie. *Český finanční a účetní časopis*, 2014, roč. 9, č. 1, s. 22.

financování svých zahraničních dceřiných společností“ v ostatních zemích. V uvedeném období došlo mimo jiné i k poklesu zisku vytvořeného zahraničními společnostmi v tuzemsku, což se při snaze společností udržet nebo zvýšit objem dividend odrazilo i v poklesu reinvestovaných zisků v tuzemsku.⁴⁸ Všechny tyto tři etapy životního cyklu přímých zahraničních investic můžeme vypořádat ve vývoji struktury přímých zahraničních investic od roku 1998 až po rok 2017, který je znázorněn na níže uvedeném Obr. 3.

Obrázek 3 – Přehled životního cyklu PZI v ČR (v mil. CZK)



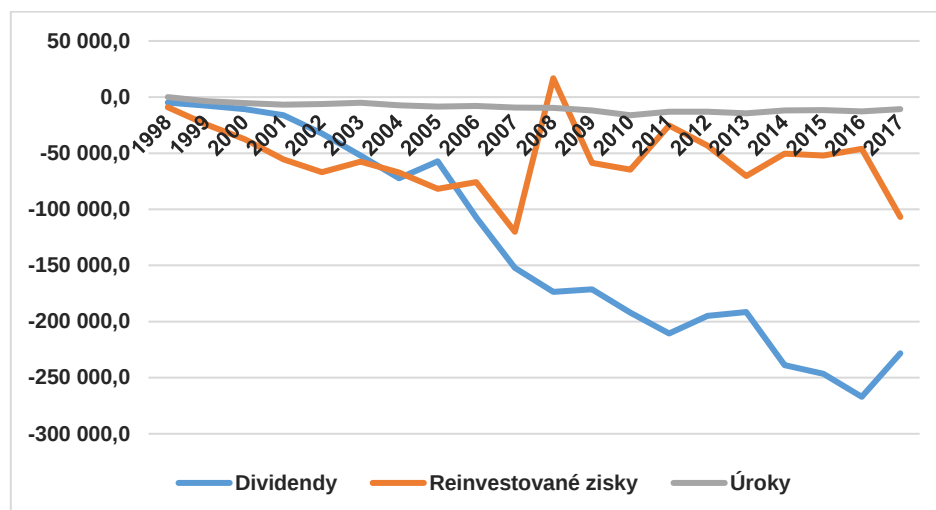
Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB, ARAD (2017).

Po roce 2013 došlo k razantním nárůstům odlivu výnosů ve formě dividend (viz. následující Obr. 4), kdy se objem odlivu navýšil z -191,5 mld. CZK v roce 2013 na -238,8 mld. CZK v roce 2014. V následujících letech odliv výnosů dále pokračoval, což mělo klíčový dopad na reinvestované zisky, jejichž objem se zmenšil o 20 mld. CZK na -50 mld. CZK, přičemž okolo této hodnoty se pak objem reinvestovaného zisku pohyboval i v dalších letech až do roku 2017. Dle řady odborníků není daná situace nijak přijatelná z hlediska budoucího vývoje ekonomiky ČR, jelikož šlo o odliv kapitálu nebo repatriaci zisku na úkor jejich reinvestice, což zpomaluje růst

⁴⁸ ČNB. *Zpráva o inflaci III/2014* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-02-11]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-inflaci/>

hospodářství a má negativní vliv na produktivitu práce. Pro zastavení těchto odlivů je pak nezbytná především inovace a modernizace podnikatelského prostředí.

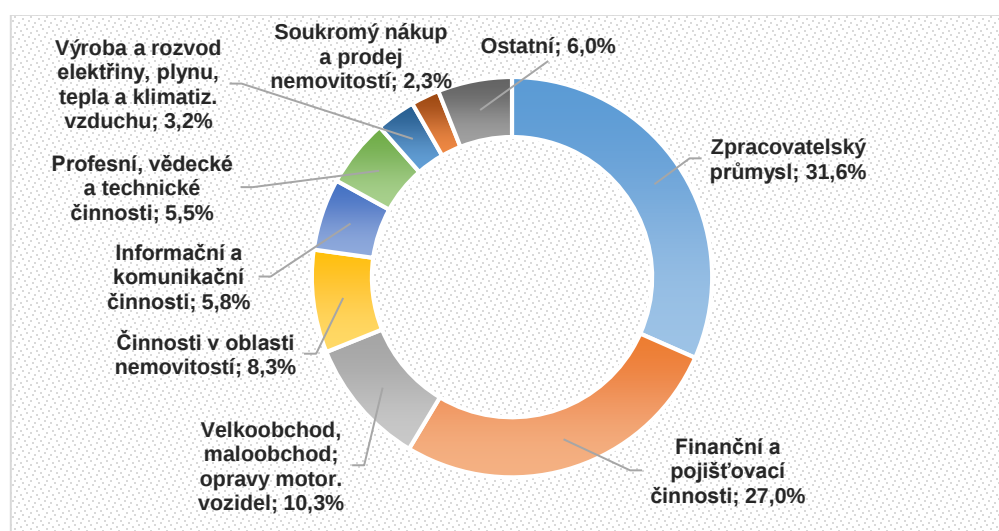
Obrázek 4 – Rozdělení salda důchodů z PZI (v mil. CZK)



Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB, ARAD (2017).

Pokud se podíváme na odvětvovou strukturu PZI v České republice v období 1998–2016, pak nejvíce se jich alokuje ve zpracovatelském průmyslu, dále ve finančních a pojišťovacích činnostech, velkoobchodu, maloobchodu, opravách motorových vozidel a dalších odvětvích. O odvětvové struktuře pak vypovídá Obr. 5.

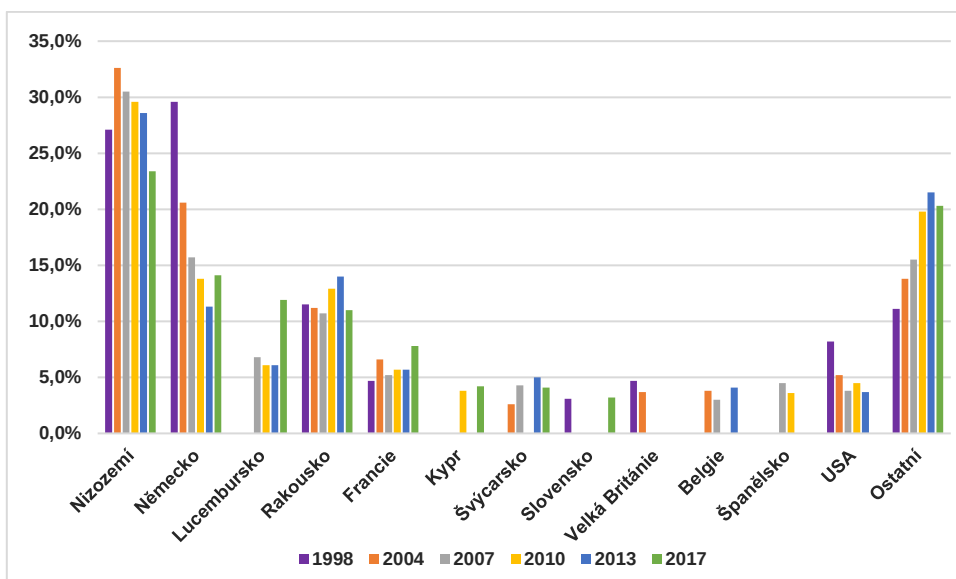
Obrázek 5 – Odvětvová struktura PZI v ČR



Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB, Přímé zahraniční investice 1998–2017.

Z teritoriálního hlediska byly evropské státy i nadále dominující, co se týče přílivu PZI do ČR. Nejvíce investovaného kapitálu pocházelo z Nizozemí, Německa, Lucemburska a Rakouska (viz Obr. 6).

Obrázek 6 – Teritoriální struktura PZI v ČR

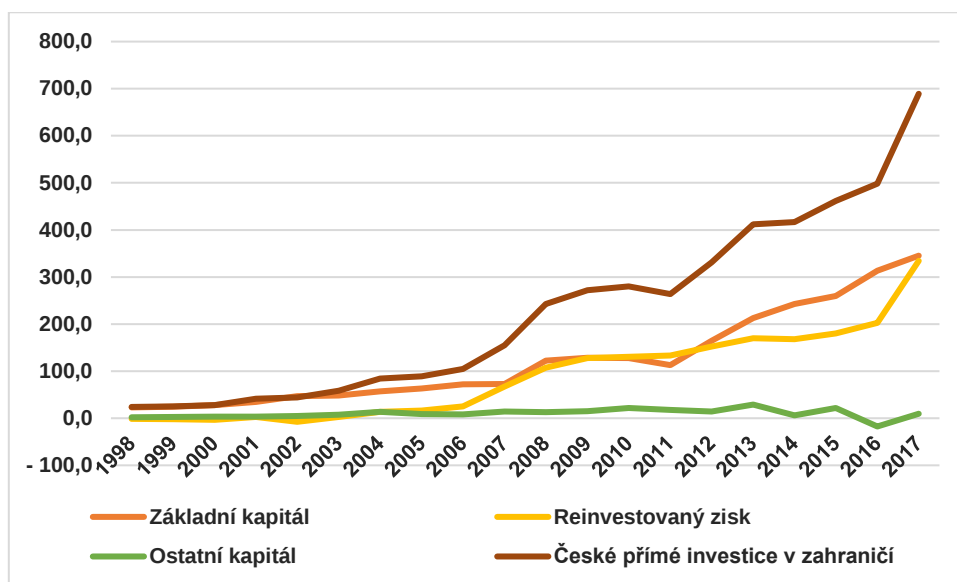


Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB, Přímé zahraniční investice 1998–2017.

2.2 České PZI v zahraničí

Oproti přílivu PZI se české PZI, které jsou zobrazeny na Obr. 7, nevyvíjí takovým tempem. Ačkoliv přímé investice rezidentů v cizině pozvolna rostou (zejména po vstupu ČR do EU v roce 2004), v porovnání s objemem PZI v tuzemsku zůstávají stále nízké.

Obrázek 7 – Vývoj českých PZI v zahraničí (v mil. CZK)



Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB, ARAD (2017).

Od roku 1993 do roku 2004 směřovaly české investice zejména do podniků s výrobním, případně odbytovým zaměřením, avšak od roku 2004 započala expanze českého kapitálu také do energetického odvětví.

V roce 2004 došlo k jedné z největších investic české společnosti do základního kapitálu v zahraničí v hodnotě téměř 9 mld. CZK, kdy český energetický gigant – společnost ČEZ – investovala do bulharských distribučních společností.⁴⁹ V následujících letech pak společnost ČEZ investovala do distribučních sítí a elektráren také v Rumunsku, Polsku, Srbsku, Rusku a Maďarsku. Růst vývozu PZI je pak dále spojen s cílem řízení vlastních aktiv v účetní rozvaze a optimalizaci daňového zatížení, což lze říci o investicích směřujících zejména na Kypr, do Lichtenštejnska, ale i do Nizozemí a Lucemburska. Domácí společnosti zde zakládaly tzv. společnosti zvláštního určení, které jsou pak využívány například právě pro řízení aktiv nebo získávání finančních prostředků na zahraničních kapitálových trzích.

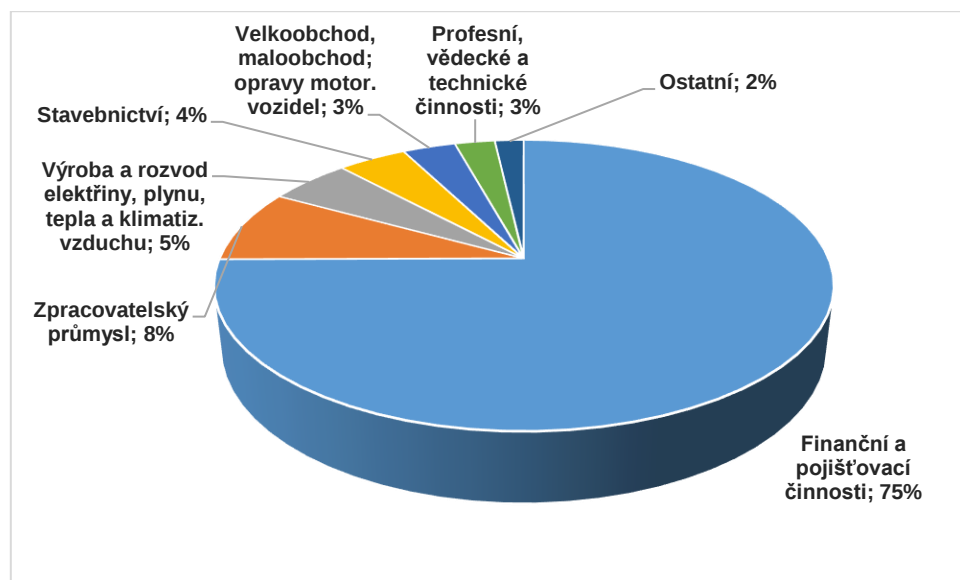
Z Obr. 7 je patrné, že v roce 2007 se poprvé projevilo vyrovnání odlivu investic do základního kapitálu s reinvestovaným ziskem, který zůstal v zahraničních společnostech. Těžiště tuzemských

⁴⁹ ČNB. *Platební bilance 2004* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-02-13]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/zpravy_vyvoj_pb/index.html

investic v zahraničí se přesouvá od podniků s odbytovým a výrobně-odbytovým zaměřením do oblasti řízení zahraničních aktivit, poskytování finančních a úvěrových služeb a optimalizace daňového zatížení. Avšak i nadále dochází k růstu objemu investic do odvětví energetiky. Navýšení objemu reinvestovaného zisku od roku 2007 se v zahraničí projevuje v důsledku vstupu investic do další fáze jejich vývoje, který přetrvával až do roku 2012.

Pro české přímé zahraniční investice je z odvětvového hlediska (které je zobrazeno na Obr. 8) charakteristické, že 75 % investic směřovalo do finanční a pojišťovací činnosti, 8 % do zpracovatelského průmyslu a 5 % do energetického průmyslu. Zbylá část PZI pak směřovala do stavebnictví, velkoobchodu, maloobchodu a opravy motorových vozidel, dále pak do profesní, vědecké a technické činnosti a ostatních odvětví.

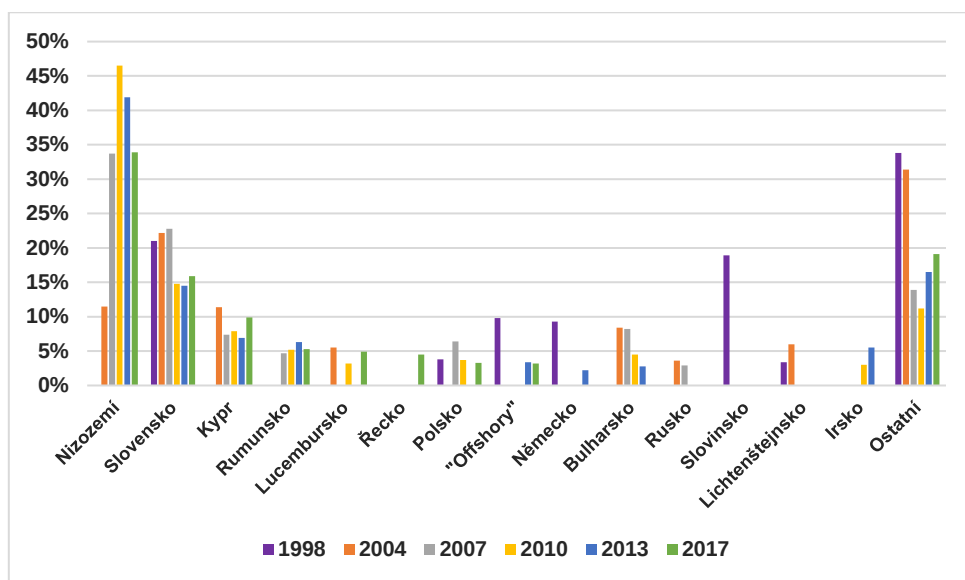
Obrázek 8 – Odvětvová struktura českých přímých investic v zahraničí



Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB, Přímé zahraniční investice 1998–2017.

V teritoriální struktuře, jak vypovídají údaje na Obr. 9, bylo v rámci sledovaného období dominantním příjemcem českých investic Nizozemsko, následováno Slovenskem a Kypr.

Obrázek 9 – Teritoriální struktura českých přímých investic v zahraničí



Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB, *Přímé zahraniční investice 1998–2017*.

2.3 Dopad přílivu PZI na platební bilanci

Charakteristika platební bilance

Platební bilanci je možné vysvětlit jako „systematický statistický výkaz z oblasti národního účetnictví, který souhrnně zachycuje veškeré ekonomické transakce mezi rezidenty domácí země a rezidenty ostatních zemí (tedy mezi devizovými tuzemci a cizozemci), které se uskutečnily za určité období, zpravidla jednoho roku i když je možno pracovat s čtvrtletní frekvencí a výběrově i s měsíční“.⁵⁰

Systematickým výkazem je nazýván proto, že je sestavován na základě dohodnutých postupů, které napomáhají k rychlému a přehlednému uspořádání velkého počtu různých transakcí uskutečněných mezi jednotlivými státy.

⁵⁰ MANDEL, M., DURČÁKOVÁ, J.: *Mezinárodní finance a devizový trh*. 1. vyd. Praha: Management Press, 2016, s. 16. ISBN 978-80-7261-287-1.

Tabulka 2 – Struktura platební bilance

Platební bilance
Běžný účet
Bilance zboží a služeb
Bilance prvotních důchodů
Bilance druhotných důchodů
Kapitálový účet
Finanční účet (včetně devizových rezerv)
Přímé investice
Portfoliové investice
Finanční deriváty (jiné než rezervy) a zaměstnanecké opce na akcie
Ostatní investice
Rezervní aktiva
Čisté chyby a opomenutí

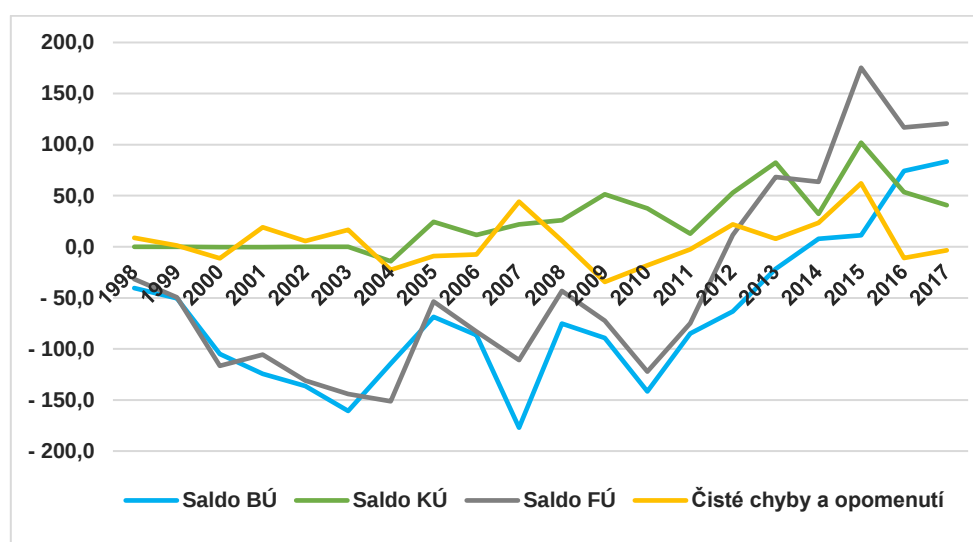
Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB (2017).

V současnosti se používá tzv. Manuál k sestavení platební bilance a investiční pozice vůči zahraničí (BPM6), který nahradil pátou verzi z roku 1993. Manuál BPM6 byl schválen MMF v srpnu 2012 a v Evropské unii se přechod na novou verzi uskutečnil v roce 2014. O aktuálním rozdělení platební bilance pak vypovídá výše uvedená Tab. 2.

Vývoj platební bilance v období 1998–2017 je pak zobrazen na Obr. 10. Tento obrázek ukazuje, že trend platební bilance byl záporný až do konce roku 2011, přičemž významnými determinanty vývoje platební bilance jsou saldo běžného a finančního účtu. Ačkoliv, jak je patrné z obrázku, saldo běžného účtu bylo v deficitu až do roku 2014 (kvůli velkému deficitu bilance prvotních důchodů a přebytkům bilance zboží a služeb, které nebyly dostačující k pokrytí záporné bilance prvotních důchodů), pozitivní vliv na platební bilanci v roce 2012 měly zejména nárůst aktiv kapitálového účtu (která se navýšila o 41 mld. CZK a ke konci roku dosáhla hodnoty 53 mld. CZK) a finančního účtu, jehož trend a celková hodnota se zásadně změnily v roce 2012: oproti minulému roku se finanční účet zvýšil o 86,5 mld. CZK a dosáhl kladné hodnoty 11,7 mld. CZK. Kapitálový účet se nacházel v kladných hodnotách už od vstupu ČR do EU v roce 2004, kdy byl jeho vývoj do značné míry ovlivněn příjmy ze strukturálních fondů Evropské unie, splacením zahraničních pohledávek (tj. splacení úvěrů poskytnutých jiným státům) a také díky prodejem emisních povolenek, zavedených Evropskou unií v roce 2005 za účelem splnění závazku snížit emisi

skleníkových plynů.⁵¹ Ostatní transakce jsou z hlediska objemu méně významné a souvisely především s obchodováním s nehmotnými aktivy (patenty, licence a ochranné známky) a převody majetku migrantů.⁵² Co se týče vývoje finančního účtu, ten se do roku 2012 nacházel v deficitu, kdy největší záporné hodnoty 151,3 mld. CZK dosáhl v roce vstupu ČR do EU. Poté se celkový trend uchýlil k postupnému snižování deficitu, kdy se právě v roce 2012 finanční účet dostal do přebytku. V kladných hodnotách, jak vidíme z Obr. 10, zůstal finanční účet až do konce roku 2017 a největší hodnota 175,3 mld. CZK byla dosažena v roce 2015, kdy velkou roli sehrály jak celkový přebytek na účtu PZI, tak masivní zvýšení rezervních aktiv.

Obrázek 10 – Vývoj jednotlivých sald platební bilance v období 1998–2017 (v mld. CZK)



Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB, ARAD (2017). Vysvětlivky: BÚ = běžný účet, KÚ = kapitálový účet, FÚ = finanční účet.

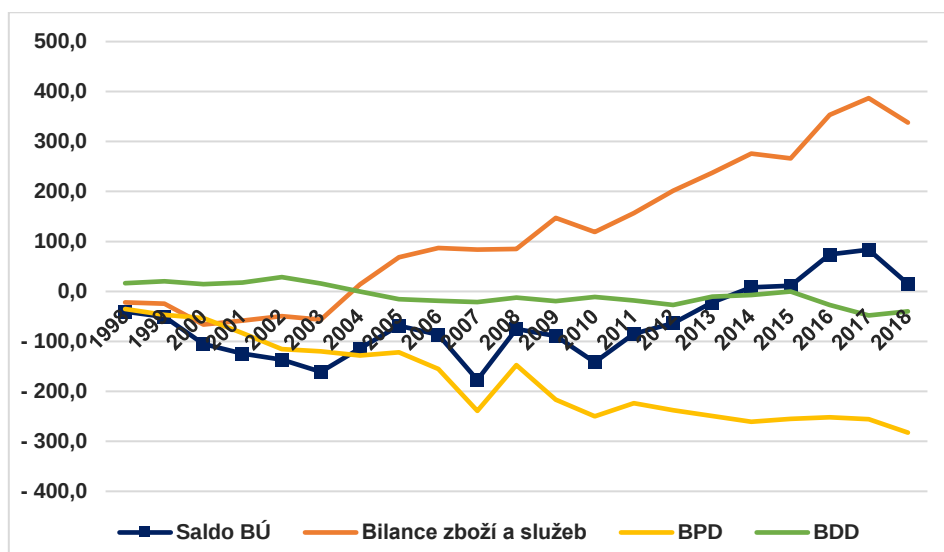
Dopad přílivu PZI na saldo BÚ

Saldo běžného účtu je výsledkem salda bilance zboží a služeb, bilanci prvotních a druhotných důchodů. O vývoji BÚ a jeho rozdělení vypovídá následující Obr. 11.

⁵¹ Tento závazek plyne z odsouhlasení tzv. Kjótského protokolu 16. 2. 2005.

⁵² ČNB. *Platební bilance* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-02-13]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/.

Obrázek 11 – Vývoj BÚ platební bilance v období 1998–2017 (v mld. CZK)



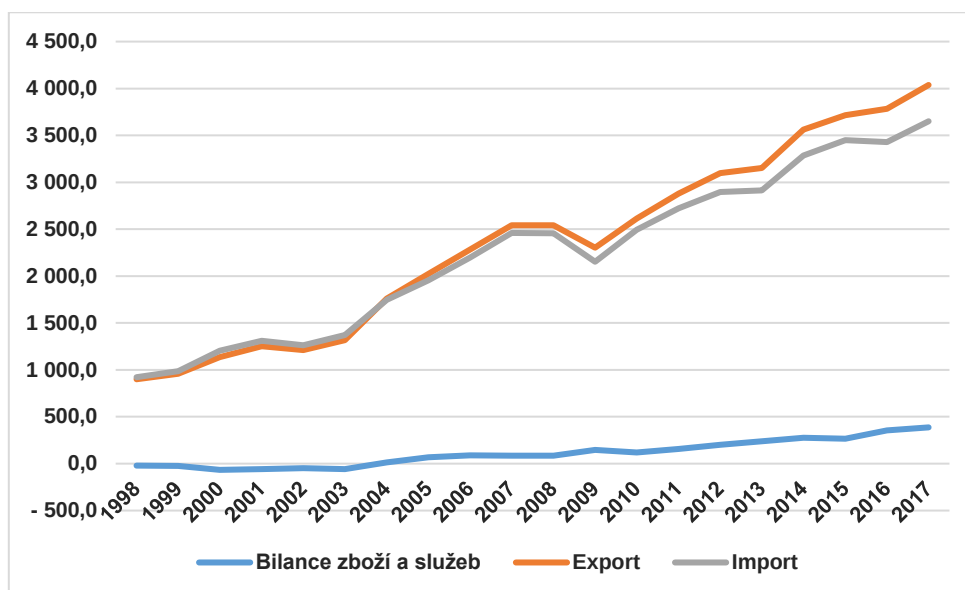
Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB, ARAD (2017). Vysvětlivky: BÚ = běžný účet, BPD = bilance prvotních důchodů, BDD = bilance druhotných důchodů.

Ve sledovaném období se saldo běžného účtu platební bilance nacházelo převážně v deficitu, ačkoliv bilance zboží a služeb byla v přebytku už od roku 2004, a největší záporné hodnoty -177 mld. CZK dosáhlo v roce 2007. Tak velký pokles byl způsoben zejména zápornou hodnotou bilance prvotních důchodů, kdy masivně narostly výnosy z PZI a výdaje na zaměstnání nerezidentů. Po roce 2007 se deficit zmenšoval a v roce 2014 se běžný účet dokonce dostal do kladných hodnot, v nichž setrval až do konce sledovaného období. Tento kladný vývoj nastal v souvislosti s obrovskými každoročními přebytky bilance zboží a služeb, kterým napomohla i depreciační domáci měny v rámci devizových intervencí, které se uskutečnily od listopadu roku 2013. Z Obr. 11 je tedy patrné, že největší vliv na saldo běžného účtu má bilance zboží a služeb a bilance prvotních důchodů.

Bilance zboží a služeb

Bilance zboží a služeb se nacházela do roku 2004 v deficitu, avšak po vstupu ČR do Evropské unie se výrazně zlepšila, a to ihned v roce 2004, kdy se ze záporné hodnoty -56,6 mld. CZK v roce 2003 dostala na 13 mld. CZK v roce 2004. O vývoji bilance zboží a služeb vypovídá následující Obr. 12, a jak je možné pozorovat, kladný vývojový trend následoval až do konce roku 2017, kdy bilance zboží a služeb překročila hranici 380 mld. CZK.

Obrázek 12 – Vývoj bilance zboží a služeb (v mld. CZK)



Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB, ARAD (2017).

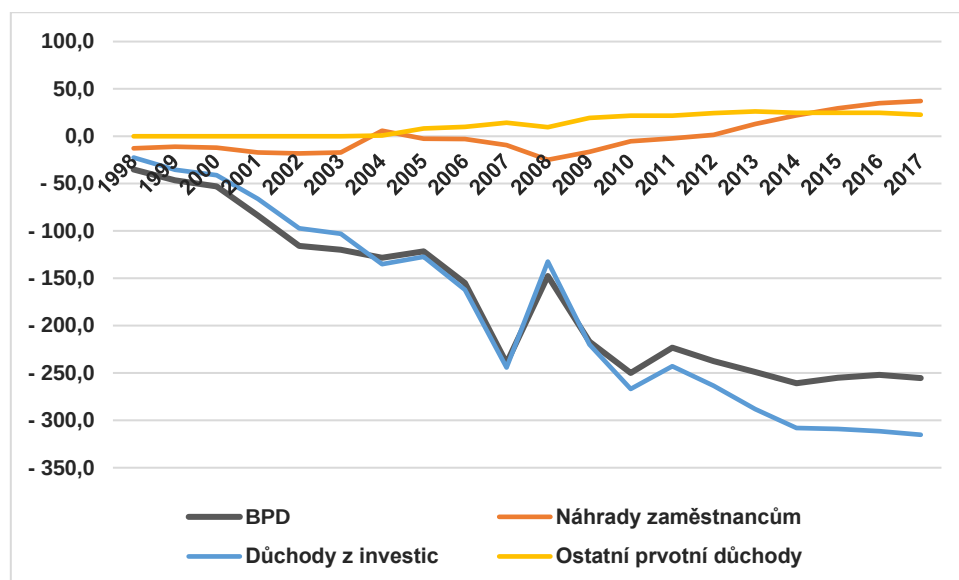
V rámci vývoje této bilance můžeme spatřit tři velké přírůstky bilance zboží a služeb. K prvnímu došlo po vstupu do EU, kdy mezi roky 2003 a 2004 bilance vzrostla o 70,4 mld. CZK. K tomuto růstu očividně přispělo odstranění celních a administrativních bariér a také harmonizace norem obchodování, důsledkem toho vzrostly zahraniční investice, zvýšila se exportní výkonnost společností a kvalita jejich zboží (na začátku převážně strojírenských společností), a tímto vzrostl i zájem zemí EU o české zboží a služby. Druhý přírůstek nastal mezi roky 2008 a 2009, kdy došlo k meziročnímu nárůstu bilance o 62 mld. CZK. Tento vývoj byl způsoben převážně zvýšením exportu v automobilovém průmyslu do sousedních zemí (zejména do Německa, kvůli zavedení tzv. šrotovného). Poslední významný přírůstek se uskutečnil mezi roky 2015 a 2016, kdy došlo ke zvýšení exportu průmyslového spotřebního zboží.

Bilance prvotních důchodů

Bilance prvotních důchodů zachycuje příjmy a výdaje související s toky zahraničních investic a se mzdy zahraničních subjektů pracujících u nás a našich v zahraničí. Tato bilance se již od rozpadu

Československa nacházela v deficitu 3,4 mld. CZK.⁵³ Při vstupu do EU tato bilance dosáhla už deficitu 128,4 mld. CZK a ke konci roku 2017 se skoro zdvojnásobila na hodnotu -255,3 mld. CZK. O vývoji bilance vypovídá Obr. 13. ze kterého je patrný zvětšující se deficit bilance během sledovaného období. Tento zvětšující se deficit byl do značné míry přerušen při finanční krizi v roce 2008 díky výraznému poklesu repatriace zisků do zahraničí.

Obrázek 13 – Vývoj a struktura bilance prvotních důhodů (v mld. CZK)



Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB, ARAD (2017). Vysvětlivky: BPD = bilance prvotních důhodů.

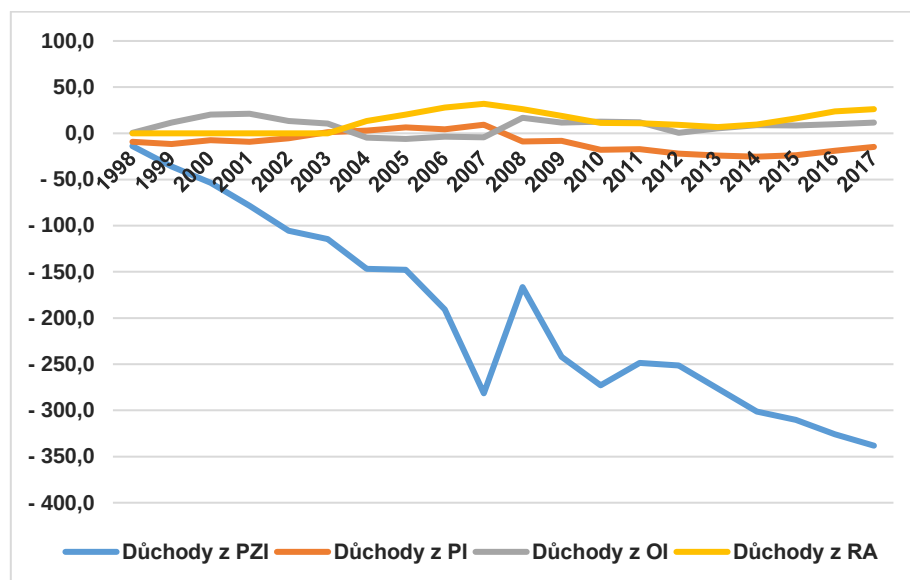
Jak dále můžeme zaznamenat, od roku 2012 došlo ke snížení přírůstku deficitů bilance, což je možné vysvětlit zvýšením počtu rezidentů pracujících v zahraničí.

Nicméně tou nejvýznamnější položkou, která udává celkový trend bilance prvotních důhodů, jsou důchody z investic, které se dále dělí na: důchody z PZI, důchody z portfoliových investic, důchody z ostatních investic a důchody z rezervních aktiv. Z Obr. 13 je patrné, že deficit důhodů z investic v důsledku masivních přílivů PZI během sledovaných let výrazně narůstá a zvětšuje tak

⁵³ ČNB. *Databáze časových řad ARAD* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-02-13]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_DRILL?p_strid=0&p_lang=CS.

debetní stranu běžného účtu platební bilance. Vývoj a struktura salda důchodů z investic jsou znázorněny na Obr. 14.

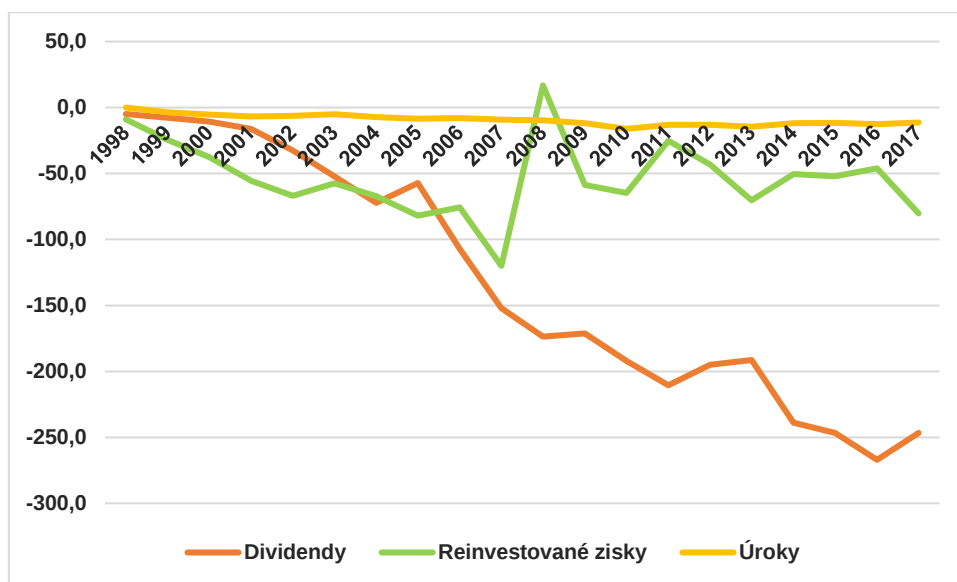
Obrázek 14 – Vývoj salda důchodů z investic (v mld. CZK)



Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB, ARAD (2017). Vysvětlivky: PZI = přímé zahraniční investice, PI = portfoliové investice, OI = ostatní investice, RA = rezervní aktiva.

Z obrázku je zřejmé, že důchody z PZI (a především dividendy a reinvestované zisky) udávají celkovou velikost a trend důchodů z investic. Od počátku sledovaného období se projevil exponenciální nárůst deficitu důchodů z PZI, kdy do roku 2007 se tyto zvětšily přibližně dvacetkrát. Zahraniční investice směřující do ČR poskytují jak možnost zvýšení konkurenceschopnosti domácích společností, tak poté i zvýšení konkurenceschopnosti a ekonomické výkonnosti ČR v mezinárodním prostředí. Prohloubení deficitu důchodů z PZI, s výjimkou roku 2008, pokračovalo i v dalších letech, avšak již ne s tak mohutnými nárůsty, což souviselo hlavně s utlumením růstu světové ekonomiky po finanční krizi v roce 2008. Na Obr. 15 je zobrazen vývoj salda důchodů z PZI a je patrné, že deficit prvotních důchodů je způsoben zejména vývojem účtů dividend a reinvestovaných zisků.

Obrázek 15 – Vývoj salda důchodů z PZI (v mld. CZK)



Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB, ARAD (2017).

Do roku 2004 probíhaly stabilní nárůsty deficitů dividend, což ukazuje na odliv zisků do zahraničí v podobě dividend, avšak objem reinvestovaného zisku, tj. objem zisku, který zůstal v ČR a byl dále investován, byl do roku 2004 větší než objem odlivu dividend. Po roce 2004 se tento trend začal směřovat ke stavu, kdy objem repatriovaného zisku do roku 2006 přesahoval objem reinvestovaného zisku. Tento jev souvisí se zhodnocením zahraničních investic, kdy zásluhou příznivých výsledků hospodaření společností a růstu tržní hodnoty jejich akcií následovalo vyplacení dividend do zahraničí. Po vypuknutí finanční krize v roce 2008 vyplacení dividend do zahraničí opět narostlo na úkor reinvestovaného zisku.⁵⁴ V následujících letech 2011–2017 se opakoval cyklus, kdy docházelo k nárůstu objemů reinvestovaných zisků a poté v souvislosti s příznivými výsledky hospodaření společností docházelo k vyplacení důchodů z PZI v podobě dividend do zahraničí.⁵⁵

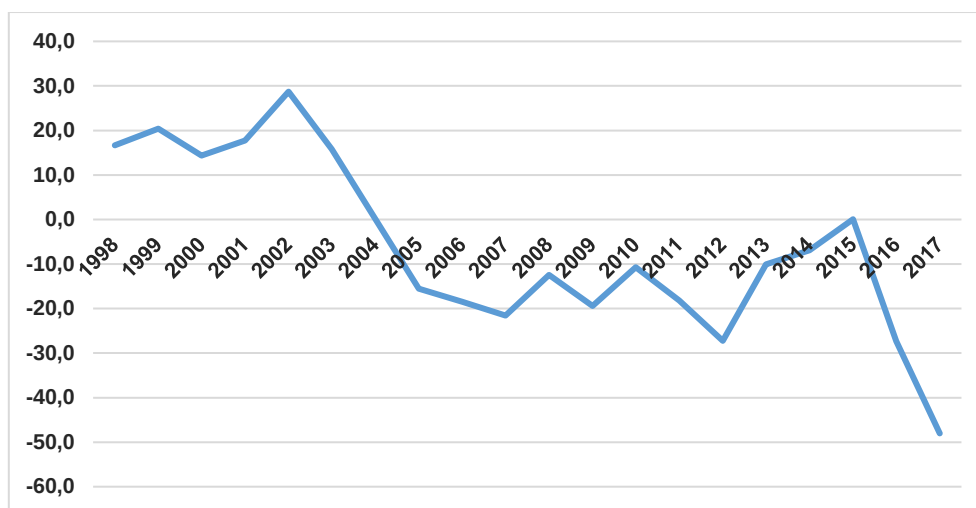
⁵⁴ ČNB. *Platební bilance 2010* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-02-13]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/zpravy_vyvoj_pb/2010/index.html.

⁵⁵ ČNB. *Databáze časových řad ARAD* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-02-13]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_DRILL?p_strid=0&p_lang=CS.

Bilance druhotných důchodů

Tato bilance zachycuje jednostranné finanční transfery, které mohou být jak vládního, tak soukromého typu. Vývoj této bilance je zobrazen na Obr. 16.

Obrázek 16 – Vývoj salda bilance druhotných důchodů (v mld. CZK)



Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB, ARAD (2017).

Jak ukazuje obrázek, saldo bilance má převážně záporný trend, což může být spojené se zachycováním jednostranných převodů mezi ČR a EU nebo také s rostoucími převody cizinců zaměstnaných v ČR do jejichrodných zemí.⁵⁶ Přebytky bilance jsou pak spojeny především s využitím předvstupních programů jako SAPARD, PHARE a ISPA,⁵⁷ případně operačních programů z Evropského strukturálního a investičního fondu.

Dopad přílivu PZI na saldo FÚ

Dle metodického listu ČNB slouží finanční účet k zachycování čistých přírůstků a úbytků jak finančních aktiv, tak i pasiv (např. příliv PZI se zachycuje jako pasivum).⁵⁸ Finanční účet se člení

⁵⁶ IMF. *BPM6 Compilation Guide* [online]. Washington, D.C., 2014 [cit. 2019-02-13]. Dostupné z: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2014/pdf/Guide.pdf>.

⁵⁷ DotaceEU. *Evropské fondy v ČR*. Dotaceeu.cz [online]. [cit. 2019-02-13]. Dostupné z: <https://dotaceeu.cz/cs/Evropske-fondy-v-CR>.

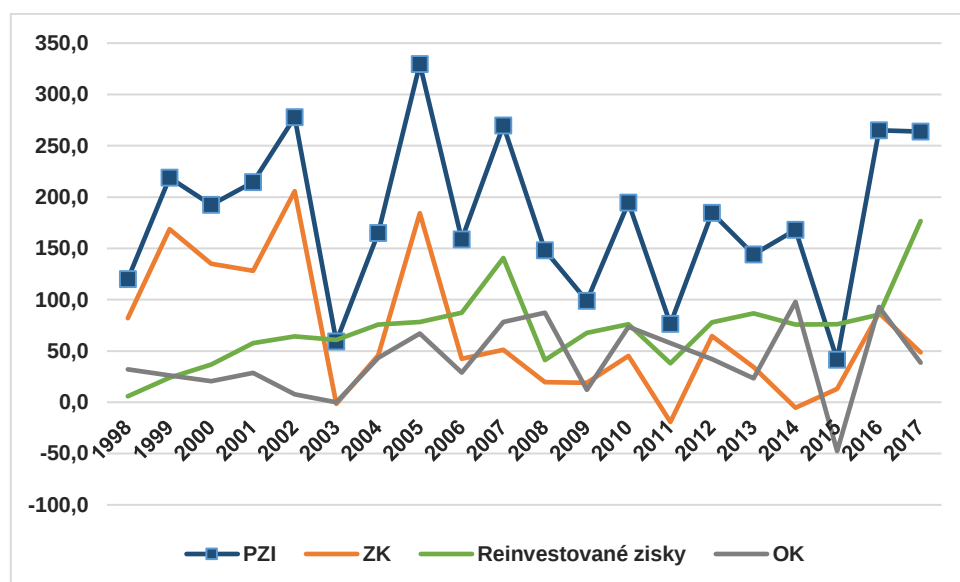
⁵⁸ ČNB. *Metodický list: platební bilance* [online]. Cnb.cz. [cit. 2019-02-13]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/docs/ARADY/MET_LIST/bpm6_bop_cs.pdf.

na PZI, portfoliové investice, finanční deriváty (jiné než rezervy) a zaměstnanecké opce na akcie, ostatní investice a rezervní aktiva. Nicméně dopad přílivu PZI je možné především sledovat skrze PZI, portfoliové a ostatní investice.

PZI

V rámci sledovaného období byl tento účet většinou v deficitu, vyjma let 2013 a 2015, kdy aktiva, tj. české investice v zahraničí, převýšila příliv PZI do ČR. Mezi lety 1998–2017 do ČR směřovalo kolem 2 341,6 mld. CZK, kdy 723,4 mld. CZK směřovalo na navýšení základního kapitálu, 1 403,4 mld. CZK zůstalo v podobě reinvestovaných zisků v tuzemsku a 214,8 mld. CZK bylo poskytnuto zahraničními investory ve formě mezipodnikových úvěrů. Oproti tomu dosáhly české PZI v zahraničí hodnoty 633,5 mld. CZK, kdy 292,3 mld. CZK připadlo na navýšení základního kapitálu, 332,3 mld. CZK na reinvestice zisků a 8,8 mld. CZK na ostatní kapitál. O vývoji a struktuře PZI vypovídá Obr. 17.

Obrázek 17 – Vývoj účtu PZI (v mld. CZK)



Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB, ARAD (2017). Vysvětlivky: PZI = přímé zahraniční investice, ZK = základní kapitál, OK = ostatní kapitál.

Při pohledu na Obr. 17 můžeme vidět prudké nárůsty přílivu PZI, zejména v letech 2002, 2005 a 2016. V letech 2002 a 2005 souvisel příliv PZI zejména s přílivem těchto investic do základního

kapitálu, a to kvůli tomu, že došlo k privatizaci státních společností.⁵⁹ Co se týče roku 2016, příliv PZI směřoval do ČR jak ve formě navyšování základního kapitálu a mezipodnikových úvěrů, tak došlo i k nárůstu reinvestovaného zisku.

⁵⁹ ČNB. *Platební bilance* [online]. *Cnb.cz* [cit. 2019-02-13]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_balance_stat/.

3 Analýza dopadu přímých zahraničních investic na vnější rovnováhu z pohledu platební bilance

3.1 Dopad PZI na vnější rovnováhu z pohledu salda BÚ

V platební bilanci na běžném účtu se PZI zachycují na debetní straně, kdy vliv na běžný účet mají především skrze bilanci prvotních důchodů, kde představují náklad související s odlivem důchodu z PZI ve formě dividend, reinvestovanými zisky a úrokovými důchody z úvěrů poskytnutých mateřskou společností dceřině firmě v hostitelském státě.

Uvedené náklady jsou nejvýznamnější položkou v bilanci prvotních důchodů, která má významný vliv na vývoj celkového salda běžného účtu. Toto saldo může být také ovlivněno PZI i skrze výkonovou bilanci. Vliv na výkonovou bilanci může být jak pozitivního charakteru, který přispívá ke zlepšení bilance prostřednictvím zvyšování exportu zboží a služeb, tak i negativního charakteru, kdy dochází ke zhoršení výkonové bilance, a tím pádem i celkového salda běžného účtu.

Na druhou stranu skutečný vliv PZI na výkonovou bilanci záleží na tom, do jakých odvětví investice směřují a o jaké investice se jedná. Pokud jsou investice „na zelené louce“ neboli greenfield, pak dochází především k importu zařízení a strojů a daná investice bude výkonovou bilanci zhoršovat. Avšak proti účtu výkonové bilance bude příliv PZI vykázán na pasivech finančního účtu. Z tohoto důvodu je tento import „spornou“ položkou, protože sice dojde ke zvýšení deficitu výkonové bilance, ale ve skutečnosti to nepředstavuje poptávku po devizách.

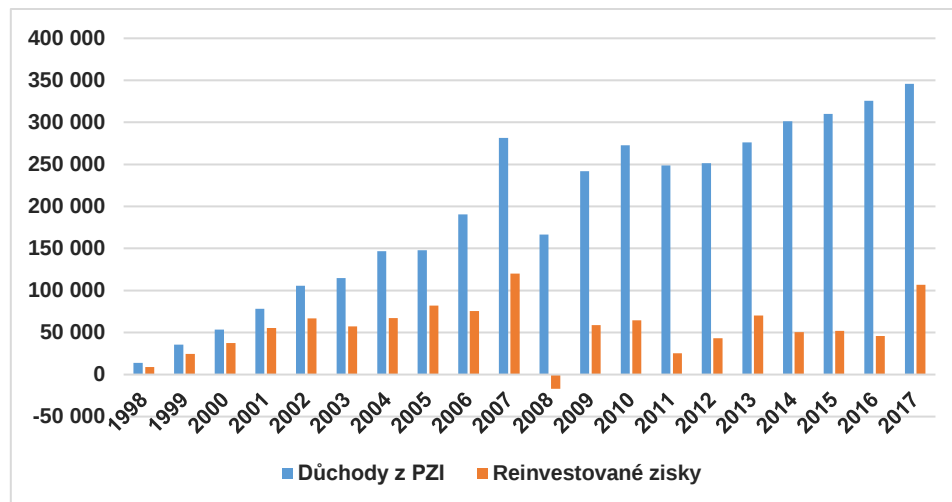
Další dopad na výkonovou bilanci by mohly mít zahraniční investice, které by nahradily import tím, že doposud importované výrobky by byly vyráběny v dané zemi. Taková investice by následně vedla ke zlepšení výkonové bilance, nicméně zde je důležité posoudit, jak velká je náročnost finální produkce na import polotovarů a výrobních faktorů.

PZI mohou také přispívat i k nárůstu exportu, to však platí zejména pro investice, které směřují do exportně orientovaných odvětví. Zde je nutné počítat s tím, že pozitivní vliv přímých zahraničních investic na export se oproti jejich vlivu na import prokáže s určitým časovým zpožděním. K ovlivňování exportní výkonnosti země může dojít i skrze měnový kurz, kdy příliv

PZI (pokud se jedná o příliv finančního kapitálu) může tlačit na apreciaci domácího měnového kurzu, která povede ke snížení konkurenceschopnosti a v důsledku toho dojde ke snížení exportu domácích výrobků. Za této situace bude pak nejméně vhodný příliv PZI do sektoru obchodu a služeb, jelikož zahraniční obchodní řetězce bezpochyby zhoršují výkonovou bilanci země, jelikož dochází k importu nabízené produkce.

Avšak důležitý bude především pohled na PZI z hlediska jejich vlivu na bilanci prvotních důchodů. A ačkoliv připustíme, že z hlediska motivů přílivu můžeme PZI rozdělit na investice vyhledávající trh (market-seeking), investice vyhledávající vyšší efektivitu (efficiency-seeking) a investice vyhledávající přírodní zdroje (resource-seeking),⁶⁰ vždy bude platit, že tím hlavním motivem pro zahraniční investory je snaha dosáhnout co nejvyššího zhodnocení kapitálu. Ve skutečnosti nedochází ze strany dceřiných společností k odlivu veškerých důchodů z PZI v podobě dividend do mateřské společnosti, ale značná část je reinvestována v zemi a zvyšuje tím i objem stávajících PZI. Následující Obr. 18 vypovídá o vývoji důchodů z PZI a reinvestovaného zisku v ČR.

Obrázek 18 – Vývoj důchodů z PZI a reinvestovaného zisku (v mil. CZK)



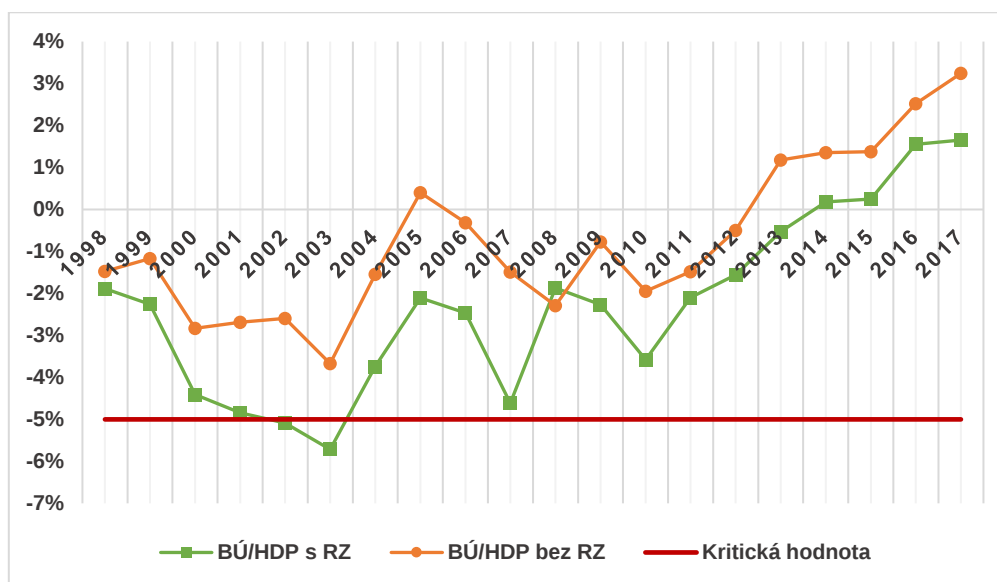
Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB, ARAD (2017).

⁶⁰ MANDEL, M., TOMŠÍK, V.: Přímé zahraniční investice a vnější rovnováha v tranzitivní ekonomice: aplikace teorie životního cyklu. *Politická ekonomie*, 2006, roč. 54, č. 6, s. 723–741.

Z Obr. 18 vyplývá, že ve sledovaném období dochází na jedné straně k určitému poklesu podílu reinvestovaného zisku na celkovém objemu důchodů z PZI a na druhé straně pak k nárůstu objemu zisků repatriovaných do zahraničí (zde však nebereme v úvahu důchody z úvěrů ve formě úroků, jejichž podíl na celkových důchodech z PZI se pohybuje okolo 5 %). Nicméně podstatná část důchodů z PZI i nadále zůstává v hostitelské zemi a je používána k navyšování původních investic. Průměrná výše podílu reinvestovaného zisku na celkových důchodech z PZI za sledované období činila 28 % a v absolutním vyjádření za dané období to činí celkem 1 095,8 mld. CZK. S reinvestovaným ziskem je pak spojena i skutečnost, že zkresluje běžný účet, jelikož v něm vystupuje na debetní straně a mohl by tak ovlivnit devizovou poptávku. Protiúčtem reinvestovaného zisku v bilanci prvotních důchodů je pak pasivní strana účtu PZI – reinvestovaný zisk na finančním účtu, který by měl ovlivňovat nabídku deviz. Ve své podstatě však reinvestovaný zisk neovlivňuje ani devizovou poptávku, ani devizovou nabídku. Proto je možné reinvestovaný zisk vnímat jako poměrně bezpečné a stabilní zdroje dlouhodobého financování případného deficitu běžného účtu platební bilance. Ve skutečnosti se jedná pouze o účetní zvýšení deficitu běžného účtu, který je vyrovnáván zvýšením PZI, které je možné považovat za zdroj nedluhového krytí (kromě úvěrů poskytnutých mateřskou společností dceřiné společnosti) deficitu běžného účtu.

Zahrnováním reinvestovaného zisku do bilance prvotních důchodů i tak dochází ke zhoršování daného účtu, a tím i salda běžného účtu. Toto zhoršování pak negativně působí na ukazatel podílu salda běžného účtu na HDP. Na Obr. 19 je možné pozorovat vývoj ukazatele podílu salda na HDP a také vliv reinvestovaného zisku na daný ukazatel.

Obrázek 19 – Vývoj ukazatele podílu salda BÚ na HDP



Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB, ARAD (2017). Vysvětlivky: BÚ = běžný účet, RZ = reinvestovaný zisk.

Z Obr. 19 je patrné, že existuje značný rozdíl mezi ukazatelem podílu salda běžného účtu na HDP a ukazatelem podílu salda běžného účtu bez reinvestovaného zisku na HDP. Zahrnováním reinvestovaného zisku do nákladů v bilanci prvotních důchodů tedy bezpochyby dochází k výraznému zhoršení ukazatele podílu salda běžného účtu na HDP. Avšak pokud bude i nadále pokračovat nárůst objemu repatriovaných zisků na úkor reinvestovaných zisků, měl by sledovaný ukazatel odrážet skutečný dopad bilance prvotních důchodů na devizovou poptávku, která může v důsledku vyplácení dividend představovat tlak na poptávku po devizách.

Dle Durčákové a Mandela je nutné význam tohoto ukazatele, který patří do skupiny indikátorů zahraniční zadluženosti, spatřovat zejména v psychologických účincích na chování zahraničních investorů, avšak nelze ho podceňovat, neboť země, jejichž hodnoty překračují hraniční mez -5 %, mohou být investory vnímány jako rizikové. V dnešní době patří ukazatel mezi pravidelně sledované indikátory Mezinárodního měnového fondu a ratingových agentur a napomáhá při analýze vnější rovnováhy jednotlivých států a při předpovědi finančních krizí.⁶¹

⁶¹ DURČÁKOVÁ, J., MANDEL, M.: *Mezinárodní finance*. 4. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Management Press, 2010. s. 441. ISBN 978-80-7261-221-5.

Podle Helíska by mělo v případě udržování vnější rovnováhy země dojít k aktivnějšímu sledování tohoto ukazatele v momentě, kdy se přiblíží k „hranici -5 %, a to bez ohledu na strukturu financování deficitu běžného účtu“. Toto tvrzení souvisí s tím, že pokud dojde k nárůstu odlivu zisků do zahraničí, pak nelze vyloučit přeměnu nedluhového financování deficitu běžného účtu pomocí PZI na dluhové. Taktéž není možné garantovat, že v případě očekávané politické nestability nebo nejistoty ohledně budoucího ekonomického vývoje země nedojde k odlivu PZI ze země.⁶² Jsou i případy, kdy zahraniční investor po využití vládních investičních pobídek hostitelské země přesune své investiční aktivity do jiného státu.

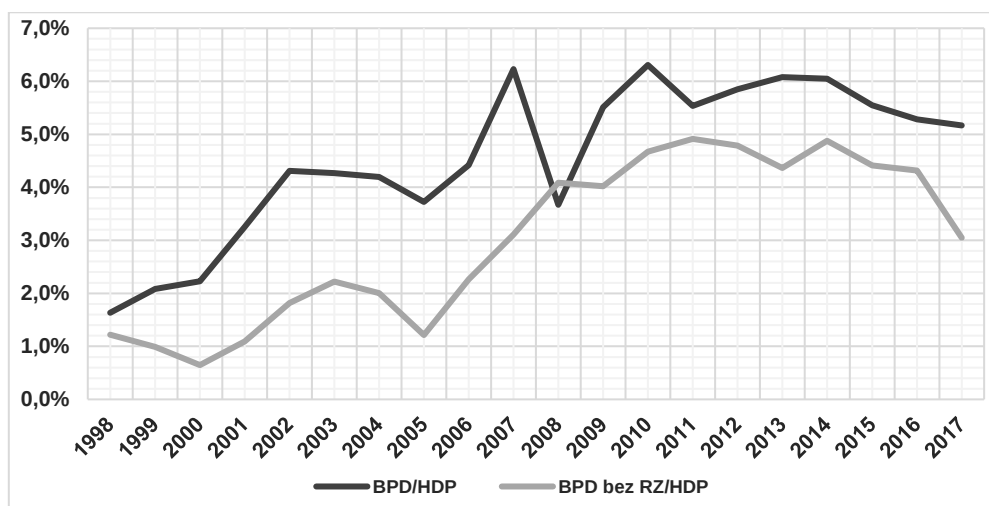
Na druhé straně je potřeba vycházet ze skutečnosti, že zachycování reinvestovaného zisku na běžném účtu v podobě nákladu je především důsledek aktuální metodiky sestavování platební bilance. Tento kapitál de facto neodplývá ze země, ale projeví se na finančním účtu a zvýší tak nedluhové zdroje financování běžného účtu. Zde se nabízí otázka, jestli je možné tuto záležitost vyřešit tak, že by reinvestovaný zisk nebyl zahrnován do bilance prvotních důchodů, a tím by nedocházelo ani k ovlivňování salda běžného účtu. Takový postup je nicméně v rozporu s aktuální metodikou sestavování platební bilance vydanou Mezinárodním měnovým fondem. Potom je tedy jedinou možností doufat v to, že zahraniční investoři zohlední tuto specifickou situaci při analýze zadluženosti země.

Podobná situace nastává i u důchodů z PZI v podobě dividend, které se taktéž nemusí projevit jako skutečná devizová poptávka, i když jsou vykazovány v bilanci prvotních důchodů jako debetní položka. Daná situace může nastat v případě, že zahraniční investor použije vyplacenou dividendu k jiné formě investování v zemi.

Otázka vnější rovnováhy by neměla být tímto způsobem zjednodušována a neměla by být posuzována pouze z hlediska ukazatele podílu salda běžného účtu na HDP, ale je důležité při hodnocení vnější rovnováhy zohlednit i strukturu celého běžného účtu a posoudit i vývoj podílu salda bilance prvotních důchodů na HDP. O tomto vývoji pak vypovídá Obr. 20.

⁶² HELÍSEK, M.: *Měnové krize: (empirie a teorie)*. Vyd. 1. Praha: Professional Publishing, 2004. 179 s. ISBN 80-86419-82-7.

Obrázek 20 – Vývoj podílu salda bilance prvotních důchodů na HDP



Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB, ARAD (2017). Vysvětlivky: BPD = bilance prvotních důchodů, RZ = reinvestovaný zisk.

Z Obr. 20 je vidět, že dochází k růstu podílu salda bilance prvotních důchodů na HDP, což také svědčí o objemu výkonové bilance, která je nezbytná pro rovnováhu salda běžného účtu. I v dané situaci je nutné uvážit specifičnost reinvestovaného zisku z hlediska jeho vlivu na bilanci prvotních důchodů a odečíst ho tak od ní. Poté bude upravený ukazatel podílu bilance prvotních důchodů na HDP, jak ukazuje Obr. 20, nabývat příznivějších hodnot. Je však nutné upozornit na tendenci vývoje reinvestovaného zisku, který klesá na úkor rostoucího odlivu dividend. Proto je nutné očekávat, že bude docházet k postupnému zhoršování ukazatele podílu salda běžného účtu na HDP i po očištění bilance prvotních důchodů o reinvestované zisky.

V rámci běžného účtu platební bilance je důležitá otázka jeho financování, především pro tranzitivní ekonomiky, kterou je i ČR, do níž směřují velké objemy PZI. Převážnou část své novodobé historie se ČR potýkala s deficitem běžného účtu, které musely být určitým způsobem profinancovány.

Financování BÚ

Deficit běžného účtu je možné financovat buď poklesem devizových rezerv, nebo přílivem zahraničního kapitálu. Pokud hovoříme o přílivu kapitálu (zde se nebere v úvahu kapitálový účet), může se jednat o příliv PZI, portfoliových investic nebo ostatních investic v podobě úvěrů

čerpaných ze zahraničí nebo v podobě vkladů umístěných do banky daného státu. Z hlediska forem investic se pak hovoří o dluhovém či nedluhovém financování běžného účtu.

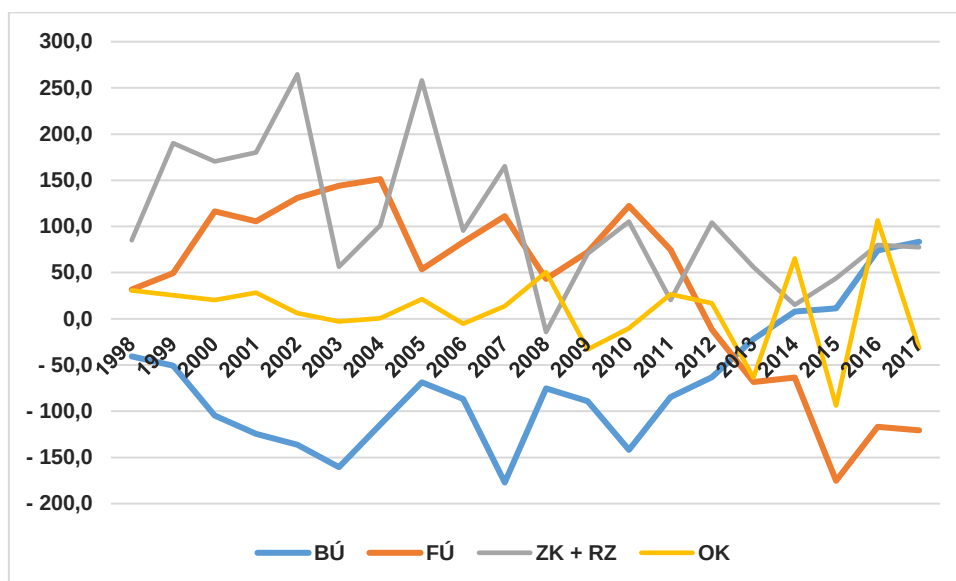
V případě nedluhového financování se jedná o PZI v podobě přílivu investic do základního kapitálu a reinvestovaných zisků. S nedluhovým financováním pak zcela nesouvisí případ, kdy mateřská společnost poskytne úvěr své dceřiné společnosti. Objem takového mezipodnikového úvěrování na celkovém objemu přílivu PZI je zanedbatelný (v ČR daný ukazatel činí za sledované období 5 %). Tyto mezipodnikové úvěry pak tlačí na zhoršování ukazatele zahraniční zadluženosti, avšak ani podíl úvěrů na zahraniční zadluženosti není nijak významný, kdy se od roku 1998 postupně zvýšil z 3,9 % na své maximum 16,5 % v roce 2012 a poté do roku 2017 klesl na 13,1 %.⁶³

Z dlouhodobého hlediska můžeme tedy za jediný přijatelný zdroj financování deficitu běžného účtu považovat nedluhové financování. Z tohoto důvodu je tato forma přílivu kapitálu ekonomy nejvíce preferována, například dle Durčákové a Mandela se totiž *„při dovozu přímých investic nezhoršuje poměr zahraničního dluhu země k HDP, který je sledován ze strany zahraničních investorů. Navíc ve srovnání se zahraniční půjčkou se riziko z neúspěchu podnikatelského záměru přenáší na zahraničního investora. Repatriace kapitálu je u přímé investice méně pravděpodobná než jistota povinnosti splatit zahraniční půjčku“*.⁶⁴

⁶³ ČNB. *Databáze časových řad ARAD* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-02-28]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_DRILL?p_strid=0&p_lang=CS.

⁶⁴ MANDEL, M., DURČÁKOVÁ J.: *Mezinárodní finance a devizový trh*. 1. vyd. Praha: Management Press, 2016, s. 280. ISBN 978-80-7261-287-1.

Obrázek 21 – Krytí BÚ nedluhovým kapitálem (v mld. CZK)



Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB, ARAD (2017). Vysvětlivky: BÚ = běžný účet, FÚ = finanční účet, ZK = základní kapitál, RZ = reinvestovaný zisk, OK = ostatní kapitál.

Obr. 21 ukazuje, že v letech 2008–2011 nedluhové financování (v podobě základního kapitálu a reinvestovaného zisku) nepokrývalo deficity běžného účtu. Nicméně v průběhu sledovaného období je zřetelný poměrně velký objem jak základního kapitálu, tak i reinvestovaného zisku na pokrytí deficitů běžného účtu. Kromě nedluhového financování přílivem PZI je možné také hovořit o dluhovém financování prostřednictvím čerpání zahraničních úvěrů od zahraničních bank, soukromých investorů nebo mezinárodních institucí, jako jsou Mezinárodní měnový fond, Světová banka nebo Evropská investiční banka. Avšak čerpání úvěrů není preferovaným způsobem financování deficitu běžného účtu, jelikož tímto dochází ke zvýšení zahraniční zadluženosti státu. Z tohoto důvodu je nedluhovému financování prostřednictvím přílivu PZI dávana mnohem větší přednost.

Z výše uvedených údajů je dále patrné, že běžný účet se již nachází v kladných hodnotách, avšak tyto hodnoty ještě nejsou stabilními kladnými přírůstky, a proto se běžný účet nachází stále v ohrožení přechodu do záporných hodnot, kdy otázka financování bude opět aktuálním tématem. Proto je nutné dále podotknout, že v důsledku zpomalení tempa přílivu PZI a reinvestovaných zisků a růstu odlivu zisků do zahraničí dojde v budoucnu k neodvratnému poklesu nedluhového financování deficitů běžného účtu. Z tohoto důvodu by pak bylo z hlediska dlouhodobé rovnováhy žádoucí, aby výkonová bilance vykazovala přebytky, které by pokryly deficity bilance výnosů. Pokud si dle Mandela a Tomšíka chce země udržet „stabilní

*měnový kurs a neinflační vývoj, musí výkonová bilance přejít do aktiva a zajistit tak rovnováhu běžného účtu“.*⁶⁵ Ačkoliv výkonová bilance ČR je již od roku 2004 každoročně v přebytku a výše uvedenou podmínku rovnováhy je tedy možné považovat za splněnou, nemůžeme opomenout ani každoroční nárůst deficitu bilance prvotních důchodů, kdy má vývoj právě těchto dvou účtů poté konečný vliv na saldo běžného účtu. Nicméně dle Brůny může běžný účet vykazovat „*dlouhodobě významné deficity i navzdory přechodu ekonomiky do ekonomické fáze charakterizované přebytkem výkonové bilance*“. Svoji roli zde „*sehrává, nakolik jsou náklady na zahraniční pasiva v podobě přímých zahraničních investic tvořeny vyplacenými dividendami a nakolik jsou kalkulovány na bázi reinvestovaného zisku*“.⁶⁶ Na druhé straně již zmíněná repatriace důchodů z PZI ve formě dividend by mohla být nahrazena i větší investiční aktivitou tuzemců v zahraničí, což by mělo následně vliv i na větší příliv zisků. V současné době je příliv zisků z českých PZI v zahraničí oproti jeho odlivu nevýznamný. Stejně tak je tomu i v případě stavu českých PZI v zahraničí, které dosahují podílu 16 % na celkovém stavu PZI v tuzemsku.⁶⁷

3.2 Investiční pozice vůči zahraničí

V souvislosti s liberalizací pohybu kapitálu a tím i nárůstem mezinárodních finančních operací došlo k prosazení investiční pozice vůči zahraničí jako indikátoru pro zachycování a sledování stavu zahraničních aktiv a pasiv. Nárůst mezinárodních transakcí zapříčinil zahrnutí investiční pozice vůči zahraničí již v BPM5 v reakci na potřebu podrobnějšího zachycování těchto transakcí, a to jak ve formě tokových a stavových veličin, tak i v sektorovém a funkčním členění. I přes svůj nesporný význam a vypovídací schopnost se však daný indikátor nevyužíval v makroekonomických analýzách příliš často. Dle Markové mohou být příčinou následující důvody:

- Jedním z hlavních důvodů je neexistence historie indikátoru, tzn. že informace o investiční pozici vůči zahraničí pokrývala jen krátké období a do roku 2000 byla tato data navíc jen na roční bázi.

⁶⁵ MANDEL, M., TOMŠÍK, V.: Přímé zahraniční investice a vnější rovnováha v tranzitivní ekonomice: aplikace teorie životního cyklu. *Politická ekonomie*, 2006, roč. 54, č. 6, str. 726.

⁶⁶ BRŮNA, K.: Koncept udržitelnosti negativní čisté investiční pozice a jeho aplikace na příkladu České republiky v letech 1999–2011. *Politická ekonomie*, 2013, roč. 61, č. 1, str. 76.

⁶⁷ ČNB. *Platební bilance 2013* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-02-28]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/pzi.

- V důsledku náročného získávání dat a v souvislosti s tím i omezené možnosti častějšího zveřejňování docházelo k časovému zpoždění vykazovaných dat (až 6 měsíců).
- Kvůli významným rozdílům v metodice sestavování výkazu bylo jeho porovnání s jinými daty v mezinárodním měřítku komplikované.⁶⁸

S příchodem tzv. Manuálu k sestavení platební bilance a investiční pozice vůči zahraničí (BPM6) došlo k velkému počtu změn. Tyto změny proběhly zejména jako reakce na akcelerující vývoj světové ekonomiky a s tím související nárůst ekonomických transakcí mezi státy a využití zcela nových finančních instrumentů. Dle Markové je tou klíčovou změnou, k níž došlo v BPM6, větší důraz na stavové veličiny zachycené v investiční pozici vůči zahraničí a hlavně sjednocení metodiky sestavování tohoto indikátoru, kdy se manuál BPM6 stal základním předpisem pro jeho sestavování.⁶⁹

Oproti platební bilanci je investiční pozice stavovým výkazem zachycujícím finanční aktiva rezidentů držených vůči nerezidentům vyjádřených v domácí měně (a také devizových rezerv centrální banky) dané země a finančních pasiv rezidentů vůči nerezidentům vyjádřených v domácí měně k určitému časovému okamžiku.⁷⁰ Rozdíl mezi aktivy a pasivy je pak nazýván čistou investiční pozicí. Jak uvádí Brůna, „čistá investiční pozice země NFAT vyjádřená v domácí měně je definována jako rozdíl mezi hodnotou zahraničních aktiv rezidentů dané země v domácí měně FAT a hodnotou zahraničních pasiv rezidentů v domácí měně FLT v bilancích rezidentů k určitému časovému okamžiku T“. Zahraničním aktivem z hlediska čisté investiční pozice jsou PZI, portfoliové investice, ostatní investice, finanční deriváty a rezervní aktiva centrální banky. Zahraniční pasiva představují jinak strukturované portfolio tvořené pohledávkami nerezidentů vůči rezidentům z titulu PZI, portfoliových investic, derivátů a ostatních investic.⁷¹

Investiční pozice vůči zahraničí, jak je patrné z výše uvedeného, úzce souvisí s platební bilancí, ale taktéž se váže i na národní účty. Následující Obr. 22 vypovídá o vzájemných

⁶⁸ MARKOVÁ, J.: Vnější rovnováha z pohledu investiční pozice vůči zahraničí. *Český finanční a účetní časopis*, 2017, roč. 12, č. 1, s. 26.

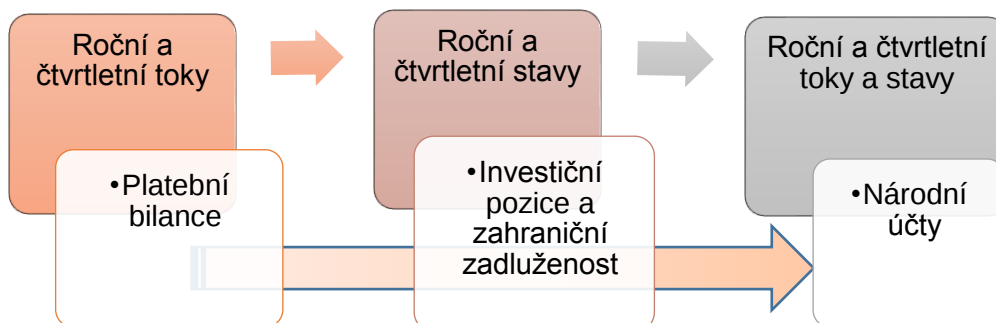
⁶⁹ Tamtéž, s. 25.

⁷⁰ IMF. *Balance of Payments and International Investment Position Manual, Sixth Edition (BPM6)* [online]. *Imf.org*. [cit. 2019-02-25]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf>.

⁷¹ BRŮNA, K.: Analýza podmínek obsluhy čisté investiční pozice v rozvinutých a tranzitivních ekonomikách. *Český finanční a účetní časopis*, 2011, roč. 6, č. 3, s. 22–31. DOI: 10.18267/j.cfuc.111.

vztazích mezi investiční pozicí vůči zahraničí, zahraniční zadlužeností, platební bilancí a národními účty.

Obrázek 22 – Vztahy investiční pozice a zahraniční zadluženosti s PB a národními účty



Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB (2017).

Struktura investiční pozice je podobná struktuře finančního účtu platební bilance, tj. jinými slovy investiční pozice v sobě zahrnuje PZI, portfoliové investice, finanční deriváty, ostatní investice a rezervní aktiva. Na straně aktiv se vykazují pohledávky daného státu vůči zahraničí (tzv. věřitelská pozice) a majetek rezidentů v zahraničí (tzv. majetková pozice). Na straně pasiv se pak zachycují závazky vůči nerezidentům (tzv. dlužnická pozice) a majetek nerezidentů v domácím státu (tzv. majetková pozice). Aktiva a pasiva jsou dále členěna dle jednotlivých sektorů na ČNB, instituce přijímající vklady kromě CB (neboli komerční banky), vládní instituce a ostatní sektory (podnikatelský sektor). Výsledné saldo investiční pozice se pak rovná rozdílu mezi finančními aktivy a pasivy. Toto saldo, buď kladné, nebo záporné, potom představuje čistou finanční pozici země vůči zahraničí (věřitelskou nebo dlužnickou pozici).

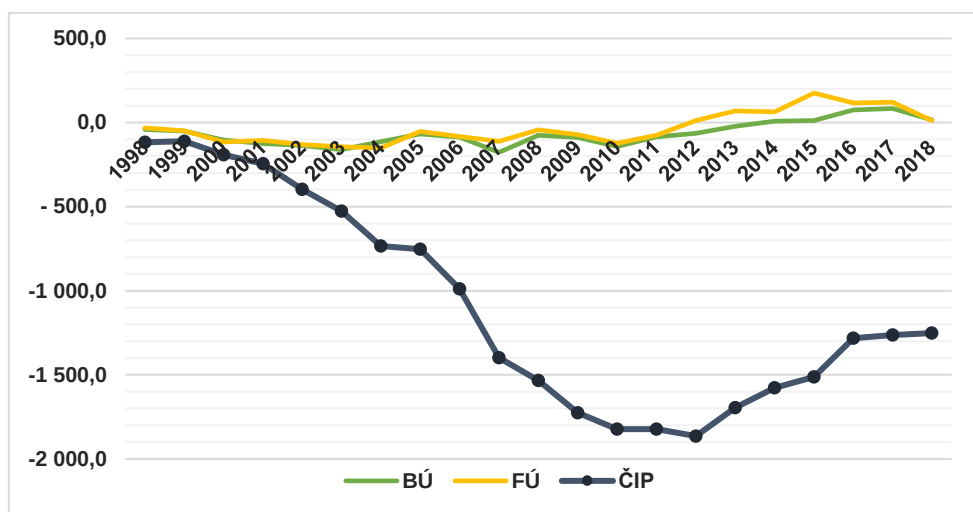
Úvěrové vztahy mezi mateřským a dceřiným podnikem již nejsou vykazovány na čisté bázi, tzn. jejich vzájemné započtení už není upravené, jak to bylo při platnosti manuálu BPM5.⁷² Pohledávky a závazky mezi těmito subjekty se již vykazují zvlášť, což má vliv i na ukazatel celkové zahraniční zadluženosti země. S příchodem BPM6 byly navíc zavedeny i investice mezi sesterskými podniky, zatímco dle BPM5 byly tyto investice zařazeny do jiných kategorií dle charakteru dané investice.⁷³

⁷² ČNB. *Metodický list: platební bilance* [online]. Cnb.cz. [cit. 2019-02-25]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/docs/ARADY/MET_LIST/bpm6_bop_cs.pdf.

⁷³ OLŠOVSKÝ, R.: Informace o přípravách na zavedení šestého manuálu platební bilance MMF. *Statistika*, 2008, roč. 88, č. 4, s. 346–350.

Podobná struktura aktiv a pasiv investiční pozice a finančního účtu platební bilance taktéž souvisí i s propojeností obou položek, kdy se výše aktiv a pasiv finančního účtu poté zachycuje i na aktivech a pasivech v investiční pozici ke stanovenému datu. Mimo to, změna celkového salda finančního účtu může odrážet i změnu čisté investiční pozice. Investiční pozice dále také souvisí s běžným účtem, kdy suma tohoto účtu společně s kapitálovým účtem a s chybami a opomenutími dávají hodnotu salda finančního účtu, který se pak porovnává s čistou investiční pozicí země.

Obrázek 23 – Vývoj vybraných účtů PB a čisté investiční pozice (v mld. CZK)



Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB, ARAD (2017). Vysvětlivky: BÚ = běžný účet, FÚ = finanční účet, ČIP = čistá investiční pozice.

Z porovnání změny uvedených sald se změnou čisté investiční pozice vyplývá, že mezi těmito saldy existují značné rozdíly, a proto tedy nemůže platit tvrzení, že změna čisté investiční pozice může nastat v případě nerovnováhy sald běžného a finančního účtu. Dle Markové důvody souvisejí zejména se sestavováním investiční pozice v rámci BPM6, kde jsou kromě stavu na počátku a na konci určitého časového okamžiku zachycovány i změny mezi počátečním a konečným stavem. „Tyto změny nemají charakter transakcí, ale jsou způsobeny řadou faktorů, které ovlivňují hodnotu transakcí. Jde především o kurzové změny, cenové změny aktiv, odpisy dluhů a jiné vlivy. Informace o dopadech těchto faktorů na jednotlivé transakce nejsou k dispozici na stránkách ČNB“.⁷⁴

⁷⁴ MARKOVÁ, J.: Vnější rovnováha z pohledu investiční pozice vůči zahraničí. *Český finanční a účetní časopis*, 2017, roč. 12, č. 1, s. 29.

Vývoj investiční pozice dle jednotlivých složek za období 1998–2017 je znázorněn v Tab. 3 a Obr. 24 pak vypovídá o vývoji podílu čisté investiční pozice na HDP (za kritickou hodnotu se považuje -35 %). V daném období je patrné zlepšení ve vývoji čisté investiční pozice, která se od roku 1998 postupně zhoršovala, avšak v roce 2010 došlo k zastavení tohoto nepříznivého vývoje na hodnotě 1 822,7 mld. CZK. Svého maxima nicméně indikátor dosáhl až o dva roky později hodnotou 1 864 mld. CZK (téměř 46 % HDP). Po tomto roce se vývoj změnil a do roku 2015 se investiční pozice zlepšila přibližně o 31 % a dosáhla deficitu 1 512,9 mld. CZK. V roce 2017 už podíl čisté investiční pozice na HDP činil 25 % (deficit v rozsahu 1 263,7 mld. CZK).⁷⁵

Tabulka 3 – Struktura investiční pozice ČR (v mld. CZK)

		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
PZI	Saldo	-405,2	-606,4	-790,5	-941,2	-1 121,1	-1 103,2	-1 196,5
	Aktiva	24,0	25,1	27,9	41,2	44,4	58,6	140,1
	Pasiva	429,2	631,5	818,4	982,3	1 165,5	1 161,8	1 336,7
PI	Saldo	-130,3	-61,2	15,8	4,8	73,2	120,3	-8,8
	Aktiva	35,9	104,3	180,4	185,1	274,3	344,0	372,2
	Pasiva	166,1	165,6	164,6	180,3	201,1	223,6	381,0
FD	Saldo	0,0	0,0	1,0	4,3	8,5	4,7	7,9
	Aktiva	0,0	0,0	6,3	15,8	31,2	24,1	39,7
	Pasiva	0,0	0,0	5,3	11,5	22,7	19,4	31,8
OI	Saldo	41,3	95,3	84,9	163,6	-72,5	-240,8	-172,9
	Aktiva	650,9	757,1	736,9	778,4	515,4	419,1	514,0
	Pasiva	609,7	661,8	652,0	614,9	587,9	659,9	686,9
RA	Saldo	376,7	461,4	496,8	524,5	714,6	691,5	636,2

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
PZI	Saldo	-1 402,8	-1 562,0	-1 877,4	-1 947,0	-2 039,3	-2 129,8	-2 140,7
	Aktiva	195,2	246,4	354,2	480,0	562,7	647,5	666,5
	Pasiva	1 598,0	1 808,5	2 231,6	2 427,0	2 602,0	2 777,3	2 807,2
PI	Saldo	30,0	44,2	62,3	-3,0	-197,0	-327,4	-348,8
	Aktiva	467,8	532,2	618,6	505,1	456,4	453,4	451,0
	Pasiva	437,8	488,0	556,3	508,1	653,4	780,8	799,8
FD	Saldo	10,7	16,9	15,3	-21,1	-17,2	-13,8	-11,4
	Aktiva	42,6	53,4	69,5	145,5	102,9	95,0	128,6
	Pasiva	31,9	36,5	54,2	166,6	120,1	108,8	140,0

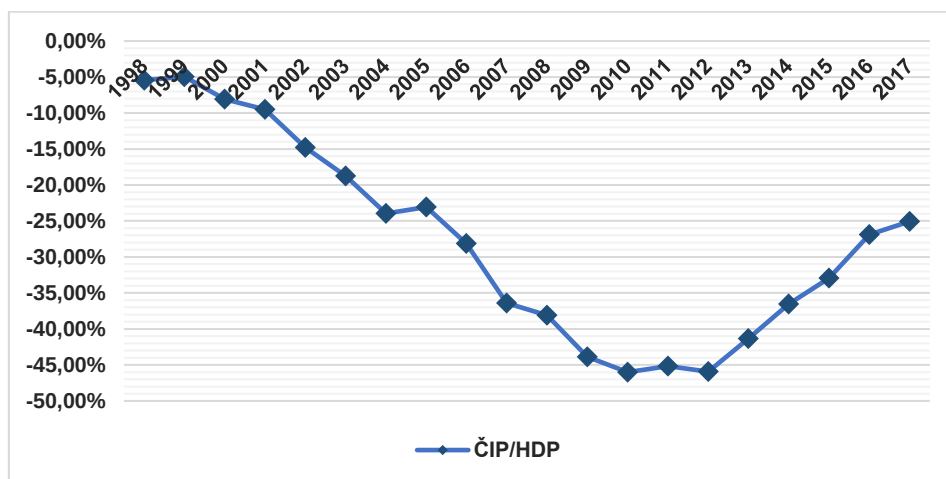
⁷⁵ ČNB. *Systém časových řad ARAD* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-02-25]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_DRILL?p_strid=AD&p_lang=CS.

OI	Saldo	-118,4	-144,3	-229,4	-278,8	-236,3	-148,6	-125,3
	Aktiva	634,7	638,4	676,3	778,6	757,9	844,4	925,7
	Pasiva	753,1	782,7	905,7	1 057,4	994,3	992,9	1 051,0
RA	Saldo	726,7	656,6	631,0	716,0	764,3	796,8	803,4

		2012	2013	2014	2015	2016	2017
PZI	Saldo	-2 269,9	-2 257,1	-2 358,2	-2 433,7	-2 626,2	-2 632,2
	Aktiva	762,4	915,1	975,5	1 049,2	1 113,5	1 319,7
	Pasiva	3 032,3	3 172,3	3 333,8	3 482,8	3 739,6	3 951,9
PI	Saldo	-376,5	-455,8	-363,1	-522,5	-596,6	-738,2
	Aktiva	490,8	523,4	637,1	711,9	753,4	777,5
	Pasiva	867,3	979,1	1 000,2	1 234,4	1 350,0	1 515,7
FD	Saldo	-12,0	-29,6	4,2	-4,7	-7,1	-2,4
	Aktiva	94,0	55,7	100,2	76,5	69,9	64,3
	Pasiva	106,0	85,2	96,0	81,2	77,1	66,7
OI	Saldo	-60,9	-71,0	-104,3	-152,9	-251,2	-1 041,4
	Aktiva	986,9	1 124,3	1 198,3	1 131,9	1 190,0	1 106,2
	Pasiva	1 047,8	1 195,4	1 302,6	1 284,9	1 441,2	2 147,6
RA	Saldo	855,3	1 118,4	1 244,3	1 600,9	2 197,9	3 150,5

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB, ARAD (2017). Vysvětlivky: PZI = přímé zahraniční investice, PI = portfoliové investice, FD = finanční deriváty, OI = ostatní investice, RA = rezervní aktiva.

Obrázek 24 – Vývoj podílu čisté investiční pozice na HDP



Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB, ARAD (2017). Vysvětlivky: ČIP = čistá investiční pozice.

Ke zlepšení čisté investiční pozice výrazně napomohl nárůst rezervních aktiv, kdy jejich stav narostl z 338,6 mld. CZK v roce 1998 na 3 150,5 mld. CZK v roce 2017, což znamená více než

devítinásobný vzrůst rezervních aktiv za sledované období.⁷⁶ Důsledkem tohoto nárůstu je především zahájení devizových intervencí od roku 2013, kdy ČNB intervenovala na devizovém trhu za účelem oslabení CZK a jejího udržení na úrovni 27 CZK/EUR. Objem těchto devizových intervencí o celkové výši 74 mld. EUR zvýšil rezervní aktiva ČNB o 2 048,5 mld. CZK. Nicméně na celkovém navýšení rezervních aktiv za sledované období se taktéž podílely i důchody z investovaných aktiv, kurzové rozdíly a výnosy z operací pro klienty ČNB.⁷⁷

Na zlepšení pozice se však nepodílely ostatní investice, jejichž pasiva narostla skoro čtyřnásobně, a to z 609,7 mld. CZK na 2 147,6 mld. CZK. Naproti tomu aktiva se ve sledovaném období navyšovala pomalejším tempem, a to přibližně dvojnásobně z 650,9 mld. CZK na 1 106,2 mld. CZK oproti nárůstu pasiv o 20 % (z 1 057,4 na 1 286,0 mld. CZK). Přírůstek pasiv nastal důsledkem nárůstu čerpání zahraničních úvěrů domácími subjekty a krátkodobých vkladů v tuzemských bankách. Na druhou stranu zvyšování aktiv ostatních investic bylo zapříčiněno jak poskytováním vývozních úvěrů, tak i krátkodobými vklady domácích subjektů v zahraničí. V této souvislosti je dále možné hovořit i o pasivním saldu PZI, které se navýšilo zhruba devítinásobně ze 429,2 mld. CZK na 3 951,9 mld. CZK. Konstantní nárůst PZI poukazuje na nepřetržitou důvěru zahraničních investorů v ekonomický vývoj ČR, avšak významnou položkou PZI je v daném období reinvestovaný zisk. Na straně aktiv došlo k menšímu nárůstu, když se ve sledovaném období navýšila přibližně 55krát neboli v hodnotovém vyjádření o 1 295,7 mld. CZK na 1 319,7 mld. CZK.

Došlo i k výraznému zhoršení salda portfoliových investic z -130,3 na -738,2 mld. CZK, a to kvůli nárůstu pasiv z 166,1 na 1 515,7 mld. CZK (tj. nárůst o 1 349,6 mld. CZK) a souběžnému nárůstu aktiv z 35,9 na 777,5 mld. CZK (tj. nárůst pouze o 741,6 mld. CZK). Na počátku sledovaného období došlo k obrovskému nárůstu zájmu tuzemských investorů o zahraniční cenné papíry. Tento vývoj přetrvával až do roku 2008, kdy došlo k prudké změně trendu. Dle Markové byl daný vývoj poznamenán finanční krizí, která vedla ke ztrátě zájmu tuzemských investorů o zahraniční cenné papíry. „*Pokles držby zahraničních cenných papírů byl přitom především důsledkem odprodeje zahraničních dluhopisů. Uvedený vývoj zřejmě souvisel s nízkou úrovní úrokových sazeb z těchto instrumentů a současně s nezbytností zajištění*

⁷⁶ ČNB. *Systém časových řad ARAD* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-03-06]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_DRILL?p_strid=AD&p_lang=CS.

⁷⁷ ČNB. *Obraty na devizovém trhu* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-03-06]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/obraty_devizovy_trh/FT_obraty_17.html.

potřebné likvidity. Naopak investice nerezidentů do domácích cenných papírů vykazovaly po celé sledované období rostoucí trend“.⁷⁸ Nejvýznamnějšími operacemi z hlediska objemu byly „nákupy vládních korunových dluhopisů zahraničními investory motivované zřejmě spekulativními očekáváním zhodnocení koruny“.⁷⁹

Z výše uvedených informací plyne, že na zlepšení salda investiční pozice vůči zahraničí má celkově vliv především nárůst rezervních aktiv. Ačkoliv aktiva významně přispěla ke změně dlouhodobě klesajícího vývoje investiční pozice, nedošlo ke zlepšení majetkové a dluhové pozice ČR. I přes zlepšení investiční pozice zůstává její celkový stav nepřijatelný, na druhou stranu záporné saldo investiční pozice nemusí zcela negativně působit na hospodářství daného státu. Je důležité především brát v úvahu efektivnost daných investic, a proto pokud tyto zahraniční investice zvyšují produkční kapacitu domácí ekonomiky, zefektivňují domácí výrobu a zvyšují produktivitu práce, je celkový efekt zahraničních investic pozitivní i přesto, že dochází ke zhoršení investiční pozice státu. V opačném případě při spekulativním využití investic a jejich neefektivnosti se může daná země spolu se zhoršující investiční pozicí dostat do značných problémů.

3.3 Zahraniční zadluženost

Zahraniční zadluženost je stavová veličina vyjadřující zůstatkovou hodnotu skutečných současných (nikoliv podmíněných) závazků k určitému okamžiku, které vyžadují od dlužníka v budoucí době platbu jistiny a úroku.⁸⁰ Dle Markové je pak možné ukazatel zahraniční zadluženosti vysvětlit jako „přehled finančních pasiv sektorů tuzemské ekonomiky vůči nerezidentům ČR dluhového charakteru (tj. závazků se smluvně určenou dobou jejich splatnosti, za které náleží věřiteli výnos ve formě úroku)“.⁸¹

ČNB vykazuje zahraniční zadluženost ve dvojí podobě, a to:

⁷⁸ MARKOVÁ, J.: Vnější rovnováha z pohledu investiční pozice vůči zahraničí. *Český finanční a účetní časopis*, 2017, roč. 12, č. 1, s. 32.

⁷⁹ ČNB. *Statistika platební balance* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-03-06]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_balance_stat/publikace_pb/index_pb.html.

⁸⁰ ČNB. *Metodický list: statistika zahraniční zadluženosti* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-03-06]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/docs/ARADY/MET_LIST/bpm6_zz_cs.pdf.

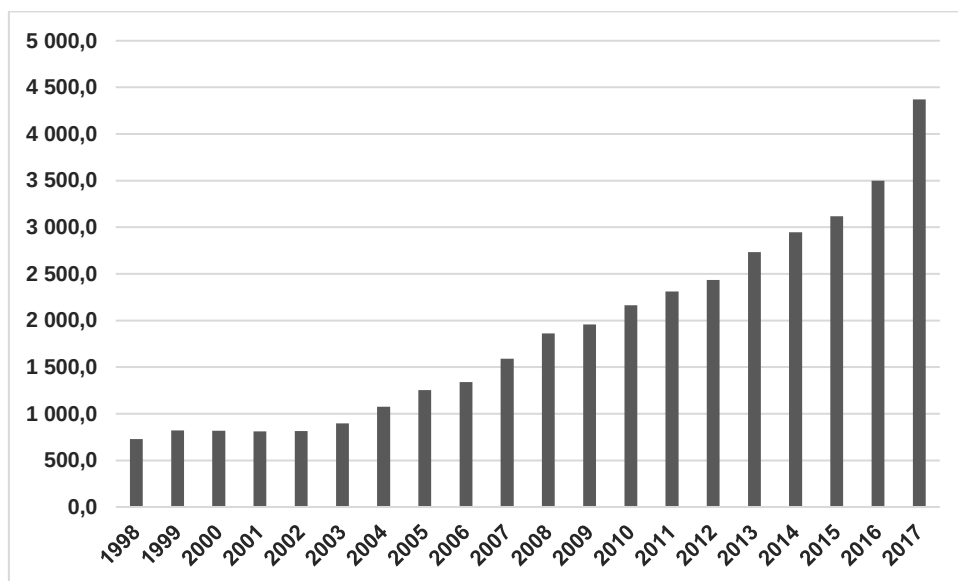
⁸¹ MARKOVÁ, J.: Vnější rovnováha z pohledu investiční pozice vůči zahraničí. *Český finanční a účetní časopis*, 2017, roč. 12, č. 1, s. 33.

- *dle instrumentů*, kdy jsou sledovány oběživo a vklady, dluhové cenné papíry, půjčky, obchodní úvěry a zálohy a ostatní dluhové závazky
- *dle dlužníků*, kam patří centrální banka, instituce přijímající vklady kromě centrální banky, vládní instituce a ostatní sektory

Obě kategorie je možné dále rozdělit také dle časového hlediska na krátkodobou a dlouhodobou část. Toto dělení je pro analýzu stavu zahraniční zadluženosti důležité, přičemž pro celkový stav zadluženosti bude nárůst krátkodobého zadlužení znamenat větší problém.

Z výše uvedeného vyplývá, že do zahraniční zadluženosti nejsou zahrnovány majetkové cenné papíry, a to ani ty patřící do PZI, ani majetkové cenné papíry nesplňující podmínku pro začlenění do PZI. Celkově se tedy jedná o tzv. hrubou zahraniční zadluženost, do níž se zařazují kromě dluhopisů, úvěrů, vkladů a směnek i mezipodnikové úvěry v rámci PZI a nejsou zohledňovány pohledávky. Stavby jednotlivých dluhových závazků odpovídají stejně tak jako i u investiční pozicí vůči zahraničí, stavům jednotlivých závazků dluhového charakteru v rámci pasiv finančního účtu platební bilance.

Obrázek 25 – Vývoj zahraniční zadluženosti ČR (v mld. CZK)

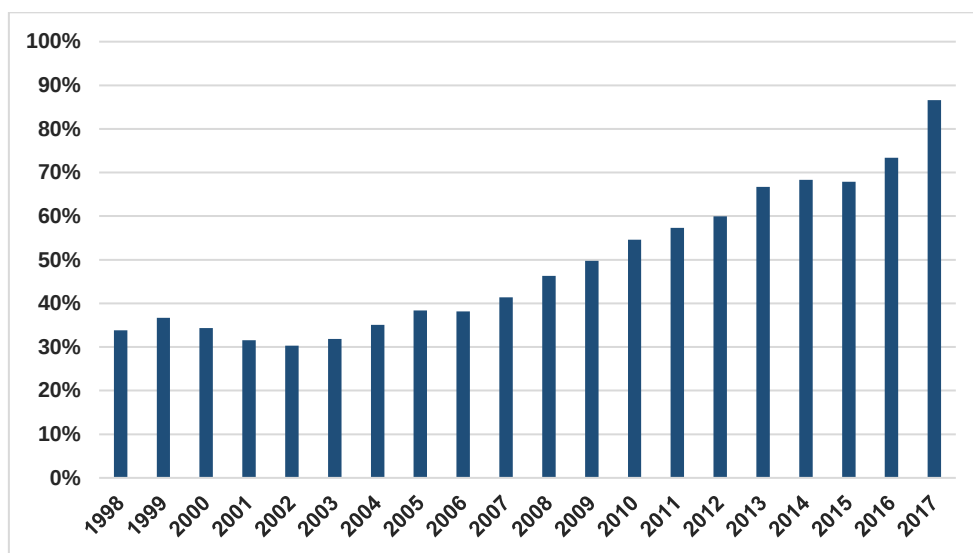


Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB, ARAD (2017).

Na Obr. 25 je možné sledovat vývoj zahraniční zadluženosti ČR za období let 1998 až 2017, z něj také vyplývá její rostoucí trend. Na počátku sledovaného období dosahovala zahraniční zadluženost 726,9 mld. CZK, o 10 let později již 1 862,2 mld. CZK, avšak již v roce 2010 došlo k překročení hranice 2 bil. CZK, což odpovídá 54,6 % HDP. Na konci sledovaného období již byla zadluženost 4 370,3 mld. CZK, což představuje 86,6 % HDP.

Následující Obr. 26 pak představuje přehled vývoje podílu hrubé zahraniční zadluženosti na HDP, kdy se za kritickou hodnotu považuje podíl zahraniční zadluženosti na HDP na úrovni 40 %, která byla již v roce 2007 překročena. Pokud bude tento vývoj celkové zahraniční zadluženosti i nadále pokračovat, mohlo by to v budoucnu způsobit stagnaci nebo také pokles domácí spotřeby. Dle Markové samotná skutečnost vypovídající o nárůstu našeho dluhu „*však nemusí sama o sobě představovat nijak významnou hrozbu, neboť se jedná o jev typický pro malé otevřené ekonomiky mající intenzivní obchodní vztahy se zahraničím*“.⁸² Je proto velice důležité dívat se také na strukturu zahraniční zadluženosti, která se vykazuje jak z časového, tak i ze sektorového hlediska.

Obrázek 26 – Vývoj podílu celkové zahraniční zadluženosti na HDP



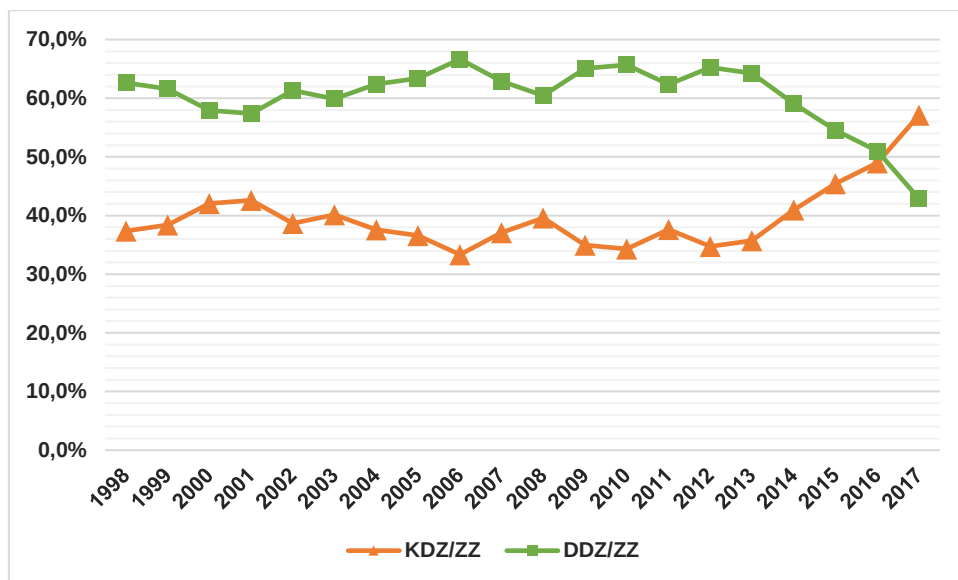
Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB, ARAD (2017).

Co se týče krátkodobého dluhu, jeho kritická hodnota je stejná jako u celkové zahraniční zadluženosti, tj. 40 %. Což znamená, že celková zahraniční zadluženost by měla být tvořena alespoň ze 60 % z dlouhodobého dluhu, jehož splatnost je delší než jeden rok. Pokud dojde k překročení stanovené kritické hodnoty, zahraniční investoři budou danou zemi vnímat jako vysoce rizikovou a v případě prvních náznaků blížící se finanční krize dojde většinou k prudkému odlivu krátkodobého kapitálu do zahraničí. Krátkodobá zahraniční zadluženost tuto hranici překročila za sledované období sedmkrát, jak vyplývá z Obr. 27, a to v letech 2000 a 2001, poté před vstupem do Evropské unie v roce 2003 a potom až v letech 2014–2017.

⁸² MARKOVÁ, J.: Vnější rovnováha z pohledu investiční pozice vůči zahraničí. *Český finanční a účetní časopis*, 2017, roč. 12, č. 1, s. 34.

V roce 2017 dokonce krátkodobá zadluženost převýšila dlouhodobou, což souviselo zejména s očekáváním ohledně posílení české koruny ze strany zahraničních subjektů.⁸³ Je potřeba tento vývoj pečlivě sledovat, jelikož by nebylo pro ekonomický vývoj ČR žádoucí, aby krátkodobá zahraniční zadluženost permanentně převyšovala dlouhodobou.

Obrázek 27 – Podíl krátkodobé a dlouhodobé zadluženosti na celkovém zadlužení



Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB, ARAD (2017). Vysvětlivky: ZZ = zahraniční zadluženost, KDZ = krátkodobá zahraniční zadluženost, DDZ = dlouhodobá zahraniční zadluženost.

O vývoji zahraniční zadluženosti z hlediska sektorového rozdělení pak vypovídá Tab. 4, ze které vyplývá, že od roku 2012 dochází k významnému poklesu podílu podnikového sektoru na celkové zahraniční zadluženosti. Z hlediska časové struktury se jedná o celkem vyvážené zadlužení, kdy se jak krátkodobé, tak i dlouhodobé závazky pohybují okolo 50 %. Na tomto dluhu se významně podílejí i mezipodnikové úvěry, které navzdory tomu, že zvyšují zahraniční zadluženost, mají převážně dlouhodobé rysy, kdy se oproti bankovním zahraničním úvěrům jedná o splatnost delší než jeden rok a mnohdy i delší než čtyři roky. Kromě toho některé z těchto úvěrů jsou bezúročné, což znamená, že nedochází ke zvyšování nákladů dluhové služby. Jinými slovy v případě, že se ekonomika bude potýkat s krátkodobými problémy, nemělo by

⁸³ ČNB. *Zpráva o inflaci II/2017* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-03-06]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-inflaci/>.

docházet k odlivu krátkodobého kapitálu a mimo jiné taková zadluženost není dluhem domácích subjektů.⁸⁴

Tabulka 4 – Podíl dílčích sektorů na zahraniční zadluženosti

		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ČNB	Celkem	1,5 %	1,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,5 %	0,1 %	0,1 %
	KD	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,5 %	0,1 %	0,1 %
	DD	1,5 %	1,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
KB	Celkem	44,9 %	43,6 %	39,4 %	34,6 %	31,7 %	31,6 %	24,0 %	21,4 %	20,4 %	24,7 %
	KD	26,6 %	28,0 %	27,7 %	23,7 %	21,8 %	23,5 %	17,6 %	16,2 %	14,7 %	17,3 %
	DD	18,3 %	15,6 %	11,7 %	10,9 %	9,8 %	8,2 %	6,4 %	5,2 %	5,7 %	7,4 %
Vládní instituce	Celkem	5,8 %	5,0 %	5,0 %	3,9 %	6,0 %	7,8 %	14,1 %	17,9 %	18,7 %	17,4 %
	KD	0,0 %	0,0 %	0,3 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,3 %	0,1 %	0,0 %	0,4 %
	DD	5,8 %	5,0 %	4,7 %	3,8 %	5,9 %	7,7 %	13,8 %	17,8 %	18,6 %	17,1 %
Ostatní sektory	Celkem	47,8 %	49,8 %	55,6 %	61,5 %	62,4 %	60,5 %	61,9 %	60,2 %	60,8 %	57,8 %
	KD	10,7 %	10,4 %	14,1 %	18,8 %	16,7 %	16,6 %	19,6 %	19,9 %	18,5 %	19,4 %
	DD	37,0 %	39,4 %	41,4 %	42,7 %	45,6 %	44,0 %	42,2 %	40,4 %	42,3 %	38,4 %

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ČNB	Celkem	0,1 %	1,3 %	1,2 %	1,1 %	1,0 %	1,0 %	1,8 %	2,3 %	2,9 %	3,9 %
	KD	0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,1 %	0,0 %	0,1 %	0,9 %	1,4 %	2,2 %	3,4 %
	DD	0,0 %	1,1 %	1,0 %	1,0 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,8 %	0,5 %
KB	Celkem	25,9 %	21,0 %	20,8 %	20,2 %	17,5 %	21,9 %	24,4 %	27,2 %	31,4 %	40,7 %
	KD	18,0 %	13,7 %	13,7 %	13,7 %	11,7 %	16,1 %	18,4 %	21,0 %	26,0 %	34,6 %
	DD	7,9 %	7,3 %	7,1 %	6,5 %	5,8 %	5,8 %	6,0 %	6,2 %	5,4 %	6,1 %
Vládní instituce	Celkem	16,0 %	18,9 %	21,5 %	20,5 %	22,7 %	22,7 %	19,6 %	22,6 %	22,5 %	18,4 %
	KD	0,1 %	0,2 %	0,7 %	1,0 %	0,5 %	0,8 %	1,0 %	1,5 %	0,1 %	1,0 %
	DD	15,9 %	18,6 %	20,8 %	19,5 %	22,1 %	21,9 %	18,6 %	21,1 %	22,4 %	17,4 %
Ostatní sektory	Celkem	58,0 %	58,8 %	56,5 %	58,2 %	58,9 %	54,4 %	54,3 %	47,9 %	43,2 %	37,0 %
	KD	21,3 %	20,8 %	19,8 %	22,9 %	22,5 %	18,7 %	20,7 %	21,5 %	20,7 %	18,1 %
	DD	36,7 %	38,0 %	36,7 %	35,3 %	36,4 %	35,7 %	33,6 %	26,4 %	22,4 %	18,9 %

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB, ARAD (2017). Vysvětlivky: KB = komerční banky, KD = krátkodobá, DD = dlouhodobá.

Ke zvýšení zadluženosti docházelo také v sektoru ČNB a bankovníctví. V případě bankovníctví narůstalo zadlužení s významnou převahou dlouhodobého zadlužení nad

⁸⁴ ČNB. *Přímé zahraniční investice 2017* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-03-12]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_balance_stat/publikace_pb/pzi/PZI_2017_CZ.pdf.

krátkodobým. V rámci sektoru ČNB došlo ke zvýšení jejího podílu na celkové zahraniční zadluženosti o 3,8 % během sledovaného období, což v absolutních hodnotách představuje více než 166 mld. CZK, avšak v tomto případě již s převládajícím podílem krátkodobého zadlužení. Z hlediska ČNB se jedná převážně o zadluženost představující hotovostní vklady zahraničních bank a repo operace realizované se zahraničními bankami sloužící k řízení devizových rezerv. O podobnou strukturu zadluženosti jde i u komerčních bank, kdy ta není tvořena zdroji čerpanými ze zahraničí, ale spíše závazky vůči zahraniční klientele z důvodu investic do dluhových cenných papírů a vkladů na účtech.

Za nepříznivý je také možné označit i vývoj zadluženosti vládního sektoru, u kterého se zvyšuje jak krátkodobá, tak i dlouhodobá část zadluženosti. Dle Markové k tomuto dochází v důsledku čerpání úvěru od Evropské investiční banky na financování investic do infrastruktury a nákupu vládních dluhových cenných papírů zahraničními investory.⁸⁵ Dle Durčákové a Mandela je tento vývoj považován za nepříznivý kvůli tomu, že „*nárůst zahraničního zadlužení, na rozdíl od nárůstu vnitřního státního dluhu, skutečně vždy představuje zadlužování budoucích generací dané země, neboť držitelem pohledávek jsou zahraniční subjekty*“.⁸⁶

3.4 Ostatní ukazatele vnější ekonomické rovnováhy

Pro analýzu a rozhodování ohledně alokace svých investic se zahraniční investoři řídí tzv. ukazateli udržitelnosti vnější ekonomické rovnováhy, do kterých se řadí i dluhové ukazatele. Dluhové ukazatele vnější rovnováhy se soustředí na vyhodnocení zahraniční zadluženosti a dluhové služby z hlediska objemu a trendu vývoje, a mimo jiné i na způsobilost daného státu splácet své závazky. Podrobnější definování těchto ukazatelů je pak možné najít v publikaci Mezinárodního měnového fondu.⁸⁷

Ve své podstatě jde o dvě kategorie dluhových ukazatelů, kdy první kategorie vychází z poměrování zahraničních závazků vůči vybraným tokovým veličinám (např. k HDP nebo exportu zboží a služeb) a druhá je výsledkem poměru zahraničních závazků k vybraným stavovým veličinám (např. k devizovým rezervám). Kromě podílu deficitu běžného účtu na

⁸⁵ MARKOVÁ, J.: Vnější rovnováha z pohledu investiční pozice vůči zahraničí. *Český finanční a účetní časopis*, 2017, roč. 12, č. 1, s. 36.

⁸⁶ DURČÁKOVÁ, J., MANDEL, M.: *Mezinárodní finance*. 4. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Management Press, 2010. s. 442. ISBN 978-80-7261-221-5.

⁸⁷ IMF. *External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users*. [online], Washington, D. C., International Monetary Fund, 2014, [cit. 2019-03-12]. Dostupné z: <http://www.tffs.org/pdf/edsg/ft2014.pdf>.

HDP se mezi nejvíce využívané dluhové ukazatele řadí také podíl čisté investiční pozice na HDP, podíl celkové zahraniční zadluženosti na HDP nebo podíl krátkodobé a dlouhodobé zadluženosti na celkovém zahraničním zadlužení. Ačkoliv se tyto ukazatele potýkají s řadou metodologických problémů, jsou stanoveny jejich limitní hodnoty, které by daný stát neměl z pohledu vnější ekonomické rovnováhy přesáhnout.

Většina ukazatelů souvisejících s vnější rovnováhou už byla uvedena, dalšími ukazateli, které ještě nebyly představeny, jsou podíl zahraniční zadluženosti na exportu zboží a služeb (stanoveném za jeden rok) a tzv. dluhová služba. Podíl zahraniční zadluženosti na ročním exportu představuje schopnost daného státu splácet své závazky exportem zboží a služeb. V rámci ČR se daný ukazatel pohybuje nad 60 % (v roce 2017 dokonce překročil 100 %). Co se pak týče dluhové služby, vypovídajícím ukazatelem je podíl dluhové služby na HDP, který ukazuje výši HDP postačující ke krytí dluhové služby, tj. úroků a jistiny za daný rok. Limitní hodnota je stanovena na úrovni 5 % a hodnoty blíží se limitní hranici budou signalizovat rostoucí spotřebu nákladů dluhové služby k reálné výši HDP.

Centrální banky a analytici ratingových agentur používají při hodnocení vnější rovnováhy vedle výše zmíněných ukazatelů také podíl dluhové služby na exportu zboží a služeb a míru krytí krátkodobého zadlužení devizovými rezervami neboli tzv. Greenspan-Guidottiho pravidlo⁸⁸, které ukazuje schopnost země pokrýt vlastní krátkodobé zadlužení, pokud by se zhoršily podmínky financování.

K uvedeným ukazatelům je možné také přidat krytí importu zboží a služeb devizovými rezervami. Tento ukazatel patří dle Markové mezi problematické a vychází z toho, že dovoz je operace, která vyvolává buď bezprostředně, anebo v budoucnu poptávku po zahraniční měně. Nebere však v úvahu skutečnost, že dovoz může být hrazen nabídkou cizí měny z vývozu a nezohledňuje ani vliv přílivu kapitálu, který může být zdrojem krytí dovozu.⁸⁹ Následně se tu projevují i potíže ohledně komparace tokové veličiny se stavovou, což poukazuje na to, že daný ukazatel nepočítá s pohyby devizových rezerv v průběhu roku.

Mimoto nebere v úvahu ani kvalitativní stránku devizových rezerv a k tomu navíc ani otázku ucelené interpretace devizových rezerv. Širší vymezení devizových rezerv je možné spatřit i

⁸⁸ ROJÍČEK, M. et al.: *Makroekonomická analýza: teorie a praxe*. První vydání. Praha: Grada Publishing, 2016. s. 519. ISBN 978-80-247-5858-9.

⁸⁹ MARKOVÁ, J.: Analýza efektu přímých zahraničních investic na vnější rovnováhu z pohledu platební bilance. *Český finanční a účetní časopis*, 2012, roč. 7, č. 1, s. 29.

v ryze české odborné literatuře, kdy dle Durčákové a Mandela mají oficiální měnové instituce k dispozici vedle „reálných“ devizových rezerv také tzv. „potenciální devizové facility, které představují možnost čerpání dodatečných devizových zdrojů ve formě úvěrů od mezinárodních měnových institucí“.⁹⁰ K potenciálním devizovým rezervám jsou například zařazovány i tzv. zvláštní práva čerpání, která by bylo možné v zásadě začlenit mezi reálné devizové rezervy, jelikož se jedná o aktivum, pomocí kterého je možné opatřit směnitelnou měnu nebo které lze použít k transakcím nejenom mezi členskými státy Mezinárodního měnového fondu, ale i ve vztahu k samotnému MMF. Dalšími problematickými položkami devizových rezerv jsou zlato a úvěry od mezinárodních měnových institucí. V případě zlata jde především o jeho ocenění, které se v jednotlivých státech liší. Pokud hovoříme o úvěrech od mezinárodních měnových institucí, ty se mohou započítávat do devizových rezerv v okamžiku, kdy se dohodne tzv. úvěrový rámec a je možné danou položku bez jakýchkoliv problémů vyčíslit.

Tabulka 5 – Vývoj vybraných ukazatelů vnější ekonomické rovnováhy

	Kritická hodnota	1998	2003	2008	2013	2017
ZZ/EX	-	80,8 %	68,0 %	73,3 %	86,7 %	108,2 %
DS/HDP	5 %	2,4 %	5,0 %	4,5 %	7,6 %	5,1 %
DR/KDZ	100 %	124,7 %	201,7 %	119,7 %	126,5 %	139,0 %
DS/EX	25 %	5,7 %	10,8 %	7,1 %	9,8 %	6,4 %
DR/IM	3–5 měsíců	6,0	4,8	4,0	4,5	5,0

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů z ČNB, ARAD (2017). Vysvětlivky: DS = dluhová služba, DZ = devizové rezervy, EX = export zboží a služeb, IM = import zboží a služeb, KDZ = krátkodobá zahraniční zadluženost, ZZ = zahraniční zadluženost.

Vývoj vybraných ukazatelů vnější ekonomické rovnováhy České republiky je možné pozorovat ve výše uvedené Tab. 5.

⁹⁰ DURČÁKOVÁ, J., MANDEL, M.: *Mezinárodní finance*. 4. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Management Press, 2010. s. 21. ISBN 978-80-7261-221-5.

Závěr

Během sledovaného období došlo k velkým nárůstům přílivu přímých zahraničních investic, které pak určitým způsobem ovlivnily jednotlivé účty platební bilance a také vnější rovnováhu země. Cílem mé diplomové práce bylo tedy vyhodnotit vliv přímých zahraničních investic na platební bilanci a analyzovat jejich dopad na vnější rovnováhu České republiky mezi lety 1998–2017.

Tato práce byla rozdělena na tři části, kdy v první části jsou přímé zahraniční investice charakterizovány z hlediska jejich typů, dělení a faktorů, které ovlivňují jejich příliv. V rámci faktorů přílivu přímých zahraničních investic byly představeny i možné vládní investiční pobídky dle metodických listů OECD. Na závěr první části byly také popsány kladné a záporné stránky přílivu přímých zahraničních investic do země. Druhá část se již věnovala vlivu přímých zahraničních investic na platební bilanci a především charakteristice přílivu PZI do ČR a českých PZI v zahraničí a dopadu přílivu PZI na platební bilanci, zejména na saldo běžného a finančního účtu. Poslední část diplomové práce se zaměřila na analýzu dopadu přílivu přímých zahraničních investic na vnější rovnováhu země z pohledu platební bilance. Záměrem třetí části bylo vyhodnotit vnější rovnováhu z pohledu salda běžného účtu, investiční pozice vůči zahraničí, zahraniční zadluženosti a klíčových indikátorů, které slouží k tomuto účelu.

V souvislosti s přílivem PZI je možné říci, že tyto investice mají významný vliv na platební bilanci, a to zejména na běžný a finanční účet. Z hlediska běžného účtu tlačí příliv těchto investic na bilanci prvotních důchodů (hlavně na důchody z PZI, kdy je s přílivem PZI, po nějaké době jejich zhodnocování, spojen i odliv do mateřských společností v zahraničí v podobě dividend, avšak značná část těchto zisků zůstává v hostitelské zemi), která se nachází v záporných hodnotách, avšak díky velkým přebytkům výkonové bilance se saldo běžného účtu nachází od roku 2014 v přebytku. V rámci finančního účtu se příliv přímých zahraničních investic kumuluje na účtu PZI, který se dělí na investice do základního kapitálu, reinvestice zisků a ostatních investic.

Z pohledu vnější rovnováhy ČR a především z vývoje komplexních ukazatelů a dalších indikátorů je možné dojít k závěru, že ačkoliv se platební bilance vyvíjí pozitivně, vnější rovnováha vykazuje negativní vývoj, kdy se stále nachází v záporných hodnotách. Mimoto je

dále nepříznivý i vývoj krátkodobého zadlužení, které převýšilo vývoj dlouhodobého zadlužení, což může způsobit budoucí potíže v ekonomickém rozvoji ČR.

Zdroje

Knihy

DURČÁKOVÁ, Jaroslava a MANDEL, Martin. *Mezinárodní finance*. 4. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Management Press, 2010. 494 s. ISBN 978-80-7261-221-5.

HELÍSEK, Mojmir. *Měnové krize: (empirie a teorie)*. Vyd. 1. Praha: Professional Publishing, 2004. 179 s. ISBN 80-86419-82-7.

KRÁL, Petr et al. *International marketing: theory, practices and new trends*. Second revised edition. Prague: Oeconomica, nakladatelství VŠE, 2016. 245 stran. ISBN 978-80-245-2152-7.

MANDEL, Martin a DURČÁKOVÁ, Jaroslava. *Mezinárodní finance a devizový trh*. Vydání 1. Praha: Management Press, 2016. 452 s. ISBN 978-80-7261-287-1.

PLCHOVÁ, Božena a kol. *Zahraniční ekonomické vztahy ČR*. 3. přeprac. vyd. Praha: Oeconomica, 2007. 154 s. ISBN 978-80-245-1285-3.

ROJÍČEK, Marek et al. *Makroekonomická analýza: teorie a praxe*. První vydání. Praha: Grada Publishing, 2016. s. 543. Expert. ISBN 978-80-247-5858-9.

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

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

WOKOUN, René a kol. *Přímé zahraniční investice a regionální rozvoj*. Praha: Oeconomica, 2010. 203 s. ISBN 978-80-245-1736-0.

Články

AITKEN, B., HARRISON, A.E.: *Do domestic firms benefit from direct foreign investment? Evidence from Venezuela*. The American Economic Review, 1999, 89(3), pp. 605–618.

AITKEN, B., HARRISON, A.E., HANSON, G.: *Spillovers, foreign investment, and export behavior*. Journal of International Economics, 1997, 43(1–2), pp. 103–132

BENÁČEK, V.: *Přímé zahraniční investice v české ekonomice: praxe, teorie a aplikace*. Politická ekonomie, 2000, 48(1), s. 7–24.

BITZER, J., GORG, H.: *The Impact of FDI on Industry Performance. Research Paper Series*. Lancaster: European Trade and Study Group, 2005. [online]. Available from: <http://www.etsg.org/ETSG2005/papers/gorg.pdf>.

BLALOCK, G., GERTLER, P.J.: *Welfare gains from foreign direct investment through technology transfer to local suppliers*. Journal of International Economics, 2008, 74(2), pp. 402–421.

BLOMSTRÖM, M., KOKKO, A.: *Human Capital and Inward FDI. Working Paper 167*. Stockholm: Stockholm School of Economics, 2003. [online]. Available from: <https://swopec.hhs.se/eijswp/papers/eijswp0167.pdf>.

BRŮNA, K. *Analýza podmínek obsluhy čisté investiční pozice v rozvinutých a tranzitivních ekonomikách*. Český finanční a účetní časopis. Roč. 6, č. 3, s. 22–31. doi: 10.18267/j.cfuc.111.

BRŮNA, K. *Koncept udržitelnosti negativní čisté investiční pozice a jeho aplikace na příkladu České republiky v letech 1999-2011*. Politická ekonomie, 2013, roč. 61, č. 1. str. 76.

ČNB. *Metodický list: platební bilance* [online]. Cnb.cz. [cit. 2019-02-25]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/docs/ARADY/MET_LIST/bpm6_bop_cs.pdf

ČNB. *Metodický list: statistika zahraniční zadluženosti* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-03-06]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/docs/ARADY/MET_LIST/bpm6_zz_cs.pdf

ČNB. *Obraty na devizovém trhu* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-03-06]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/obraty_devizovy_trh/FT_obraty_17.html.

ČNB. *Platební bilance 2002* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-02-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/zpravy_vyvoj_pb/index.html

ČNB. *Platební bilance 2004* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-02-13]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/zpravy_vyvoj_pb/index.html

ČNB. *Platební bilance 2005* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-02-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/zpravy_vyvoj_pb/index.html

ČNB. *Platební bilance 2006* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-02-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/zpravy_vyvoj_pb/index.html

ČNB. *Platební bilance 2007* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-02-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/zpravy_vyvoj_pb/index.html

ČNB. *Platební bilance 2008* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-02-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/zpravy_vyvoj_pb/index.html

ČNB. *Přímé zahraniční investice 2013* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-02-18]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/pzi.

ČNB. *Přímé zahraniční investice 1998-2017* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-02-18]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/pzi/

ČNB. *Systém časových řad ARAD* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-02-25]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_DRILL?p_strid=AD&p_lang=CS.

ČNB. *Zprava o inflaci 2011-2018* [online]. Cnb.cz [cit. 2019-02-23]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-inflaci/>

DAS, Satya P. Effects of foreign investment in the presence of unemployment. In: *Journal of International Economics* [online]. 1981, s. 249-257 [cit. 2019-02-08]. DOI: doi.10.1016/0022-1996(81)90019-2.

DJANKOV, S., HOEKMAN, B.: *Avenues of Technology Transfer: Foreign Investment and Productivity Change in the Czech Republic*. London: Centre for Economic Policy Research, 1998. [online]. Available from: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.467.3264&rep=rep1&type=pdf>.

EZAT, E.: *The impact of foreign direct investment (FDI) on domestic firm's product and service quality in Czech Republic*. Studia Universitatis Babe-Bolyai, Negotia, 2008, 53(1), pp. 135–146.

Global Competitiveness Index 2017-2018. *Weforum.org* [online]. [cit. 2019-01-22]. Dostupné z: <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-index-2017-2018/competitiveness-rankings/>

GÖRG, H., GREENAWAY, D.: *Much Ado About Nothing? Do Domestic Firms Really Benefit from Foreign Direct Investment?* Discussion Paper No. 944. Bonn: The Institute for the Study of Labor, 2003. [online]. Available from: <http://ftp.iza.org/dp944.pdf>.

HOLLAND, D., PAIN, N.: *The Diffusion of Innovations in Central And Eastern Europe: a Study of the Determinants and Impact of Foreign Direct Investment*. London: National Institute of Economic and Social Research, 1998. [online]. Available from: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.156.9930&rep=rep1&type=pdf>.

IMF. *Balance of Payments and International Investment Position Manual, Sixth Edition (BPM6)* [online]. *Imf.org*. [cit. 2019-02-25] Dostupné z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf>.

IMF. *External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users*. [online], Washington, D. C., International Monetary Fund, 2014, [cit. 2019-03-12]. Dostupné z: <http://www.tffs.org/pdf/edsg/ft2014.pdf>.

KOIZUMI, Tetsunori a Kenneth J. KOPECKY. Foreign direct investment, technology transfer and domestic employment effects. In: *Journal of International Economics* [online]. 1980, s. 1-20 [cit. 2019-02-08]. DOI: doi.10.1016/0022-1996(80)90028-8.

MARKOVÁ, J. *Analýza efektu přímých zahraničních investic na vnější rovnováhu z pohledu platební bilance*. Český finanční a účetní časopis, 2012, roč. 7, č. 1, s. 20-32.

MARKOVÁ, J. *Komparace vlivu přímých zahraničních investic na běžný účet platební bilance České republiky a Slovenska po vstupu do Evropské unie*. Český finanční a účetní časopis, 2014, roč. 9, č. 1, s. 19-33.

MARKOVÁ, J. *Vnější rovnováha z pohledu investiční pozice vůči zahraničí*. Český finanční a účetní časopis, 2017, roč. 12, č. 1, s. 17-40.

MARKOVÁ, J. - ŠVIHLÍKOVÁ, I. Komparace vlivu PZI zemí V4 na vnější rovnováhu z pohledu platební bilance. *Scientia et societas : časopis pro společenské vědy a management*. 2017. sv. 13, č. 4, s. 40-64. ISSN 1801-7118.

MERLEVEDE, B., SCHOORS, K., SPATAREANU, M.: *FDI Spillovers and the Timing of Foreign Entry. Discussion Paper Series*. Leuven: LICOS — Centre for Institutions and Economic Performance, 2010. [online]. Available from: <http://www.econ.kuleuven.be/licos/publications/dp/dp267.pdf>.

OLŠOVSKÝ, R. *Informace o přípravách na zavedení šestého manuálu platební bilance MMF*. Statistika. Roč. 88, č. 4, s. 346–350.

PLOJHAR, M., SRHOLEC, M., TOMŠÍK, V. *Efekty přímých zahraničních investic na platební bilanci*. Praha: Newton Holding, a. s., oddělení analýz, 2003. Ekonomická zpráva č. 4/2003.

Recent Impacts of Foreign Direct Investment on Growth and Restructuring in Central European Transition Countries [online]. Wien, 2002 [cit. 2019-02-08]. Dostupné z: <https://wiiw.ac.at/recent-impacts-of-foreign-direct-investment-on-growth-and-restructuring-in-central-european-transition-countries-dlp-210.pdf>. WIIW Research Reports. Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche. Vedoucí práce Gábor Hunya.

STEVENS, G.V.G., LIPSEY, R.E.: Interactions between domestic and foreign investment. *Journal of International Money and Finance* [online]. Elsevier, 1992, s. 40-62 [cit. 2019-02-08]. DOI: doi.10.1016/0261-5606(92)90020-X.

ŠKAMLOVÁ, E. *Výnosnosť priamych zahraničných investícií*. [online], Bratislava, Národná banka Slovenska, 2005, [cit. 2019-02-11], http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/MU/pris_05.pdf.

TURKCAN, B., DUMAN, A., YETKINER, I.H.: *How does FDI and economic growth affect each other? The OECD Case*. In Proceedings of the International Conference on Emerging Economic Issues in a Globalizing World. Izmir: Izmir University of Economics, 2008, pp. 21–40.

UNCTAD: *Trade and Development Report, 2017*. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development, 2017

Why Does FDI Go Where it Goes? New Evidence from the Transition Economies [online]. Washington DC, 2003 [cit. 2019-02-08]. Dostupné z: https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/wp/2003/_wp03228.ashx. IMF Working Paper. IMF Institute. Vedoucí práce Nauro F. Campos and Yuko Kinoshita.

Elektronické zdroje

Analýza investičních pobídek v České republice [online]. Praha, Česká republika, 2007 [cit. 2019-02-08]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/assets/dokumenty/32013/35445/388865/priloha001.pdf>

Audi to establish new R&D centre. *Kormany.hu* [online]. [cit. 2019-01-15]. Dostupné z: <http://www.kormany.hu/en/ministry-of-foreign-affairs-and-trade/news/audi-to-establish-new-r-d-centre-with-an-investment-of-19-7-million-euros>

Broadcom Agrees to Buy CA Technologies for \$19 Billion. *Bloomberg.com* [online]. [cit. 2019-01-15]. Dostupné z: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-07-11/broadcom-is-said-to-agree-to-buy-ca-technologies-for-19-billion>

Brownfieldy. *Czechinvest.org* [online]. [cit. 2019-01-15]. Dostupné z: <https://www.czechinvest.org/cz/Sluzby-pro-municipality/Nemovitosti-pro-podnikatelske-ucely/Brownfieldy>

¹Další čínská banka v Česku. *Irozhlas.cz* [online]. [cit. 2019-01-15]. Dostupné z: https://www.irozhlas.cz/ekonomika/dalsi-cinska-banka-v-cesku-icbc-ziskala-licenci-od-ceske-narodni-banky_1705111512_jra

France's Total takes stake in Russia's Arctic gas project. *Reuters.com* [online]. [cit. 2019-01-15]. Dostupné z: <https://www.reuters.com/article/us-russia-economy-forum/frances-total-takes-stake-in-russias-arctic-gas-project-idUSKCN1IP3AF>

From Poland to Hungary, Gazprom takes stealth route to domination. *Independent.co.uk* [online]. [cit. 2019-01-22]. Dostupné z: <https://www.independent.co.uk/news/business/analysis-and-features/from-poland-to-hungary-gazprom-takes-stealth-route-to-domination-6112387.html>

Prodeje iPhone X. *Idnes.cz* [online]. [cit. 2019-01-15]. Dostupné z: https://mobil.idnes.cz/prodeje-iphone-x-02t-/mob_tech.aspx?c=A180115_131049_mob_tech_ram

Úřad vlády ČR: *Analýza odlivu zisků: Důsledky pro českou ekonomiku a návrhy opatření*. Praha: Úřad vlády ČR, 2016. [online]. Dostupné z: <https://www.vlada.cz/assets/media-centrum/aktualne/Analyza-odlivu-zisku.pdf>.

We are helping states make EV policy stable: ABB India MD Sanjeev Sharma. *Business-standard.com* [online]. [cit. 2019-01-22]. Dostupné z: https://www.business-standard.com/article/companies/we-are-helping-states-make-ev-policy-stable-abb-india-md-sanjeev-sharma-118042700046_1.html

Virgin Trains and Stagecoach must be punished harder – for their own good. *Theguardian.com* [online]. [cit. 2019-01-22]. Dostupné z:

<https://www.theguardian.com/business/2018/feb/11/virgin-trains-stagecoach-punished-harder-for-own-good-east-coast>

Vivendi Buys Up Nearly All Remaining Shares of Havas. *Variety.com* [online]. [cit. 2019-01-22]. Dostupné z: <https://variety.com/2017/biz/news/vivendi-acquires-remaining-shares-in-havas-1202581341/>

Vláda rozhodla o prodeji státního podílu ČSOB belgické KBC Bank. *Idnes.cz* [online]. [cit. 2019-01-22]. Dostupné z: https://ekonomika.idnes.cz/vlada-rozhodla-o-prodeji-statniho-podilu-csob-belgicke-kbc-bank-p7s-/ekonomika.aspx?c=990531_192651_ekonomika_jjx

Z Plzně je „Plzeň-san“. *Idnes.cz* [online]. [cit. 2019-01-15]. Dostupné z: https://ekonomika.idnes.cz/plzen-prazdroj-japonci-asahi-nakup-dt9-/ekoakcie.aspx?c=A170331_145650_ekoakcie_rts

Seznam obrázků a tabulek

Seznam obrázků

Obrázek 1 – Vývoj přílivu PZI v ČR v období 1993–2017 (v mld. CZK).....	25
Obrázek 2 – První a druhá etapa životního cyklu PZI v ČR (v mil. CZK)	27
Obrázek 3 – Přehled životního cyklu PZI v ČR (v mil. CZK)	29
Obrázek 4 – Rozdělení salda důchodů z PZI (v mil. CZK).....	30
Obrázek 5 – Odvětvová struktura PZI v ČR.....	30
Obrázek 6 – Teritoriální struktura PZI v ČR.....	31
Obrázek 7 – Vývoj českých PZI v zahraničí (v mil. CZK)	32
Obrázek 8 – Odvětvová struktura českých přímých investic v zahraničí.....	33
Obrázek 9 – Teritoriální struktura českých přímých investic v zahraničí.....	34
Obrázek 10 – Vývoj jednotlivých sald platební bilance v období 1998–2017 (v mld. CZK).....	36
Obrázek 11 – Vývoj BÚ platební bilance v období 1998–2017 (v mld. CZK).....	37
Obrázek 12 – Vývoj bilance zboží a služeb (v mld. CZK).....	38
Obrázek 13 – Vývoj a struktura bilance prvotních důchodů (v mld. CZK)	39
Obrázek 14 – Vývoj salda důchodů z investic (v mld. CZK)	40
Obrázek 15 – Vývoj salda důchodů z PZI (v mld. CZK).....	41
Obrázek 16 – Vývoj salda bilance druhotných důchodů (v mld. CZK).....	42
Obrázek 17 – Vývoj účtu PZI (v mld. CZK).....	43
Obrázek 18 – Vývoj důchodů z PZI a reinvestovaného zisku (v mil. CZK).....	46
Obrázek 19 – Vývoj ukazatele podílu salda BÚ na HDP	48
Obrázek 20 – Vývoj podílu salda bilance prvotních důchodů na HDP	50
Obrázek 21 – Krytí BÚ nedluhovým kapitálem (v mld. CZK)	52
Obrázek 22 – Vztahy investiční pozice a zahraniční zadluženosti s PB a národními účty	55
Obrázek 23 – Vývoj vybraných účtů PB a čisté investiční pozice (v mld. CZK).....	56

Obrázek 24 – Vývoj podílu čisté investiční pozice na HDP	58
Obrázek 25 – Vývoj zahraniční zadluženosti ČR (v mld. CZK).....	61
Obrázek 26 – Vývoj podílu celkové zahraniční zadluženosti na HDP	62
Obrázek 27 – Podíl krátkodobé a dlouhodobé zadluženosti na celkovém zadlužení.....	63

Seznam tabulek

Tabulka 1 – Rozdělení PZI.....	9
Tabulka 2 – Struktura platební bilance.....	35
Tabulka 3 – Struktura investiční pozice ČR (v mld. CZK).....	57
Tabulka 4 – Podíl dílčích sektorů na zahraniční zadluženosti.....	64
Tabulka 5 – Vývoj vybraných ukazatelů vnější ekonomické rovnováhy.....	67