Vysoká škola ekonomická v Praze

Národohospodářská fakulta

Hlavní specializace: Hospodářská politika

VLIV PŘÍMÝCH ZAHRANIČNÍCH INVESTIC NA NÁRODNÍ HOSPODÁŘSTVÍ ČESKÉ REPUBLIKY V LETECH 2008 - 2017

diplomová práce

Autor: Bc. Nikola Žítková
Vedoucí práce: doc. Ing. Eva Zamrazilová, CSc.
Rok: 2019

Prohlašuji na svou čest, že jsem diplomovou práci vypracovala samostatně a s použitím uvedené literatury.

Nikola Žítková

V Praze, dne 17. 8. 2019

Poděkování

Ráda bych poděkovala paní doc. Ing. Evě Zamrazilové, CSc. za cenné rady, trpělivost, inspiraci a připomínky při vypracování diplomové práce. Rovněž patří moje poděkování rodině za podporu během celého studia.

Vysoká škola ekonomická v Praze
Katedra hospodářské a sociální politiky

Národohospodářská fakulta
Akademický rok: 2018/2019

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Zpracovatelka: **Bc. Nikola Žítková**

Studijní program: Ekonomie a hospodářská správa

Obor: Hospodářská politika

Název tématu: **Vliv přímých zahraničních investic na národní hospodářství České republiky v letech 2008 – 2017**

Zásady pro vypracování:

1. Cíl práce
   Diplomová práce se bude zabývat především analýzou přímých zahraničních investic v České republice a jejich vlivu na národní hospodářství. Základním cílem práce bude zkoumání a vymezení pozitivních a negativních efektů přímých zahraničních investic, zejména vliv na platební bilanci a vnější rovnováhu ekonomiky, a následné ověření hypotézy, že pozitivní efekty převažují nad negativními. Dále bude práce zaměřena na vývoj reinvestovaných zisků v ČR a jeho mezinárodní srovnání, kde je hypotézou klesající podíl reinvestovaného zisku v ČR a jeho nízký podíl v rámci mezinárodního srovnání.
2. Aktuálnost tématu
   Pro tranzitivní ekonomiky, jako je ČR, byly přímé zahraniční investice v rámci transformačního procesu důležitou součástí zahraničního kapitálu, přičemž jejich význam přetrvával v průběhu let. Příliv investic do ekonomiky může stimulovat její růst, zvyšovat exportní výkonost a tvorbu nových pracovních příležitostí. Na druhou stranu, v současné době jsou přímé zahraniční investice diskutovány zejména v souvislosti s masivním odtokem dividend do zahraničí. Zhodnocení přínosů a nákladů přílivu přímých zahraničních investic pro českou ekonomiku není dosud v odborné literatuře dostatečně zastoupeno.
3. Teoretická část
   Teoretická část práce bude věnována struktuře platební bilance a jejím dílčím saldům z hlediska dopadů na vnější rovnováhu ekonomiky. Dále bude využita teorie přímých zahraničních investic, zejména v kontextu jejich vlivu na hostitelské ekonomiky. Metodou této části práce bude především rešerše.
4. Praktická část
   Praktická část bude již věnována analýze přímých zahraničních investic. Vybrané statistické údaje pro Českou republiku budou pocházet z databáze časových řad ARAD, jež je součástí systému ČNB. Pro účely mezinárodního srovnání budou využita data především z Eurostatu, OECD a odborných studií UNCTADu.
5. Klíčová slova
   Přímé zahraniční investice, Platební bilance, Reinvestovaný zisk, Vnější rovnováha

Rozsah práce: min. 65 normostran

Seznam odborné literatury:

1. BRADA, Josef C. and TOMŠÍK, Vladimir, Reinvested Earnings Bias, the 'Five Percent' Rule and the Interpretation of the Balance of Payments – with an Application to Transition Economies. (February 2003). William Davidson Institute Working Paper No. 543. Dostupné z: http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.385881.
2. DUNNING, John a Rajneesh NARULA. Foreign Direct Investment and Governments: Catalysts for Economic Restructuring. London: Routledge, 2003. ISBN 9781134815616.
3. MANDEL, Martin a Vladimír TOMŠÍK. Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice. Praha: Management Press, 2008. ISBN 8072611850.
4. NOVOTNÝ, Filip. Profitability Life Cycle of Foreign Direct Investment and its Application to the Czech Republic. Praha: ČNB, 2015. ISSN 1803-7070.
5. ROJÍČEK, Marek, Vojtěch SPĚVÁČEK, Jan VEJMĚLEK, Eva ZAMRAZILOVÁ a Václav ŽĎÁREK. Makroekonomická analýza: teorie a praxe. Praha: Grada Publishing, 2016. Expert (Grada). ISBN 9788024758589.
6. TOMŠÍK, Vladimír. Zajistí přímé zahraniční investice prosperitu ČR?. Zahraniční investice: Cíl hospodářské politiky?. Praha: CEP – Centrum pro ekonomiku a politiku, 2008, s. 17-30. ISBN 978-80-86547-90-9. ISSN 1213-3299.
7. ZAMRAZILOVÁ, Eva. Kam povede příliv zahraničních investic?. Zahraniční investice: Cíl hospodářské politiky?. Praha: CEP – Centrum pro ekonomiku a politiku, 2008, s. 31-46. ISBN 978-80-86547-90-9. ISSN 1213-3299.

Datum zadání diplomové práce: leden 2019

Termín odevzdání diplomové práce: květen 2019

Bc. Nikola Žítková
Řešitelka

doc. Ing. Eva Zamrazilová, CSc.
Vedoucí práce

doc. Ing. Miroslav Ševčík, CSc.
Vedoucí katedry

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

Abstrakt

Diplomová práce je věnována analýze přímých zahraničních investic v České republice a jejich vlivu na vnější rovnováhu z pohledu platební bilance, investiční pozice a zahraniční zadluženosti v letech 2008 – 2017. Zabývá se dopadem přímých zahraničních investic na saldo běžného účtu a finančního účtu a také způsobu jejich krytí. Pozornost je věnována také výnosům přímých zahraničních investic, zejména jejich vývoji a struktuře. Vývoj výnosů z přímých zahraničních investic je rovněž komparován s dalšími zeměmi. Práce se zabývá také vývojem investiční pozice a zahraniční zadluženosti České republiky. Na základě analýzy platební bilance, investiční pozice a zahraniční zadluženosti země je ověřena hypotéza o převažujících pozitivních efektech plynoucích z přímých zahraničních investic nad negativními.

Klíčová slova: Přímé zahraniční investice, Platební bilance, Reinvestovaný zisk, Vnější rovnováha

JEL klasifikace: B17, F4

Abstract

This master's thesis focuses on the analysis of foreign direct investment in the Czech Republic and its influence on the external balance in terms of balance of payments, investment position and external debt in 2008 – 2017. The thesis contains analysis the impact of foreign direct investment on the current account and financial account balances. Attention is also paid to the income of foreign direct investment, especially their structure and development. The structure and development of foreign direct investment is compared with other countries as well. The thesis also deals with the development of the investment position and foreign debt of the country in the Czech Republic. The aim of this thesis is to verify the hypothesis that positive effects from FDI outweigh the negative effects.

Key words: Foreign Direct Investment, Balance of Payments, Reinvested Earnings, External Balance

JEL classification: B17, F4

1 OBSAH

Úvod 9

TEORETICKÁ ČÁST 11

2 Platební bilance a její struktura 11

2.1 Základní pojmy platební bilance 11

2.2 Běžný účet 15

2.3 Kapitálový účet 16

2.4 Finanční účet 16

3 Investiční pozice a zahraniční zadluženost 18

4 Přímé zahraniční investice 21

4.1 Charakteristika PZI 21

4.2 Typologie PZI 22

4.3 Vliv PZI na ekonomiku 25

4.4 Životní cyklus PZI 26

4.5 Teorie dotčené PZI 27

5 Vnější ekonomická rovnováha 28

PRAKTICKÁ ČÁST 30

6 Analýza platební bilance ČR 30

6.1 Vývoj běžného účtu 31

6.1.1 Bilance zboží a služeb 32

6.1.2 Bilance prvotních důchodů 36

6.1.3 Bilance druhotných důchodů 38

6.2 Vývoj kapitálového účtu 40

6.3 Vývoj finančního účtu 41

7 Přímé zahraniční investice 43

7.1 Výnosy z PZI a vliv na prvotní důchody 45

7.2 Vývoj podílu dividend a reinvestovaného zisku 49
7.3 Komparace vývoje reinvestovaného zisku v ČR s ostatními zeměmi EU 51
8 Zahraniční zadluženost a investiční pozice 55
8.1 Investiční pozice 55
8.2 Zahraniční zadluženost 58
9 Vnější ekonomická rovnováha a vyhodnocení dopadů přílivu PZI 61
9.1 Vnější rovnováha 62
9.2 Vyhodnocení dopadů přílivu PZI 65
9.2.1 Pozitivní efekty 65
9.2.2 Negativní efekty 67
Závěr 70
Seznam použitých zkratek 77
Seznam grafů, tabulek a obrázků 78
Seznam grafů 78
Seznam tabulek 79
Seznam obrázků 79
Seznam použitých zdrojů 80
Literární zdroje 80
Internetové zdroje 81
Přílohy 90

Úvod

Přímé zahraniční investice (dále PZI) v České republice jsou nepopiratelným ekonomickým fenoménem. O jejich vlivu na národní hospodářství nepanuje v rámci odborných diskuzí jednoznačný názor. Hlavním důvodem je skutečnost, že nelze snadno dopady PZI na danou zemi a makroekonomické indikátory kvantifikovat. Není však pochyb o tom, že pro malou otevřenou ekonomiku, jakou je ČR, měly zásadní význam v souvislosti s rozvojem země od počátku transformace.

Příhodnou zemí pro investování byla ČR vnímána již v druhé polovině 90. let. Její příhodnost spočívala v poměrně rozvinuté infrastruktuře a vysoké vybavenosti lidským kapitálem spojeným s nízkými náklady práce, výhodné geografické poloze, slabé měně s budoucím potenciálem na zhodnocení. Zároveň v ČR doposud nebyly mezinárodní podniky, které by dokázaly konkurovat ve světě. V rámci transformačního procesu se tak jevily PZI jako vhodným způsobem pro hospodářský rozvoj ekonomiky spjatým s otevřením konkurenci na globálním trhu.

Od počátku přílivu PZI, které začaly plynout do ekonomiky na konci 90. let, uběhlo přes 20 let. V jejich průběhu lze pozorovat vývoj objemu a struktury investic v rámci investičního cyklu. První fáze cyklu probíhala od roku 1998 do roku 2002 a spočívala v masivním přílivu investic. Většina vytvořeného zisku byla znovu reinvestována do ekonomiky. Druhá fáze začala v roce 2003. V rámci této fáze se zvýšil především objem vytvořeného zisku, který byl znovu reinvestován. Měnila se i struktura investic. Na konci druhé etapy došlo k poklesu zájmu zahraničních investorů o investice v ČR a začal se projevovat zvyšující se podíl vyplacených dividend nad reinvestovaným ziskem. Třetí etapa začala v roce 2008, přičemž byla ovlivněna hospodářskou a finanční krizí. Mezi její hlavní znaky patří pokles přílivu PZI a tendence zvyšování objemu vyplacených dividend.

Práce se zaměřuje na vývoj PZI v letech 2008 – 2017. Toto období lze zařadit do poslední etapy investičního cyklu v ČR. Cílem práce je prozkoumat a analyzovat efekty PZI a zhodnotit jejich celkový vliv na národní hospodářství a vnější rovnováhu

ekonomiky ve sledovaném období. Na základě analýzy bude potvrzena či vyvrácena hypotéza, že převažují pozitivní efekty z PZI v ČR nad negativními. Pozornost je věnována i vývoji struktury investic, resp. ověření hypotézy, že podíl reinvestovaného zisku v ČR má v daném období klesající trend. Součástí analýzy je i komparace vývoje reinvestovaného zisku v ČR s dalšími vybranými zeměmi, jejímž výsledkem bude verifikace hypotézy, že ČR má v mezinárodním srovnání nízký podíl reinvestovaného zisku.

Diplomová práce je rozdělena do několika dílčích kapitol. V rámci teoretické části je nejprve charakterizována platební bilance a její jednotlivé účty. Zároveň jsou zde popsány hlavní změny, které souvisely se zavedením šestého manuálu platební bilance (BPM6) vydaného IMF v roce 2009. Další kapitoly jsou věnované investiční pozici a zahraniční zadluženosti. Jedná se o výkazy, kde jsou zachyceny informace o pozici, resp. stavu ekonomiky vůči zahraničí. Společně s platební bilanci, jež zaznamenává tok ekonomických transakcí, tak poskytují kompletní obraz pro zkoumání vnější rovnováhy ekonomiky. Další kapitola je zaměřena na PZI. Budou definovány typy PZI a jejich dopady na ekonomiky. Součástí bude i charakteristika vybraných teorií investic. Mezi uvedené teorie patří teorie životního cyklu či Dunningovo eklektické paradigma. Poslední kapitola teoretické části diskutuje možnosti zkoumání vnější rovnováhy a identifikuje dílčí indikátory, které budou použity v praktické části pro posouzení stavu národního hospodářství. Pro teoretickou práci byla použita zejména metoda literární rešerše.

Praktická část se bude nejprve zabývat platební bilance a jejím vývojem ve sledovaného období. Pro analýzu byla využita potřebná makroekonomická data z časových řad systému ARADU a periodických publikací ČNB o vývoji platební bilance. Další část praktické části je detailněji věnována přílivu PZI do ČR, jejich struktuře a vývoji zásoby, přičemž je zkoumán dopad PZI na jednotlivé účty platební bilance. Při využití metody komparace je porovnán vývoj zásoby reinvestovaného zisku v ČR s dalšími ekonomikami. Pro komparaci byly použity údaje o PZI pocházející z EUROSTATu, OECD a UNCTADu. Po zkoumání dopadů PZI na platební bilanci se práce bude věnovat analýze vývoje investiční pozice ČR vůči zahraničí a její zahraniční zadluženosti. Poslední část praktické části využívá popisnou metodu a dedukci pro

charakteristiku vývoje PZI a jejich efektů na národní hospodářství, kde budou vyhodnoceny stanovené hypotézy.

TEORETICKÁ ČÁST

2 Platební bilance a její struktura

2.1 Základní pojmy platební bilance

Platební bilance zachycuje veškeré transakce (jak finanční, tak i nefinanční), které se uskutečnily mezi domácí ekonomikou a zahraničím za dané časové období (měsíční, čtvrtletní či roční). Vzhledem k tomu, že jsou v ní zaznamenány transakce mezi rezidenty a nerezidenty vztahující se k zboží, službám, transferům, důchodům, finančním operacím, je vhodným podkladem pro zkoumání výkonnosti země a analýzy vnější rovnováhy. Platební bilance je tokovou veličinou, neboť zaznamenává tok transakcí za určité období. Pro celkovou analýzu vnější rovnováhy je však potřeba sledovat i stavové veličiny, jež jsou zachyceny ve statistikách investiční pozice a zadluženosti vůči zahraničí (Spěváček a kol., 2016). Oba indikátory jsou podrobněji popsány v následující kapitole 3 Investiční pozice a zahraniční zadluženost).

V ČR platební bilanci sestavuje ČNB, metodicky se řídí manuálem vydávaným Mezinárodním měnovým fondem (dále IMF). V roce 2009 IMF zveřejnil šesté vydání Manuálu k sestavení platební bilance a investiční pozice vůči zahraničí (*Balance of Payments and International Investment Position Manual,* dále BPM6), které nahradilo páté vydání manuálu (BPM5) z roku 1993 (IMF, 2009). Mezi hlavní důvody zavedení nového manuálu patřily změny ekonomických procesů od počátku 90. let související s globalizací a inovací finančních instrumentů obchodovaných na světových trzích. BPM6 je revidován společně s ostatními manuály, aby byla zajištěna konzistentnost a srovnatelnost údajů mezi jednotlivými statistikami. „*BPM6 je konzistentní se Systémem národních účtů 2008 (System of National Accounts 2008 – 2008 SNA), Evropským systémem národních a regionálních účtů (European System of National and Regional*

Accounts – ESA 2010), což je evropská verze 2008 SNA, a se čtvrtým vydáním Příručky definic přímých zahraničních investic (Benchmark Definition of Foreign Direct Investment – BD4) Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (OECD), které byly aktualizovány ve stejné době. Manuál OECD stanoví světové standardy pro statistiku přímých zahraničních investic (PZI), zatímco 2008 SNA a ESA 2010 poskytují statistický rámec pro národní účetnictví.“ (ČNB, 2014a).

Základní členění struktury platební bilance se změnilo minimálně, je zachováno rozdělení na běžný, kapitálový a finanční účet. Devizové rezervy jsou nově v BPM6 začleněné do finančního účtu. Na běžném účtu se změnilo názvosloví u bilance výnosů, která je nově označena jako bilance prvotních důchodů, a u bilance běžných převodů, která je nově označena jako bilance sekundárních důchodů (Olšovský, 2014). Následující tabulka 1 (Struktura PB podle BPM5 a BPM6) zobrazuje rozdíly v členění struktury BPM5 a BPM6.

Tabulka 1: Struktura PB podle BPM5 a BPM6

BPM5	BPM6
Běžný účet Bilance zboží Bilance služeb Bilance výnosů Bilance běžných převodů	**Běžný účet** Bilance zboží Bilance služeb Bilance prvotních důchodů Bilance sekundárních důchodů
Kapitálový účet	**Kapitálový účet**
Finanční účet	**Finanční účet**
Devizové rezervy	

Zdroj: Olšovský, 2014, vlastní zpracování

Bilance zboží a služeb vykazuje změny mezi jednotlivými účty, důvodem je reklasifikace merchantingu (jedná se o nákup zboží rezidentem domácí ekonomiky v zahraničí od nerezidenta, které se prodá jinému nerezidentovi, aniž by došlo k uskutečnění dovozu zboží do domácí ekonomiky), jenž se přesunul ze služeb do zboží. Na celkovou bilanci zboží a služeb však nemá vliv. Z kapitálového účtu se přesouvají poplatky za používání duševního vlastnictví, služby v oblastech výzkumu

a vývoje (autorská práva, patenty) na účet služeb. K dalším zásadním změnám na kapitálovém účtu nedošlo (Marková, 2017).

Z bilance běžných převodů byly přesunuty daně z výroby a dovozu, subvence, nájemné do bilance prvotních důchodů. Na změnách v bilanci prvotních důchodů se podílí nové zacházení s PZI a vykazování reinvestovaného zisku z investičních fondů. Výrazné změny u bilance druhotných důchodů nenastaly (Marková, 2017).

Největší změnou bylo pojetí finančního účtu. V předchozím manuálu BPM5 položky finančního účtu financovaly položky běžného účtu. Vzhledem k tomu, že zachycovaly skutečný či potenciální pohyb v devizové nabídce či poptávce vyjádřený kreditními či debetními operacemi, platební bilance mohla být rozdělena do kumulativních sald (Spěváček a kol., 2016). Jednalo se o saldo výkonové bilance, saldo běžného účtu, saldo základní bilance a saldo celkové bilance (tj. změna devizových rezerv). Durčáková a Mandel (2010, s. 25) zmiňují, že nový manuál klade důraz na *„propojení tokové platební bilance a jejího finančního účtu se stavovou bilancí čisté investiční pozice země vůči zahraničí.“*

V tabulce 2 (Operace na finančním účtu dle BPM5 a BPM6) lze vidět další změny týkající se finančního účtu. Již se nepoužívá záporné znaménko pro růst aktiv (odlivu) a kladné znaménko pro pokles aktiv (příliv). K označení růstu aktiv a pasiv se používá kladné znaménko, k označení poklesu aktiv a pasiv se používá záporné znaménko. Na finančním účtu došlo rovněž ke změně pojmů, namísto původních „výdaje“ a „příjmy“ se nově používají položky „čisté pořízení aktiv“ a „čistý přírůstek závazků“ (ČNB, 2014a).

Tabulka 2: Operace na finančním účtu dle BPM5 a BPM5

BPM5			**BPM6**		
	Kredit (+)	**Debet (-)**		**Čistá změna zahraničních finančních aktiv (+)**	**Čistá změna zahraničních finančních pasiv (-)**
Finanční účet	*Zvýšení*	*Zvýšení*	**Finanční účet**	*Zvýšení*	*Zvýšení*

Přímé investice Portfoliové investice Finanční deriváty Ostatní investice	*zahraničních pasiv* *Snížení zahraničních aktiv (import kapitálu)*	*zahraničních aktiv* *Snížení zahraničních pasiv (export kapitálu)*	Přímé investice Portfoliové investice Finanční deriváty Ostatní investice	*zahraničních aktiv (+)* *Snížení zahraničních aktiv (-)*	*zahraničních pasiv (+)* *Snížení zahraničních pasiv (-)*
Devizové rezervy (samostatný účet)	*Snížení zahraničních aktiv*	*Zvýšení zahraničních aktiv*	**Devizové rezervy** (součástí finančního účtu)	*Zvýšení zahraničních aktiv (+)* *Snížení zahraničních aktiv (-)*	

Zdroj: Spěváček a kol., 2016, vlastní zpracování

Jak již bylo uvedeno výše, struktura platební bilance podle BPM6 je tvořena účty: běžný účet, kapitálový účet a finanční účet. Z následující identity lze vyčíst, že celková bilance běžného a kapitálového účtu se rovná bilanci finančního účtu. Případné nepřesnosti, které mohou nastat při statistickém zjišťováním dat, vyrovnává bilanční účet chyby a opomenutí (ČNB, 2014b).

Běžný účet + Kapitálový účet + Chyby a opomenutí = Finanční účet

Při sestavování platební bilance se ČNB řídí několika principy. Na základě principu podvojného účetnictví je každá transakce zaznamenána dvakrát, jako kreditní (např. vývoz zboží, služeb, příliv důchodů) a debetní (např. dovoz zboží, služeb, odliv důchodů) (Spěváček a kol., 2016). Princip časového rozlišení, spočívá v zaznamenávání transakcí na akruální bázi, tedy v době vzniku, přeměny, převodu či zániku ekonomické hodnoty a u pohledávek (závazků) v případě změny vlastnictví. Mezi další principy patří zaznamenávání transakcí, jež byly uskutečněny pouze mezi rezidenty a nerezidenty, či oceňování transakcí tržními cenami, případně lze užít účetní hodnoty, pokud nejsou tržní ceny k dispozici (ČNB, 2014b).

2.2 Běžný účet

Běžný účet platební bilance tvoří:

- bilance zboží
- bilance služeb
- bilance prvotních důchodů
- bilance sekundárních důchodů

V *obchodní bilanci* je zachycen export a import zboží, jež lze členit dle teritoriální a komoditní struktury. Teritoriální struktura obchodu sleduje strukturu zemí, se kterými daná ekonomika obchoduje. ČSÚ je člení do následujících seskupení: vyspělé tržní ekonomiky (země EU + země ESVO + ostatní vyspělé tržní ekonomiky), země EU, země ESVO (*Evropské sdružení volného obchodu*), ostatní vyspělé tržní ekonomiky, rozvojové ekonomiky, evropské tranzitivní ekonomiky, země SNS (*Společenství nezávislých států*), země OECD a ostatní země (Čína, Kuba, Laos, Mongolsko, Severní Korea, Vietnam). Komoditní struktura dělí zboží dle Standardní mezinárodní klasifikace (*Standard International Trade Classification* – SITC, 4. revize), přičemž základních agregovaných položek (SITC 1) je deset : 0 - Potraviny a živá zvířata, 1 - Nápoje a tabák, 2 - Suroviny nepoživatelné, s výjimkou paliv, 3 - Minerální paliva, maziva a příbuzné materiály, 4 - Živočišné a rostlinné oleje, tuky a vosky, 5 - Chemikálie a příbuzné výrobky jinde neuvedené, 6 - Tržní výrobky tříděné hlavně podle materiálu, 7 - Stroje a dopravní prostředky, 8 - Průmyslové spotřební zboží, 9 - Komodity a předměty obchodu jinde nezatříděné. Ve statistikách ČSÚ je dostupné členění až na pětimístné klasifikaci SITC 5 (ČSÚ, 2019).

Hlavními položkami *bilance služeb* jsou doprava, cestovní ruch, stavební práce, pojišťovací služby a penzijní financování, finanční služby, telekomunikační služby. Dále se do služeb řadí poplatky za využívání duševního vlastnictví, jedná se např. o patenty či copyright.

Bilance prvotních důchodů zaznamenává výdaje a platby výnosů z výrobních faktorů práce a kapitálu, popř. investic. Účet tvoří tři hlavní položky: náhrady zaměstnancům, důchody z investic a ostatní prvotní důchody. Mezi důchody z investic se řadí: důchody z přímých investic, důchody z portfoliových investic, důchody z ostatních investic a

důchody z rezervních aktiv. Právě důchody z přímých zahraničních investic mají značný podíl na pasivním saldu bilance primárních důchodů.

Poslední část běžného účtu tvoří *bilance sekundárních důchodů*, která zachycuje běžné transfery mezi rezidenty a nerezidenty. Jedná se je o jednostranné platby, které se projeví jako kreditní položka v případě platby ze zahraničí a jako debetní položka v případě platby do zahraničí. Zahrnuje osobní transfery a ostatní běžné transfery, tedy běžné daně (z příjmu, z bohatství), sociální příspěvky a dávky, dary, platby národním a mezinárodním institucím (Spěváček a kol., 2016).

2.3 Kapitálový účet

Kapitálový účet zahrnuje transfery kapitálové povahy. Jedná se o transfery z fondů EU, investiční granty, jednorázové garance, jednorázové daně či transakce související s promíjením dluhů. Dále sem patří akvizice a nebo likvidace nevýrobních a nefinančních aktiv mezi rezidenty a nerezidenty (Spěváček a kol., 2016).

2.4 Finanční účet

Finanční účet zaznamenává transakce finančního charakteru mezi rezidenty a nerezidenty. Skládá se z následujících položek:

- přímé zahraniční investice (PZI)
- portfoliové investice
- ostatní investice
- finanční deriváty
- rezervní aktiva

Snížení zahraničních aktiv či zvýšení zahraničních pasiv se projeví jako kreditní operace, jedná se o import kapitálu do dané ekonomiky. Zvýšení zahraničních aktiv či snížení zahraničních pasiv se projeví jako debetní operace, jedná se o export kapitálu z dané ekonomiky.

Mezinárodní definice *přímých zahraničních investic,* ze které vychází ČNB (2019, s. 2), zní: „*taková přeshraniční investice, která odráží záměr rezidenta jedné ekonomiky (přímý investor) získat trvalou účast v subjektu (podnik přímé investice), který je rezidentem v ekonomice jiné než ekonomika přímého investora. Trvalá účast implikuje existenci dlouhodobého vztahu mezi přímým investorem a přímou investicí a významný vliv na řízení podniku.*“ Kritériem je získání nejméně 10% podílu investora na základním kapitálu (resp. hlasovacích právech). Investice mohou být v podobě nákupu akcií, reálného investování či reinvestování zahraničního zisku. Podrobněji se PZI věnuje kapitola 4 Přímé zahraniční investice.

Investice, které nedosahují minimálního 10% podílu investora na kontrole podniku, se nazývají *portfoliové investice* (či nepřímé investice). Dále se jedná se o dluhopisy a ostatní dlouhodobé cenné papíry (Mandel a Durčáková, 2016).

Ostatní investice zahrnují zbylé typy investic. Spadají sem bankovní poskytnuté a přijaté úvěry či zálohy mezi tuzemskými a zahraničními institucemi, bankovní půjčky, technické rezervy. Lze je rozlišit dle charakteru na krátkodobé a dlouhodobé investice. Krátkodobé investice jsou citlivé na změny úrokových sazeb a měnového kurzu, spočívají ve využití prozatímní atraktivity některého ze segmentů finančního trhu. Naopak dlouhodobé investice mají podobné vlastnosti jako PZI, a mohou tak podpořit budoucí výkonnost dané ekonomiky (Spěváček a kol., 2016).

Účet *finanční deriváty (jiné než rezervy) a zaměstnanecké opce na akcie* zaznamenává termínované obchody mezi rezidenty a nerezidenty, např. forwardové instrumenty, futures, swapy, opce a zaměstnanecké opce na akcie. Podkladovým instrumentem mohou být akcie, měny, dluhopisy, komodity nebo úrokové sazby. Slouží k zajištění vůči riziku a nebo ke spekulacím.

Rezervní aktiva tvoří poslední položku finančního účtu. Nad danými aktivy vykonává kontrolu centrální banka a využívá je v případech zajištění vnějších potřeb státu, např. provádí devizové intervence pro ovlivnění měnového kurzu. Řadí se sem zlato, zvláštní práva čerpání (*Special Drawing Rights* - SDR), rezervní pozice u IMF, ostatní rezervní aktiva (ČNB).

Jak již bylo uvedeno výše, celková bilance běžného a kapitálového účtu by se měla rovnat celkové bilanci finančního účtu, přičemž celkové vyrovnanosti platební bilance je dosaženo pomocí účtu čisté chyby a opomenutí. Součet běžného a kapitálového účtu znázorňují *čisté půjčky / čisté výpůjčky*, které má domácí ekonomika vůči zahraničí. Zároveň zde platí, že čistým půjčkám / čistým výpůjčkám se rovná i bilance finančního účtu. Vzhledem ke vzniku diskrepancí mezi oběma agregáty jsou rozděleny na čisté půjčky / čisté výpůjčky z běžného a kapitálového účtu a na čisté půjčky / čisté výpůjčky z finančního účtu (Spěváček a kol., 2016). Vyrovnanost platební bilance je zobrazena v tabulce 3 (Platební bilance dle BPM6).

Tabulka 3: Platební bilance dle BPM6

Běžný účet	**Finanční účet**
Kapitálový účet	
Čisté půjčky (+) / čisté výpůjčky (-) *(Saldo běžného a kapitálového účtu)*	**Čisté půjčky (+) / čisté výpůjčky (-)** *(Saldo finančního účtu)*
Čisté chyby a opomenutí	

Zdroj: Spěváček a kol., 2016, vlastní zpracování

3 Investiční pozice a zahraniční zadluženost

Nový manuál BPM6 posiluje důležitost stavových veličin, které sleduje právě výkaz investiční pozice vůči zahraničí. Toto tvrzení dokládá i fakt, že investiční pozice byla zahrnuta do názvu „Manuál platební bilance a investiční pozice vůči zahraničí (*Balance of Payments and International Investment Position Manual*). Informace o vývoji investiční pozice publikuje ČNB čtvrtletně, stejně jako platební bilanci a vývoj zahraničního dluhu. V systému ARAD je k dispozici časová řada investiční pozice s kvartální frekvencí od roku 1999 (mezi lety 1993 – 1999 jsou dostupná pouze roční data).

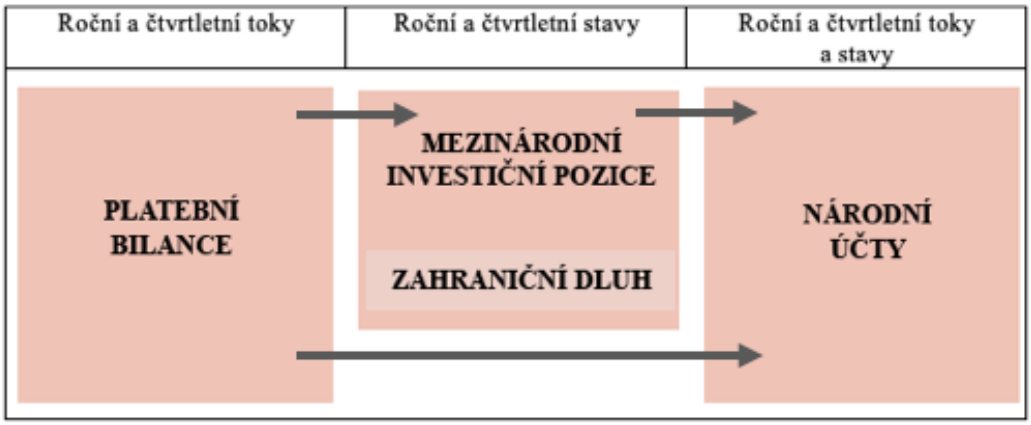
Přestože byla investiční pozice zahrnuta i v předchozím manuálu BPM5, existovaly důvody, pro které zmiňovaný indikátor neměl velké uplatnění v makroekonomických

analýzách. Mezi hlavní důvody patřilo časové zpoždění při zveřejňování statistik (až šest měsíců), jehož příčinou bylo zejména náročné získávání nezbytných podkladů. Dále zde byla obtížná komparace s jinými údaji nejen v mezinárodním měřítku, ale i v čase vzhledem k rozdílným postupům v metodice při sběru dat. Dalším důvodem byl i fakt, že dostupné údaje zachycovaly krátké časové období bez historie, do roku 2000 byly dokonce údaje zaznamenávány pouze na roční bázi (Marková, 2017).

Investiční pozice je mimo platební bilanci úzce provázána s dalšími makroekonomickými veličinami, jejich vztah je zobrazen na následujícím obrázku 1 (Vztah mezi platební bilancí, investiční pozicí vůči zahraničí a zahraničním dluhem). Spěváček a kol., (s. 513, 2016) uvádí, že „*bilance má také návaznost na bilanci (resp. rozvahu) národní ekonomiky, neboť čistá zahraniční pozice země společně s hodnotou nefinančních aktiv země zachycují čisté bohatství ekonomiky, jedná se tak o vyrovnávací položku rozvahy národní ekonomiky*.“

Pasiva investiční pozice (vyjma majetkové účasti u PZI a portfoliových investic, reinvestovaného zisku a finančních derivátů) zachycují informace o hrubé zahraniční zadluženosti. Zahraniční zadluženost je nově sledována jako samostatná kategorie a bude podrobněji rozebrána v této kapitole.

Obrázek 1: Vztah mezi platební bilancí, investiční pozicí vůči zahraničí a zahraničním dluhem



Zdroj: Marková, 2017, vlastní zpracování

Na platební bilanci, tokovou veličinu, navazuje investiční pozice, která je stavovou veličinou. Informace o situaci dané ekonomiky vůči zahraničí jsou tak vztaženy k určitému datu. Změny investiční pozice země vůči zahraničí, které uplynou mezi časy *t* až *t + 1*, by měly odpovídat saldu běžného a kapitálového účtu za stejné období t až *t + 1*. Platí tedy následující identita:

$$IP_{t+1} = IP_t + CA_{t,t+1} + KAB_{t,t+1}$$

Investiční pozice v čase *t+1* (IP_{t+1}) vychází z investiční pozice v čase t (IP_t) upravené o saldo běžného a kapitálového účtu za období *t, t+1* ($CA_{t,t+1} + KAB_{t,t+1}$) (Spěváček a kol., 2016).

Struktura investiční pozice je obdobná struktuře platební bilance. Jsou zde zaznamenány PZI, portfoliové investice, finanční deriváty, ostatní investice (např. oběživo a vklady, půjčky, pojistné, penzijní a standardizované záruční programy a další) a rezervní aktiva. Na straně aktiv jsou zachyceny pohledávky vůči nerezidentům a vlastnictví zahraničního majetku rezidenty, na straně pasiv jsou zachyceny závazky rezidentů vůči nerezidentům a vlastnictví majetku na domácím území nerezidenty. Složky investiční pozice lze dělit na majetkovou (vlastnickou) a věřitelskou (dlužnickou) pozici. Majetkovou (vlastnickou) část tvoří vlastnické investice, tedy vlastnictví majetku v zahraničí domácími subjekty a vlastnictví majetku v domácí ekonomice zahraničními subjekty. Věřitelskou (dlužnickou) část tvoří pohledávky za zahraničními subjekty a závazky vůči zahraničním subjektům (ČNB).

Rozdíl mezi aktivy a pasivy se označuje jako čistá pozice vůči zahraničí. V případě, že aktiva převyšují pasiva, jedná se o čistou pohledávku domácí ekonomiky vůči zahraničí. Pokud pasiva převyšují aktiva, jedna se o čistý závazek domácí ekonomiky vůči zahraničí. Negativně ovlivňuje vnější rovnováhu ekonomiky čistá zahraniční pozice země v případě, že je tvořena zejména závazky a pohledávkami, a má tedy charakter dluhu. Vnější rovnováze ekonomiky je věnována samostatná kapitola 5, Vnější rovnováha.

Na obrázku 1 výše je zobrazen vztah mezi investiční pozicí a zahraniční zadlužeností, kde je patrné, že zahraniční dluh je víceméně součástí investiční pozice. Oba indikátory obsahují stavové veličiny. Zatímco investiční pozice představuje saldo finančních aktiv a pasiv domácích subjektů ve vztahu k nerezidentům, zahraniční dluh odráží sumu dluhových závazků domácích subjektů vůči zahraničí. Ukazatel je podle metodického listu ČNB označen jako hrubá zahraniční zadluženost, protože nezahrnuje pohledávky vůči zahraničí. Jedná se o zůstatkovou hodnotu pouze současných závazků (a ne podmíněných), které vyžadují v budoucnu platbu (jistiny a úroku) od rezidentů nerezidentům. To znamená, že je tvořen veškerými závazky, které mají přesně stanovenou lhůtu, a tudíž v něm nejsou zahrnuty závazky z majetkových účastí (tj. přímé a portfoliové investice), finančních derivátů a zaměstnaneckých opcí (ČNB).

Jak bylo uvedeno v předchozí kapitole, ČNB publikuje informace o vývoji zahraničního dluhu čtvrtletně (obdobně jako platební bilanci a stav investiční pozice), a to ve dvou strukturách, podle instrumentů a podle sektoru dlužníků. Struktura dluhu dle instrumentů je členěna do pěti položek: oběživo a vklady, dluhové cenné papíry, půjčky, obchodní úvěry a ostatní dluhové závazky. Struktura dluhu podle sektoru dlužníků zahrnuje: centrální banku, instituce přijímající vklady, vládní instituce, ostatní sektory. Dluh je zároveň rozdělen dle časového hlediska na krátkodobý (do jednoho roku) a dlouhodobý, který je dalším důležitým podkladem pro analýzu vnější rovnováhy.

Na rozdíl od zahraniční zadluženosti tedy investiční pozice zahrnuje přímé investice, portfoliové investice, finanční deriváty, ostatní aktiva a rezervní aktiva (kam nově spadají dle BPM6 i devizové rezervy). Zahraniční zadluženost zahrnuje pouze závazky rezidentů vůči nerezidentům, které jsou dluhového charakteru (mají tedy smluvně určenou dobu jejich splatnosti obsahující výnos v podobě úroku).

4 Přímé zahraniční investice

4.1 Charakteristika PZI

Definice PZI v ČR je vymezena devizovým zákonem č. 219/1995 Sb. jako *vynaložení peněžních prostředků nebo jiných penězi ocenitelných majetkových hodnot nebo*

majetkových práv, jehož účelem je založení, získání nebo rozšíření trvalých ekonomických vztahů investujícího tuzemce na podnikání v zahraničí nebo investujícího cizozemce na podnikání v tuzemsku. Investice může být provedena více způsoby:

- vznikem či získáním výlučného podílu na podnikání včetně jeho rozšíření
- investor vlastní (či získá) alespoň 10 % podílu na základním jměním obchodní společnosti či alespoň 10 % podílu na obchodním jmění nebo alespoň 10 % hlasovacích práv
- investor poskytne finanční úvěr (na podnikání, na kterém má účast podle výše zmíněných bodů) alespoň na 5 let
- využije zisk ze stávající přímé investice do této investice (tj. reinvestice zisku).

PZI obsahuje přímo i nepřímo vlastněné afilace, které lze rozlišit dle procenta podílu vlastněné investorem na základním kapitálu či hlasovacích právech na:

- dceřiné společnosti (investor má více než 50% podíl)
- přidružené společnosti (investor má 10 – 50% podíl)
- pobočky (investorem 100% vlastněná trvalá zastoupení či kanceláře; investorem vlastněné pozemky a stavby; mobilní zařízení, která fungují v ekonomice minimálně 1 rok) (ČNB, 2019a).

Součástí PZI je základní kapitál, reinvestovaný zisk a ostatní kapitál, který zahrnuje úvěrové vztahy s přímým investorem. PZI lze vyjádřit pomocí následovně:

PZI = základní kapitál + reinvestovaný zisk + ostatní kapitál

Základní kapitál zahrnuje vklad nerezidenta do základního (příp. vlastního) kapitálu společnosti. Reinvestovaný zisk[1] náleží přímému investorovi, jedná se o jeho podíl na nerozděleném hospodářském výsledku ve formě dividend. Poslední částí je ostatní kapitál, jenž zahrnuje přijaté a poskytnuté úvěry (včetně dluhových cenných papírů a dodavatelských úvěrů) mezi investory a jejich afilovanými podniky a dalšími podniky ve skupině (ČNB, 2019a).

4.2 Typologie PZI

Typy PZI můžeme rozlišit dle různých hledisek, Srholec (2004) uvádí čtyři základní vymezení: míra kontroly, motiv vstupu, způsob vstupu a specializace mateřské firmy, které jsou vidět v následující tabulce (Tabulka 4 – Typologie PZI).

[1] Reinvestovaný zisk = Nerozdělený zisk minulých období + výsledek hospodaření běžného období po zdanění - dividendy

Tabulka 4: Typologie PZI

Specializace mateřské firmy	Motiv vstupu	Způsob vstupu	Míra kontroly
Horizontální	Trhy vyhledávající *Market seeking*	Investice na zelené louce *Greenfield*	Podnik s menšinovým zahraničním podílem *Associate*
Vertikální	Vyhledávající vyšší efektivitu *Efficiency seeking*	Investice na hnědé louce *Brownfield*	Podnik pod zahraniční kontrolou *Subsidiary*
Konglomerátní	Zdroje vyhledávající *Resource seeking*	Fúze a akvizice *M&A - Margers and acquisitions*	
	Investice získávající již vytvořená aktiva *Created-strategic-assets-seeking*	Joint venture	
		Franchising	

Zdroj: Vlastní zpracování na základě Shrolec (2004), Zamrazilová (2007), Dunning (2008), Mandel (2016), Moosa (2002)

Specializace mateřské firmy úzce souvisí s motivy vstupu investic. V případě, že se firma zaměřuje na horizontální investice, jejím cílem je proniknout na domácí trh a získat, popř. zvýšit na něm svůj podíl (též trhy vyhledávající investice – *market seeking*). Jednotlivé pobočky mají v uvedeném případě podobné fáze produkčního řetězce. Vertikální investice mají odlišné fáze produkčního řetězce v jednotlivých pobočkách, snaží se maximalizovat svojí efektivitu (*efficiency seeking*) skrz přenesení části produkčního řetězce do dané ekonomiky, díky čemu mohou zvýšit svoji konkurenceschopnost a snížit náklady (Zamrazilová, 2007). Podle studie Hergera a McCorristona (2013) v případě akvizic jsou pro rozvinuté země typické horizontální

strategie a pro méně rozvinuté země vertikální strategie. Posledním typem specializace jsou konglomerátní investice, které mohou zahrnovat oba zmíněné typy (vertikální a horizontální). Jedná se o investice do činnosti, která nesouvisí s mateřskou firmou (Moosa, 2002).

Vyjma trhy vyhledávající a vyhledávající vyšší efektivitu investice definoval Dunning (2008) další dva typy investic, a to zdroje vyhledávající (*resource seeking*) investice (zaměřené na přírodní zdroje) a investice, které získávají nejen vytvořená aktiva ale i technologii, značku, distribuční sítě či výzkumná a vývojová centra (*created-strategic-assets-seeking*). Zamrazilová (2007, s. 580) uvádí, *že pro českou ekonomiku, která nemá bohaté přírodní zdroje a proudí do ní PZI z rozvinutých zemí, se soustředíme na uvedené první dva typy investic (trhy vyhledávající a efektivnost vyhledávající).*

Investor může zvolit různé způsoby, jak vstoupit na daný trh a realizovat PZI. Jednou z možností je založit nový ekonomický subjekt, kdy se jedná o investici na zelené louce (*greenfield*). Podobnou možností je investice na hnědé louce (brownfield), která má však rychlejší realizaci. Investor nezakládá nový subjekt, ale koupí stávající a investuje do jeho restrukturalizace. Jedná se o již nepoužívané a zastaralé výrobní komplexy. Třetí možností je vstup investora do stávajícího subjektu, s kterým souvisí převzetí tržního podílu, aktiv a produkčních kapacit. Může se jednat o fúzi (sloučení či splynutí firem) nebo akvizici (převzetí firmy), označované jako *M&A - Margers and acquisitions*. Další možností je joint venture, který spočívá v založení právnické osoby dvěma či více podniky. Společně vlastní kapitál a podílí se na jejím řízení. Podle Mandela (2016) je v posledních letech preferován franchising, který spočívá v tom, že kupující (tj. franchisant) je v roli nájemce podnikající na vlastní účet, který je oprávněn prodávat produkt a používat jméno firmy na určeném území.

Posledním uváděné hledisko je míra kontroly vlastníka. Již bylo zmíněno, že PZI je definována minimálně 10% podílem zahraničního vlastníka, nicméně to neimplikuje investorovu kontrolu nad podnikem. V případě, že se jeho podíl pohybuje mezi 10 – 50 % na vlastním jmění či hlasovacích právech, jedná se o podnik s menšinovým zahraničním podílem (*associate*). Pokud je podíl investora vyšší než 50 %, podnik je označován jako podnik pod zahraniční kontrolou (*subsidiary*), (Srholec, 2004).

4.3 Vliv PZI na ekonomiku

Vliv PZI na ekonomiku je mezi ekonomy neustále diskutován a nepanuje jasná shoda o jejich efektu. Mají své příznivce a stejně tak odpůrce. Benáček (2000, s. 3) však uvádí, že „*stále častěji ve světě dochází při analýze PZI k závěru, že PZI nemají v globalizovaném světě ve svých funkcích náhradu*.“ Pro vyhodnocení jejich dopadů na ekonomikou zmiňuje tři oblasti, na které je podstatné se zaměřit:

- analýza determinujících faktorů, které jsou příčinou přílivu PZI
- analýza přímých efektů
- analýza nepřímých efektů.

Příliv PZI je determinován zejména využitím levnějších výrobních faktorů, výhodnějšími daňovými podmínkami, snižováním devizového rizika a snižováním nákladů spojených se zahraničním obchodem. Celkově se jedná o zajištění politické a makroekonomické stability, institucionálního prostředí a vytvoření příznivého podnikatelského prostředí. Mezi další faktory patří geografická poloha ekonomiky, kvalifikace pracovní síly, technologická úroveň a celkový potenciál země. Zamrazilová (2007, s. 5) však zmiňuje, že faktory jako velikost trhu a otevřenost zahraničního obchodu neměly významný vliv na příliv PZI do střední Evropy včetně ČR. Významnými faktory byly zejména metoda privatizace, relativní mzdy, produktivita práce a vzdálenost od EU.

Mezi přímé efekty, které pozitivně ovlivňují ekonomiku, lze řadit vytvořeních nových pracovních míst, růst zaměstnanosti, mezd, exportu a importu, produktivity práce, hospodářský růst. Negativní efekty zahrnují tlaky na zhodnocení kurzu domácí měny či inflační tlaky v důsledku vynuceného růstu peněžní zásoby. PZI mají vliv i na vnější rovnováhu a v případě dovozu nových technologií mohou zvýšit deficit zahraničního obchodu nebo zvýšit deficit běžného účtu platební bilance prostřednictvím repatriace zisků (Mišun, Tomšík, 2002).

Nepřímé pozitivní efekty jsou označovány jako *positive spillovers*, které spočívají v přelévání technologických znalostí a know-how, skrz tlaky, které může vytvářet konkurence či celkové zlepšení institucionálního prostředí. S existencí nepřímých efektů jsou spojeny vedlejší efekty, tzv. externality, na které stát reaguje

prostřednictvím systému investičních pobídek (daňové úlevy, daňová zvýhodnění, daňové prázdniny, dotace). Externality však mohou být i negativní, a tak může v ekonomice nastat situace, kdy stát podporuje negativní nepřímé efekty (Benáček, 2000). Hlavním negativním efektem (*spinoff*) je vznik duální ekonomiky. Dualita vzniká v případě, kdy domácí segment zaostává za segmentem firem pod zahraniční kontrolou. Pouze podniky pod zahraniční kontrolou v dané situaci prosperují a zvyšují svoji produktivitu. Na trhu dochází k vytěsňovacímu efektu, kdy zahraniční firmy vytlačují slabé domácí podniky. Efekt je zesilován zvětšováním konkurence spočívající ve vstupu výkonnějších podniků pod zahraniční kontrolou a netečností domácích podniků, které nejsou schopné vytvářet vazby na podniky pod zahraniční kontrolou (Zamrazilová, 2007).

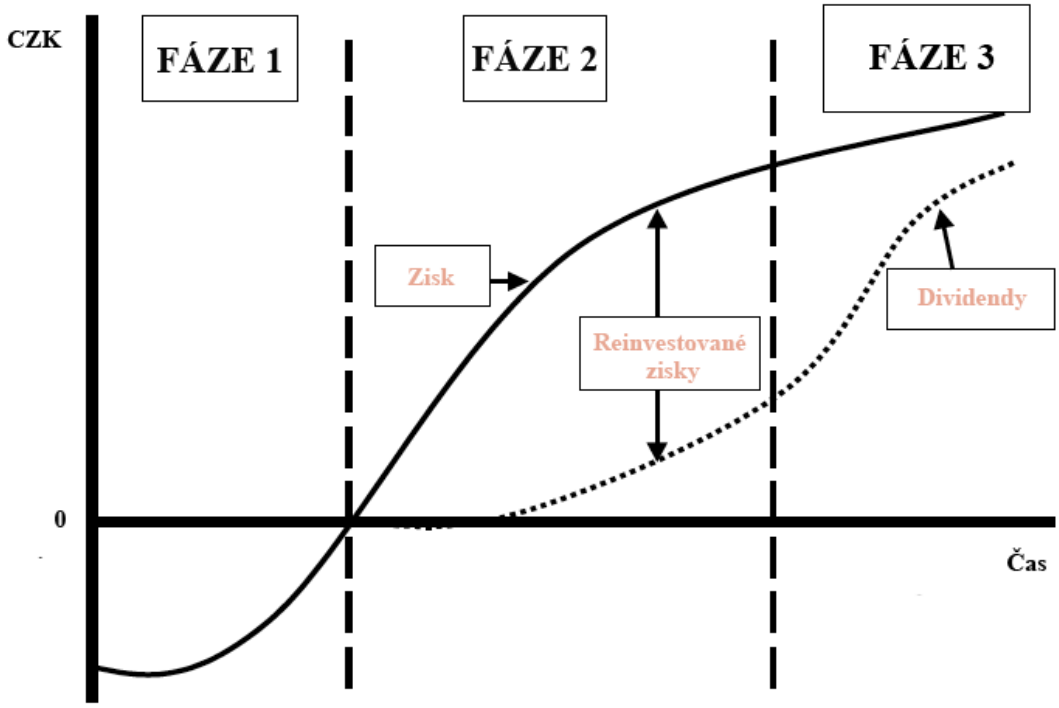
4.4 Životní cyklus PZI

Zmiňovaná pozitiva a negativa PZI se v dané ekonomice postupně projevují v závislosti na fázi životního cyklu, ve které se PZI nachází. Teorie životního cyklu zkoumá časové rozložení finančních toků z PZI a poměr mezi reinvestovaným a repatriovaným ziskem. Cyklus je rozdělen do třech částí (viz obrázek 2 – Životní cyklus PZI), začíná realizací investice, pokračuje generováním zisku a poslední částí je rozdělení na reinvestovaný zisk a dividendy. První fáze bývá ztrátová v důsledku vysokých počátečních nákladů. Délka první fáze se však liší dle typu investice. Pokud se jedná o fúzi či akvizici, proces je zpravidla kratší. V případě, že se jedná o investici na zelené louce, kdy je potřeba vybudovat celý podnik od počátku, se může délka první fáze cyklu (resp. ztrátového období) prodloužit (Kadeřábková, 2004).

Druhá fáze cyklu začíná tvořit zisk, roste výkonnost podniku i jeho konkurenceschopnost. Aby se mohl podnik dále rozvíjet, vytvořený zisk je zpět reinvestován za účelem dalších investic. Celková výše reinvestovaných zisků a stejně tak délka druhé fáze cyklu se odvíjí od situace na určitém trhu, kde firma existuje. Podíl vyplacených dividend na celkových výnosech je minimální, nebo nejsou vypláceny žádné (Brada, Tomšík, 2003).

V poslední fázi cyklu se podnik stabilizuje, kdy dosáhne určitého podílu na trhu a určité ziskovosti. Dochází ke zvýšení podílu vyplacených dividend na celkových výnosech a podíl reinvestovaných zisků klesá. Dle Brady a Tomšíka (2003) míra reinvestovaných zisků klesá rychleji v tranzitivních zemích (jako je ČR) ve srovnání s vyspělými zeměmi.

Obrázek 2: Životní cyklus PZI



Zdroj: Brada, Tomšík (2003)

4.5 Teorie dotčené PZI

Mezi první teorie věnující se PZI patří teorie produkčního cyklu (*Product Cycle Theory*), kterou zveřejnil autor Raymond Vernon (1966). Hlavním předpokladem teorie je, že výroba daného produktu může být rozdělena v rámci jednotlivých regionů v závislosti na životním cyklu výrobku. V rámci probíhajícího cyklu lze přesouvat výrobu do oblastí, jež budou v určité chvíli disponovat nejlepšími podmínkami pro výrobu. Cyklus se skládá ze třech fází, kterými si projdou všechny výrobky. První fáze

se týká nového výrobku, kdy je vyráběn v regionech, které vykazují komparativní výhody v podobě kvalifikované pracovní síly a technologií. Ve druhé fázi jsou překonány prvotní problémy výroby, objem výroby se zvyšuje, hotový výrobek (označován jako „zralý výrobek“) se exportuje a jeho cena začíná klesat. Ve třetí fázi byly vyčerpány komparativní výhody vyspělého regionu. Výrobek je zcela standardizovaný, přičemž se začíná vyrábět ve vysokém objemu a jeho výroba se přesunula do méně vyspělých regionů, kde jsou levnější náklady.

John. H. Dunning (1988, 2003) vypracoval tzv. OLI teorém. Tato teorie je také označována jako eklektická teorie či eklektické paradigma, neboť reflektuje předchozí teorie spojené s neoklasickou teorií mezinárodního obchodu či teorií transakčních nákladů. Název OLI teorém vychází ze slov: *ownership, location* a *internalization,* které představují podmínky pro internacionalizaci firmy. První je vlastnická výhoda, jež spočívá ve vlastnictví určitého aktiva (technologie, know-how). Druhá je místní (lokalizační) výhoda, které dosáhne firma v případě, že disponuje např. levnou pracovní silou, přírodními zdroji, kvalitní infrastrukturou, jedná se o specifické věci vázané na konkrétní lokalitu. Poslední výhoda je internalizační. Její podstatou je vybudování nových poboček či dceřiných společností napojených na mateřskou firmu, což firmě umožňuje snížit transakční náklady.

5 Vnější ekonomická rovnováha

Vnější rovnováhu ekonomiky lze analyzovat pomocí různých ukazatelů. Jejich cílem je zkoumat toky mezi domácí a zahraniční ekonomikou a identifikovat případné rizika nerovnováhy. Pro celkové posouzení vnější rovnováhy se zkoumá nejen struktura platební bilance, ale i investiční pozice a zahraniční zadluženost, jak bylo uvedeno výše.

Za vyrovnanou platební bilanci je považován stav, kdy je saldo běžného účtu vyrovnáno saldem finančního účtu. Běžný účet zahrnuje veškeré finanční transakce, které probíhají mezi domácí a zahraniční ekonomikou, a poskytuje tak základní informace o stavu vnější rovnováhy. Je tedy jedním ze sledovaných ukazatelů vyjádřených ke vztahu k HDP. Za obecně uznávanou hranicí rovnováhy se považuje schodek běžného účtu ve výši 5 % HDP. Nicméně je potřeba sledovat i strukturu případného deficitu. V případě,

že je deficit běžného účtu financován PZI či portfoliovými investicemi, jedná se o kapitál, který nezvyšuje zadluženost a nenese s sebou tak budoucí náklady v podobě platby úroků a splácení jistiny. Jak vyplývá z životního cyklu PZI uvedeného v kapitole 5.4 (Životní cyklus PZI), v budoucnu investice ve formě PZI tvoří toky ve formě repatriací zisků zahraničním majitelům, které se odráží v bilanci prvotních důchodů. Na rozdíl od PZI, jež s sebou přináší navíc i know-how a další technologie, majetkové portfoliové investice přináší pouze kapitál, a jsou tedy svoji povahou krátkodobějším zdrojem financování. Obecně je označována jako hranice rovnováhy situace, pokud podíl čistého přílivu PZI tvoří alespoň 50 % schodku běžného účtu platební bilance (Spěváček a kol., 2016).

Další vybrané indikátory, které budou analyzovány v praktické části, souvisí s investiční pozicí a zahraniční zadlužeností země. Dle obecných doporučení by pasivní zahraniční investiční pozice země by neměla přesáhnout hranici 35 % HDP. Za kritickou hranici zahraniční zadluženosti je považována situace ve výši 40 % HDP. Spěváček a kol. (2016, s. 516) upozorňují, že od daného indikátoru se ustupuje a soustředí se více na časovou strukturu zahraničního dluhu. V případě, že je dluh koncentrován do krátkodobého dluhu (tj. se splatností do jednoho roku), jeví se jako rizikovější a nestálejší, a proto by měl podíl dlouhodobého zahraničního dluhu na celkovém dluhu tvořit minimálně 60 %. Stanovený limit tedy spočívá v podílu krátkodobého dluhu na celkovém dluhu na úrovni 40 %.

PRAKTICKÁ ČÁST

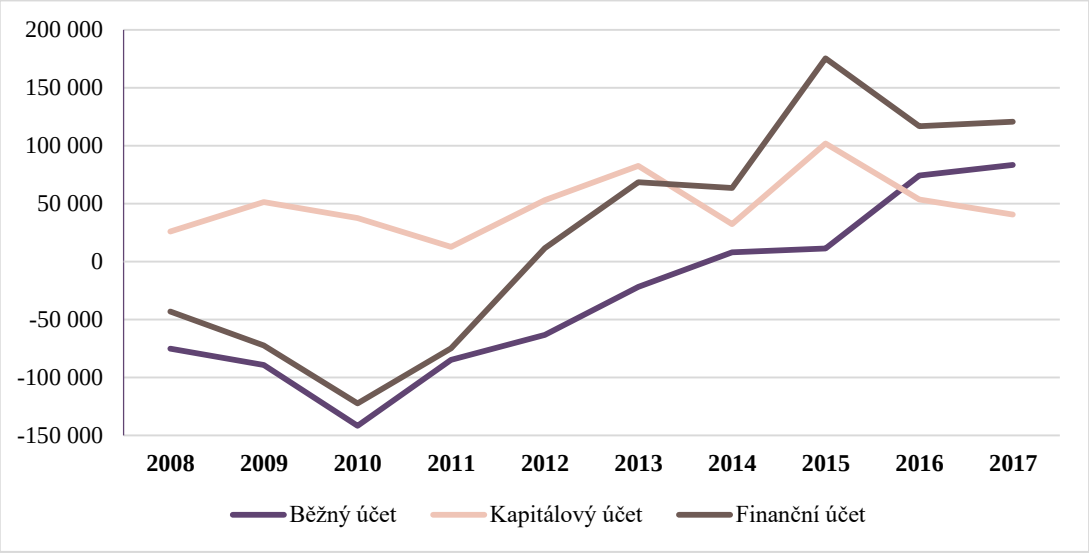
Praktická část je rozdělena do třech kapitol. První část se věnuje analýze vývoje platební bilance ve sledovaném období. Druhá část je zaměřena na příliv PZI v ČR. Poslední část se věnuje vnější rovnováze ekonomiky a shrnuje dílčí poznatky praktické části.

V následujících kapitolách budou prověřeny stanovené hypotézy. Jak bylo uvedeno výše, cílem práce je zkoumání a vymezení pozitivních a negativních efektů PZI, zejména vliv na platební bilanci a vnější rovnováhu ekonomiky. První hypotézou je tvrzení, že pozitivní efekty PZI převažují nad negativními efekty. Druhá a třetí hypotéza se týká reinvestovaného zisku v ČR. Druhou hypotézou je, že v ČR klesá podíl reinvestovaného zisku ve sledovaném období. Třetí hypotéza je, že v mezinárodním srovnání má ČR nízký podíl reinvestovaného zisku ve sledovaném období.

6 Analýza platební bilance ČR

Vývoj platební bilance ve sledovaném období je zachycen na grafu níže (Graf 1: Vývoj účtů platební bilance v letech 2008 – 2017), ze kterého je patrný trend snižování deficitu u běžného a finančního účtu. Běžný účet vykazoval deficit do roku 2013, jehož důvodem bylo zejména deficitní saldo prvotních důchodů, které nedokázala pokrýt přebytková bilance a služeb. Od roku 2014 je běžný účet v přebytku. Obdobný trend zaznamenal finanční účet, který se dostal do přebytku již v roce 2012. Pozitivně ovlivnil vývoj finančního účtu příliv PZI a zvýšení rezervních aktiv. Kapitálový účet vykazuje pozitivní saldo od roku 2004, kdy se na jeho vývoji podílely zejména příjmy dotací z strukturálních fondů Evropské unie (ČNB, 2004).

Graf 1: Vývoj účtů platební bilance ČR v letech 2008 – 2017 (v mil. Kč)



Zdroj: ČNB (2019c), vlastní zpracování

6.1 Vývoj běžného účtu

Do roku 2013 byl běžný účet deficitní, tedy investice v ČR převyšovaly míru národních úspor. S daným problémem se potýkaly všechny tranzitivní země, které měly v počáteční fázi transformace nedostatek vlastního kapitálu a nebyly dostatečně produktivní, aby dokázaly pokrýt zvýšené potřeby importu (Spěváček a kol., 2016). Jak bylo uvedeno výše, pro vnější rovnováhu je důležité sledovat celkovou výši deficitu běžného účtu vztaženou k HDP, která by neměla přesáhnout 5 %. Následující tabulka zobrazuje vývoj běžného účtu platební bilance v letech 2008 – 2017.

Tabulka 5: Vývoj běžného účtu platební bilance v letech 2008 - 2017

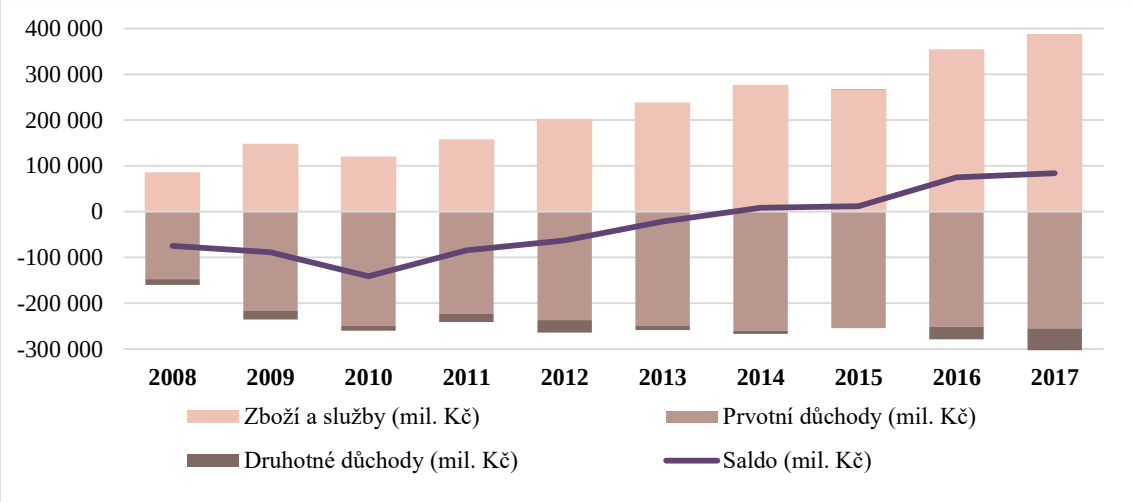
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Běžný účet platební bilance (v mld. Kč)	- 75,3	- 89,2	- 141,8	- 84,8	- 63,3	- 21,8	7,9	11,3	52,6	45
Podíl BÚ na HDP (v %)	- 1,9	- 2,3	- 3,6	- 2,1	- 1,6	- 0,5	0,2	1,1	0,9	1

Zdroj: ČNB (2019c), ČSÚ (2019d), vlastní zpracování

Z tabulky je patrné, že ve sledovaném období nebylo požadované kritérium udržitelnosti běžného účtu překročeno. V roce 2010 byl podíl deficitu běžného účtu na HDP nejvyšší, kdy dosáhl 3,6 %. Deficit byl způsoben převážně schodkem prvotních důchodů vlivem poklesu úrokových výnosů ze zahraničních aktiv bankovního sektoru a podnikové sféry (ČNB, 2010). Společně s celkovým vývojem salda běžného účtu se zlepšuje i hodnota kritéria. Mezi lety 2015 – 2017 aktivní saldo běžného účtu osciluje okolo 1 % HDP.

Následující graf 2 zobrazuje vývoj salda běžného účtu a jeho jednotlivých položek v letech 2008 - 2017. Na výsledném saldu se negativně podílely položky prvotních a sekundárních důchodů. Naopak saldo zboží a služeb bylo celou dobu v přebytku a docházelo k jeho postupnému navyšování. V roce 2014 dosáhlo rekordního aktiva 275,6 mld. Kč, kdy se poprvé podařilo převýšit negativní saldo prvotních a sekundárních důchodů prostřednictvím aktiva bilance zboží a služeb (tzv. výnosová bilance). Daný trend pokračuje i v následujících letech a saldo běžného účtu je tedy od roku 2014 v přebytku.

Graf 2: Vývoj běžného účtu (v mil. Kč)

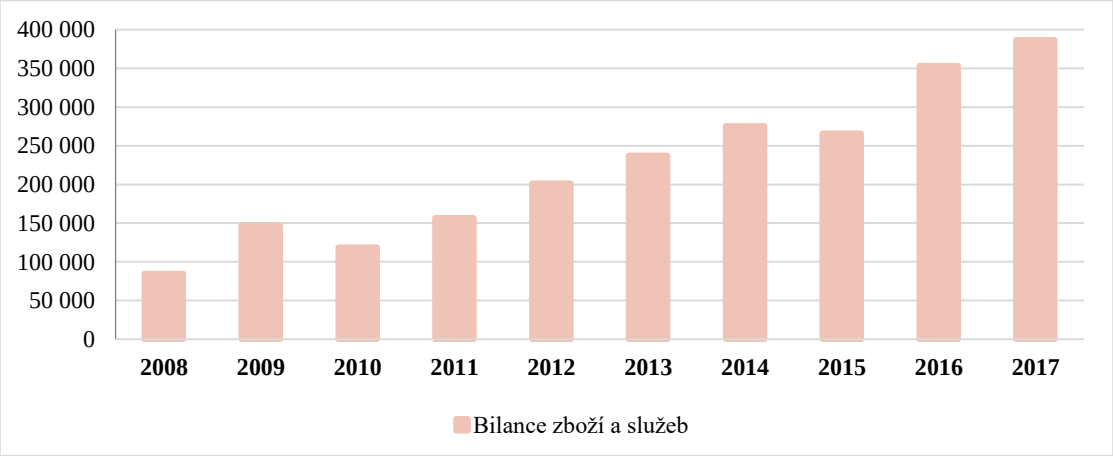


Zdroj: ČNB (2019c), vlastní zpracování

6.1.1 Bilance zboží a služeb

Vývoj bilance zboží (obchodní bilance) a služeb je zachycen na grafu níže (Graf 3: Vývoj bilance zboží a služeb). Vyjma roků 2010 a 2015 docházelo pravidelně k meziročnímu nárůstu přebytku salda bilance zboží a služeb.

Graf 3: Vývoj bilance zboží a služeb (v mil. Kč)



Zdroj: ČNB (2019c), vlastní zpracování

V roce 2008 saldo bilance a zboží dosáhlo 84,9 mld. Kč. Oproti minulému roku došlo ke snížení salda obchodní bilance v důsledku poklesu poptávky ze zahraničí a zhoršení směnných relací v důsledku růstu cen minerálních paliv. Naopak bilance služeb zaznamenala zvýšení poptávky po ostatních službách, zejména u obchodních operací se zbožím, službách poradenství v podnikání a řízení či služeb výpočetní techniky (ČNB, 2008).

V roce 2009 došlo k výraznému meziročnímu nárůstu bilance zboží a služeb o 62 mld. Kč na 146,9 mld. Kč. Byl spojen především s růstem přebytku obchodní bilance, kde došlo ke snížení dovozu zboží ze zemí mimo EU. Zároveň se zlepšily směnné relace u minerálních paliv a v porovnání s předchozím rokem byla nižší průměrná cena ropy. Bilance služeb zaznamenala pokles aktivního salda, jenž byl ovlivněn nárůstem deficitu ostatních obchodních a neobchodních služeb. Jednalo se zejména o výdaje na branding[2]. U dopravních služeb došlo k nárůstu výdajů, především u služeb letecké přepravy. Příjmy ze zahraničního cestovního ruchu zůstaly beze změny zhruba na úrovni loňského roku (ČNB, 2009).

---

[2] ČNB provedla v roce 2011 revizi dat platební bilance za roky 2005 – 2010 vycházející z národního pojetí zahr. obchodu. Jednalo se o očištění bilance zboží a služeb o marži, která náleží nerezidentům (branding).

V roce 2010 se snížilo aktivní saldo bilance zboží a služeb na 119,9 mld. Kč, což znamenalo meziroční snížení 28 mld. Kč. Na tento vývoj měla vliv zejména vyšší dynamika růstu dovozu související s cenovými vlivy. Obrat dovozu se meziročně zvýšil o 21 % a vývozu o 18 %. Došlo také k oživení světové ekonomiky po finanční krizi, která přinesla zvýšenou poptávku v odvětvích zpracovatelského průmyslu. Na bilanci služeb působily příznivě zejména cestovní ruch a ostatní obchodní a neobchodní služby v jejichž důsledku došlo k mírnému zlepšení salda. Naopak u dopravních služeb se snížil podíl vývozu způsobený nárůstem výdajů z přenosu elektrické energie (ČNB, 2010).

Rok 2011 přinesl zvýšení salda bilance zboží a služeb na 156,8 mld. Kč. Na růstu přebytku obchodní bilance měl vliv rychlý růst zahraniční poptávky, přičemž nominální meziroční tempo překonalo 15 % i přes posílení kurzu koruny. Obdobným nominálním tempem rostl i dovoz, nicméně bylo utlumeno celkovým vývojem domácí poptávky. U bilance služeb došlo k meziročnímu snížení přebytku. Na tomto poklesu se významně podílela bilance cestovního ruchu z hlediska poklesů příjmů i zvýšení výdajů (ČNB, 2011).

Růst přebytku bilance zboží a služeb pokračoval i v následujícím roce 2012, kdy se meziročně zvýšil o 44,6 mld. Kč a dosáhl 201,4 mld. Kč. Přestože došlo ke zhoršení směnných relací, nominální roční tempo vývozu se drželo relativně vysoko, na úrovni 9 %. Nominální roční tempo dovozu zboží se zpomalilo na 6 % z důvodu trvající klesající domácí poptávky. Naopak bilance služeb se meziročně snížila. Pozitivně saldo ovlivnila bilance cestovního ruchu a dopravy, kde růst příjmů převýšil růst výdajů. Oproti tomu ostatní služby zaznamenaly významný pokles na dílčí položce ziskové operace a ostatní služby spojené se zbožím. Celkově se ostatní služby přesunuly z přebytku do deficitu a byly příčinou snížení celkového salda služeb (ČNB, 2012a).

Rok 2013 s sebou přinesl další nárůst salda bilance zboží a služeb o 35,9 mld. Kč na 237,3 mld. Kč. Pozitivnímu vývoji obchodní bilance přispěl zejména příznivý vývoj směnných relací. Zahraniční poptávka stále vykazovala slabý růst, který se odrazil ve zpomalení ročního tempa vývozu o 1 %. U dovozu se jednalo o pokles tempa o 3 % z důvodu přetrvávajícího útlumu domácí poptávky. Na růstu přebytku bilance služeb

měly vliv bilance cestovního ruchu a dopravy, nicméně v rámci jejich bilancí došlo k meziročnímu poklesu. Ostatní služby snížily výši schodku v souvislosti s vývojem dílčí položky ziskové operace spojené se zbožím (ČNB, 2013)

I v roce 2014 se zvýšil přebytek bilance zboží a služeb, a to o 38,3 mld. Kč na 275,6 mld. Kč. Obchodní bilance opět zaznamenala nárůst přebytku, který byl spojen s kladným vývojem směnných relací. Tempo růstu vývozu zboží se zpomalilo na 13 %, které souviselo se zpomalením poptávky v zahraničí, na druhou stranu bylo podporováno trvajícím oslabením kurzu koruny. Slabý kurz ve spojení se zvýšenou domácí poptávkou podpořil zrychlení tempa růstu dovozu, zejména v růstu dovozu pro investiční užití. Bilance služeb se meziročně mírně snížila. Kladně bilanci ovlivnily bilance cestovního ruchu a dílčí bilance výrobních služeb a oprav i dopravy. Naopak negativně působily ostatní služby, které vykázaly schodek spojený s poplatky za využívání duševního vlastnictví a pojišťovacích služeb. Zároveň se na snížení celkového přebytku bilance služeb podílely rostoucí výdaje za podnikatelské služby spadající pod ostatní služby (ČNB, 2014).

V roce 2015 se saldo bilance zboží a služeb meziročně snížilo o 9,5 mld. Kč na 266,1 mld. Kč. Bilance zboží zaznamenala pokles, který souvisel se zhoršením směnných relací i vývojem v reálném vyjádření, kdy se nominální tempo růstu obratu obchodu oproti minulému roku mírně zpomalilo na 7 %. V případě dovozu se dynamika nezměnila, přičemž hlavním důvodem byl pokračující růst domácí poptávky. Vzhledem k tomu, že se zastavilo oslabování koruny vůči euru a setrvávaly výpadky vývozu na Ukrajinu a do Ruska, došlo ke zpomalení dynamiky vývozu. Naopak bilance služeb přispěla kladným saldem celkové bilanci zboží a služeb. Největší vliv měla bilance cestovního ruchu a bilance ostatních služeb, jež se dostala ze deficitu do mírného přebytku z důvodu poklesu výdajů u finančních služeb a zároveň růstu příjmů u podnikatelských služeb (ČNB, 2015).

V roce 2016 bilance zboží a služeb vykázala nejvyšší meziroční nárůst, a to o 87,2 mld. Kč na 353,3 mld. Kč. Vývoj byl ovlivněn zejména v reálném vyjádření a zlepšením směnných relací. Přestože došlo ke zpomalení poptávky v eurozóně, tempo růstu vývozu se zvýšilo o 2,5 %. V důsledku pokračujícího poklesu dovozních cen a útlumem

domácí poptávky se dovoz meziročně snížil o 1,2 %. Bilance služeb vykazovala obdobný trend jako v předchozím roce. Meziročnímu růstu přebytku bilance nejvíce přispěla bilance dopravy, kde došlo současně k růstu příjmů a poklesu výdajů. Pozitivně bilanci služeb ovlivnil také přebytek výrobních služeb a oprav (ČNB, 2016).

V roce 2017 se opětovně zvýšilo saldo bilance zboží a služeb na 386,8 mld. Kč. V důsledku vyšších cen ropy se meziročně snížilo saldo obchodní bilance. Naopak bilance služeb zaznamenala příznivý vývoj, který byl ovlivněn zejména růstem příjmů z výrobních a ostatních služeb. Zároveň se kladně zvýšilo saldo dopravních služeb. U přebytku bilance cestovního ruchu došlo k jeho meziročnímu snížení (ČNB, 2018).

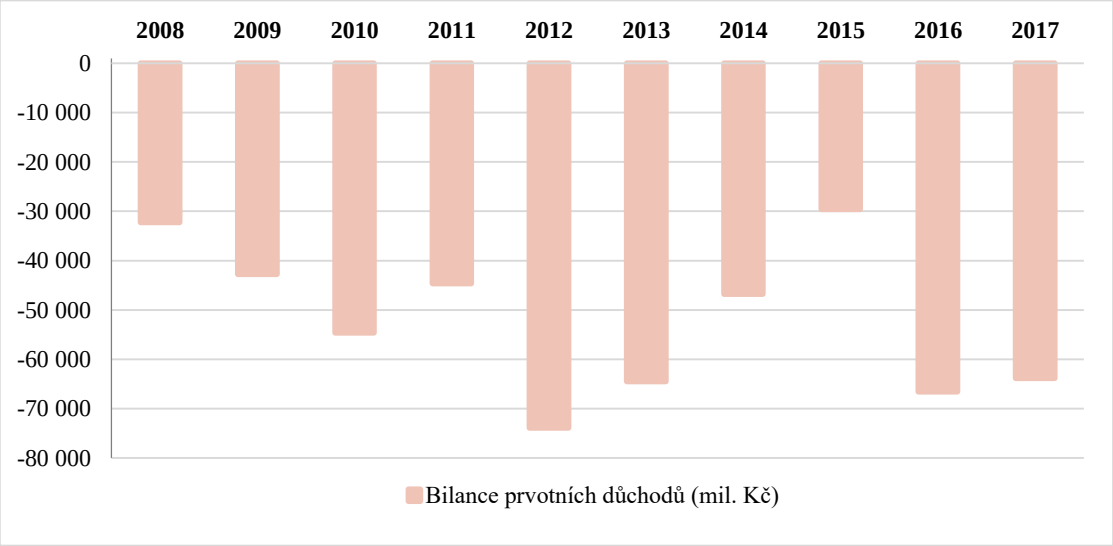
Ve sledovaných letech se bilance zboží a služeb zvýšila o 301,9 mld. Kč z 84,9 mld. Kč na 386,8 mld. Kč. Téměř pravidelný meziroční nárůst salda bilance zboží a služeb (vyjma roků 2010 a 2015) byl důvodem zlepšujícího se trendu bilance běžného účtu. Od roku 2014 celková výše přebytku bilance zboží a služeb převyšuje deficitní saldo prvotních a sekundárních důchodů a běžný účet se od tohoto roku nachází v přebytku. Obchodní bilanci příznivě ovlivňoval vývoj směnných relací a nominální tempo vývozu, které zpravidla převyšovalo tempo dovozu. Vývozu také přispělo oslabení koruny, které začalo v listopadu roku 2013. Za pozitivním vývojem bilance služeb stály zejména cestovní ruch a dopravní služby.

6.1.2 Bilance prvotních důchodů

Bilance prvotních důchodů je trvale deficitní od roku 1993 a v průběhu let se deficit neustále prohlubuje. Významný podíl na tom mají právě důchody z PZI, které v sobě zahrnují položky reinvestovaných zisků a platby dividend. Vývoj a struktura důchodů z PZI budou detailněji rozebrány v kapitole 8 (Přímé zahraniční investice).

Na grafu 4 (Vývoj bilance prvotních důchodů) lze pozorovat vývoj salda prvotních důchodů v letech 2008 – 2017.

Graf 4: Vývoj bilance prvotních důchodů (v mil. Kč)



Zdroj: ČNB (2019c), vlastní zpracování

V roce 2008 došlo oproti předchozímu roku ke snížení deficitu o 91,6 mld. Kč na 147,7 mld. Kč.[3] Přestože vzrostly náklady na zaměstnávaní cizinců společně s dividendy vyplacené zahraničním investorům, významně poklesly výnosy z majetkových investic v zahraničí i úroky z finančních aktiv (ČNB, 2008).

V roce 2009 se deficit opět prohloubil o 69 mld. Kč na 216,7 mld. Kč. Na tom se podílel zejména trend klesajících výnosů v zahraničí. Na straně výdajů se snížily náklady na zaměstnávaní cizinců a úroky z finančních aktiv. Suma zisku vyplacených zahraničním investorům se prakticky nezměnila a zůstala na loňské úrovni (ČNB, 2009).

Rok 2010 přinesl další zvýšení schodku bilance prvotních důchodů na 249,9 mld. Kč, jednalo se o meziroční navýšení o 33,2 mld. Kč, přičemž důvodem byl pokles výnosů

[3] Výroční zpráva ČNB o vývoji platební bilance z roku 2008 uvádí, že schodek bilance výnosů (resp. nyní prvotních důchodů) byl ve výši 288,8 mld. Kč a došlo k meziročnímu nárůstu. Tato nezanedbatelná diskrepance mezi daty souvisí za prvé s použitím aktuálních dat platební bilance vycházejících z BPM6, za druhé s metodikou sběru dat. Na problematiku upozorňuje Tomšík (2003): „*Revize bilance výnosů vzhledem ke zpřesnění výše reinvestovaných zisků nejsou překvapivé, protože statistika reinvestovaných zisků se v běžném období musí před valnými hromadami podniků spoléhat na výběrová šetření a odhady.*“ Podrobněji na: https://www.euro.cz/archiv/nocni-mura-cnb-806704

doprovázený stagnující výší výdajů. Na finančních trzích v domácí ekonomice i zahraničí došlo ke změně úrokových sazeb, které měly dopad na snížení příjmů z devizových rezerv ČNB a poskytovaných půjček či obchodních úvěrů podnikatelského sektoru (ČNB, 2010).

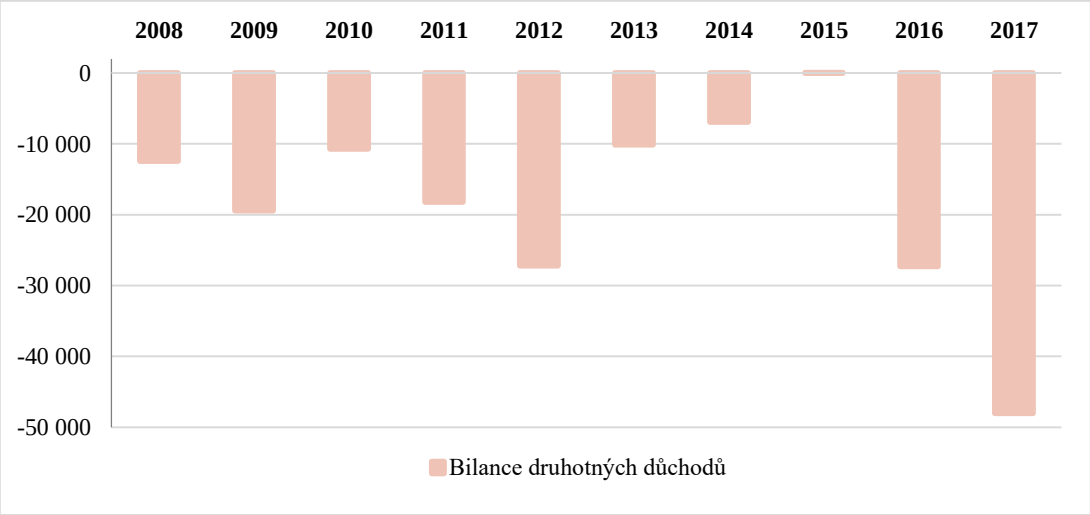
V roce 2011 se schodek prvotních důchodů snížil o 26,5 mld. Kč na 223,3 mld. Kč. Meziroční snížení deficitu bylo spojeno především s meziročním poklesem nákladů na zaměstnávání cizinců a dílčí bilancí PZI, kde došlo ke snížení výnosů ve formě reinvestovaných zisků. V následujícím roce 2012 se deficit znovu prohloubil o 14,2 mld. Kč a dosáhl výše 237,5 mld. Kč, přičemž rozhodujícím faktorem byly výnosy ve formě reinvestovaného zisku z PZI. Obdobný trend zvyšujícího se deficitu pokračoval i v roce 2013, kdy dosáhl 249 mld. Kč. Na schodku se nejvýrazněji opět podílela dílčí bilance PZI, a to zejména v souvislosti s nízkým podílem reinvestovaného zisku v ČR. Rok 2014 skončil schodkem ve výši 260,8 mld. Kč, meziročně se prohloubil o 11,8 mld. Kč. K poklesu nejvíce přispěly výnosy z PZI vlivem výplaty dividend zahraničním investorům. Naopak mírné přebytky zaznamenaly ostatní prvotní důchody, které souvisely s převody z rozpočtu EU (ČNB, 2014).

V roce 2015 došlo k meziročnímu snížení deficitu o 6 mld. Kč, především v důsledku přebytku náhrad zaměstnancům. Důchody z investic a ostatních důchodů se držely na úrovni hodnot loňského roku. Snižování deficitu pokračovalo i v roce 2016, kdy se meziročně snížil o 3 mld. Kč a dosáhl výše 251,8 mld. Kč. Struktura schodku zůstala stejná, na zmírnění přebytku se znovu podílely zejména náhrady zaměstnancům. V roce 2017 se deficit znovu mírně prohloubil, a to o 3,5 mld. Kč na 255,3 mld. Kč. K prohloubení deficitu přispěl růst schodku výnosů z PZI, zejména v rámci reinvestovaného zisku a výplat dividend zahraničním investorům.

6.1.3 Bilance druhotných důchodů

Následující graf 5 (Vývoj bilance druhotných důchodů) zachycuje vývoj salda druhotných důchodů ve sledovaném období. Vyjma roku 2015 je trvale deficitní, přičemž v roce 2017 dosáhl nejvyššího deficitu 48 mld. Kč.

Graf 5: Vývoj bilance druhotných důchodů (v mil. Kč)



Zdroj: ČNB (2019c), vlastní zpracování

V roce 2008 skončila bilance druhotných důchodů se schodkem 12,4 mld. Kč, oproti předchozímu roku došlo ke snížení deficitu o 9,2 mld. Kč. Důvodem bylo zejména meziroční snížení odlivu prostředků do rozpočtu EU a zlepšení salda bilance vládních převodů (ČNB, 2008).

V roce 2009 se deficit zvýšil o 7 mld. Kč na 19,4 mld. Kč. Deficit se prohluboval následující dva roky, v průměru o 8 mld. Kč ročně. V roce 2012 byl deficit ve výši 27,3 mld. Kč. Na schodku se významně podílely především soukromé převody a běžné převody, které souvisely s nižšími příjmy a zároveň s vyššími odvody do rozpočtu EU (ČNB, 2012a).

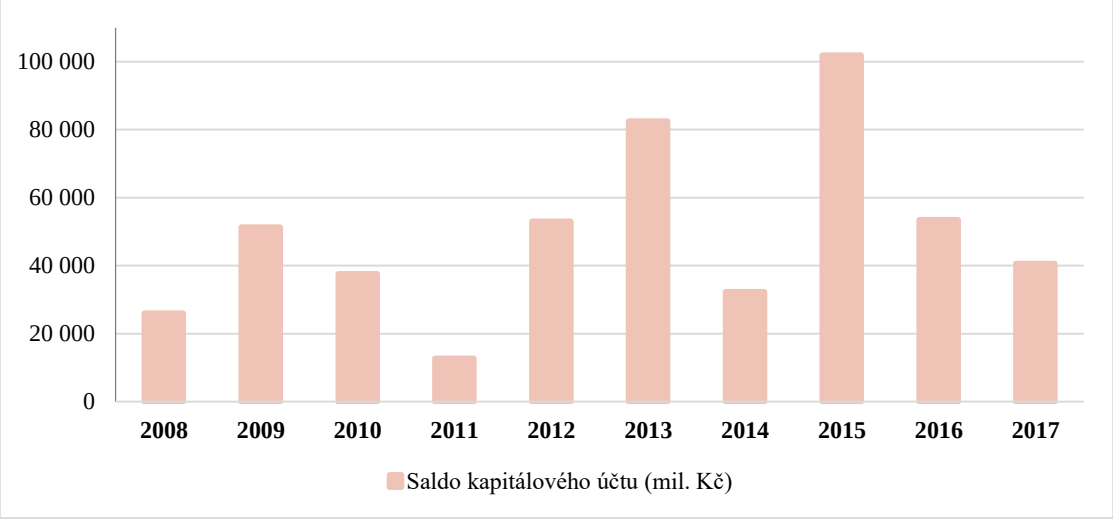
V dalších dvou rokách se deficit postupně snižoval a v roce 2015 se bilance druhotných důchodů dostala do přebytku ve výši 51,4 mil. Kč. Na přebytku měly vliv zejména čisté příjmy z běžné mezinárodní spolupráce a čerpání zdrojů z rozpočtu EU (ČNB, 2015). Rok 2016 zaznamenal meziroční pokles salda o 27,34 mld. Kč a bilance druhotných důchodů se dostala opět do deficitu. Deficit skončil ve výši 27,3 mld. Kč, jehož příčinou byly zejména nižší příjmy z rozpočtu EU a schodek ostatních důchodů, kde se jednalo o položky sociálních příspěvků a běžných daní z důchodu a jmění (ČNB, 2016).

V roce 2017 se prohloubil deficit o 20,7 mld. Kč na 48 mld. Kč. Na deficit se znovu nejvýznamněji projevil pokles příjmů z EU a zároveň došlo k nárůstu ostatních transferů do zahraničí (ČNB, 2018).

6.2 Vývoj kapitálového účtu

Kapitálový účet se nachází v přebytku od roku 2005, což souviselo zejména s inkasem dotací ze strukturálních fondů EU, a do deficitu se doposud nedostal. Na grafu níže je zaznamenán vývoj kapitálového účtu v letech 2008 – 2017.

Graf 6: Vývoj kapitálového účtu (v mil. Kč)



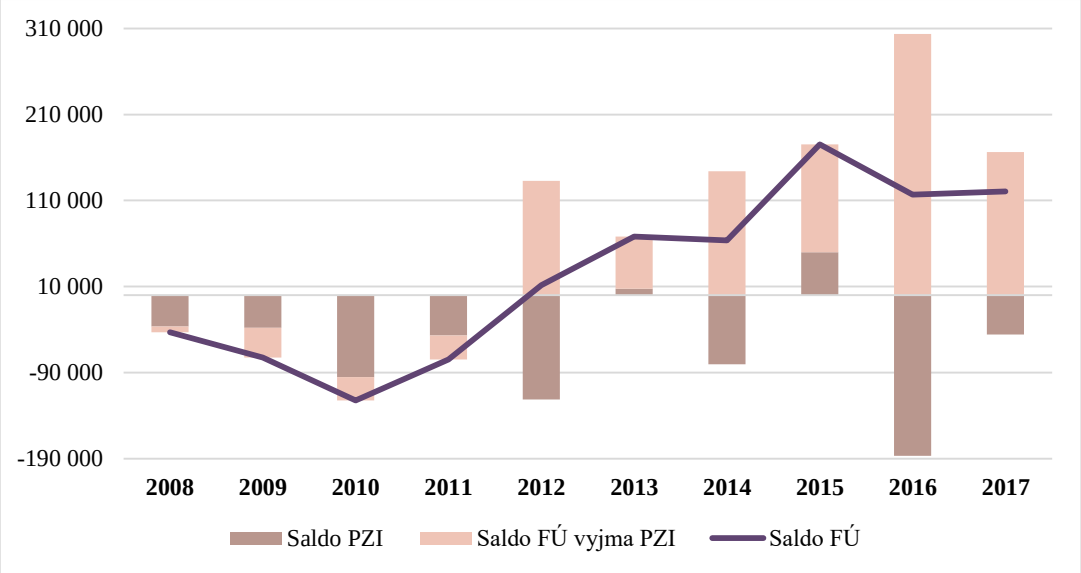
Zdroj: ČNB (2019c), vlastní zpracování

Na aktivní saldo kapitálového účtu mají významný vliv příjmy ze strukturálních fondů EU. Zároveň jsou příjmy i výdaje ovlivněny položkou pořízení a úbytky nevyráběných nefinančních aktiv, kde se jedná o nákup a prodej emisních povolenek nefinančním sektorem. Jedná se o dvě nejdůležitější položky, které určovaly výši salda kapitálového účtu v rámci sledovaného období. V nejnižším přebytku skončil kapitálový účet v roce 2011, kdy vykázal 12,7 mld. Kč. Naopak nejvyšší hodnoty dosáhl v roce 2015, kdy se meziročně zvýšil o 69,6 mld. Kč na 101,9 mld. Kč. Tento meziroční nárůst souvisel s čerpáním prostředků z rozpočtu EU (ČNB, 2015).

6.3 Vývoj finančního účtu

Saldo finančního účtu je podstatně determinováno vývojem PZI, jak je patrné z následujícího grafu 7 (Vývoj finančního účtu).[4] V rámci sledovaného období se finanční účet nacházel v deficitu od roku 2008 do roku 2011, od roku 2012 trvale vykazuje přebytek. Největší hodnota finančního účtu byla dosažena v roce 2015, kde došlo k rekordnímu přebytku na účtu aktiv PZI (resp. investic domácích subjektů v zahraničí) a významnému zvýšení rezervních aktiv.

Graf 7: Vývoj finančního účtu (v mil. Kč)



Zdroj: ČNB (2019c), vlastní zpracování

V roce 2008 zaznamenal finanční účet deficit celkem 43,2 mld. Kč. Meziročně došlo k poklesu PZI, které skončily pasivem ve výši 36,3 mld. Kč. Naopak portfoliové investice, finanční deriváty a rezervní aktiva vykazovaly aktivní saldo. Objem PZI uskutečněných domácími subjekty v zahraničí v porovnání s předchozím rokem se mírně zvýšil. Oproti tomu pokles PZI v ČR byl způsoben především sníženým objemem reinvestovaného zisku a ostatního kapitálu. Příliv PZI směřoval do výzkumu a vývoje i strategických služeb, přičemž nejvyšší objem investic směřoval do sektoru služeb, kdy

[4] Jak bylo řečeno v kapitole 2.1 Základní pojmy platební bilance, podle metodiky BPM6 je příliv zahraničního kapitálu zachycen jako zvýšení zahraničních pasiv.

se jednalo o 66,3 % z celkových PZI, do zpracovatelského průmyslu zamířilo 33,5 %. Finanční krize negativně ovlivnila vývoj na kapitálovém trhu, kde došlo ke snížení zájmů o zahraniční cenné papíry. V souvislosti s depreciací koruny došlo k růstu stavů čistých reálných hodnot finančních derivátů vůči zahraničním subjektům, kdy se čistá pozice reálných hodnot s finančními deriváty přesunula do pasiv (ČNB, 2008).

V roce 2009 se prohloubil deficit na 72,4 mld. Kč. Meziročně došlo k poklesu úvěrů přijatých v rámci PZI v důsledku převýšení splátek úvěrů ze strany dceřiných společností svým mateřským firmám nad čerpáním nových úvěrů. Daný pokles byl do značné míry kompenzován nárůstem investic do základního kapitálu a reinvestovaného zisku. Většina PZI byla směřován do výzkumu a vývoje. Postupně začalo docházet k oživení hospodářství po finanční krizi (ČNB, 2009).

Trend zvyšujícího se schodku pokračoval i v roce 2010 a dosáhl výše 122,3 mld. Kč, přičemž byl ovlivněn zejména přílivem PZI ve výši 95,8 mld. Kč. Podle sektorového hlediska směřovalo nejvíce zahraničního kapitálu vládnímu sektoru. Zahraniční investoři nakupovali zejména korunové dluhopisy a zahraničních měn. Rovněž probíhalo čerpání úvěrů ECB (ČNB, 2010).

V roce 2011 se deficit snížil na 74,8 mld. Kč, za kterým stál pokles reinvestovaného zisku PZI a čistý odliv portfoliových investic. Ze sektorového hlediska směřovaly PZI do výroby elektřiny, tepla a plynu. Odliv PZI byl směřován do výroby motorových vozidel. U portfoliových investic došlo k poklesu zájmu nerezidentů o korunové dluhopisy. V sektoru finančních institucí došlo k přílivu ostatního investic krátkodobého charakteru (ČNB, 2011).

Roku 2012 dosáhl finanční účet přebytku 11,7 mld. Kč, a to zejména vlivem růstu rezervních aktiv. V daném roce devizové rezervy představovaly 42,5 % z celkové sumy dluhových závazků domácích subjektů vůči nerezidentům (ČNB, 2012). V roce 2013 se meziročně zlepšila bilance finančního účtu o 56,6 mld. Kč na 68,3 mld. Kč, kdy došlo k dalšímu nárůstu rezervních aktiv spojeným s devizovými intervencemi ČNB. Portfoliové investice vykázaly čistý příliv v podobě tuzemských dluhopisů nefinančních

institucí. Ostatní investice se snížily v důsledku splácení čerpaných obchodních a finančních úvěrů ze zahraničí při současném poskytnutí úvěrů v zahraničí (ČNB, 2013).

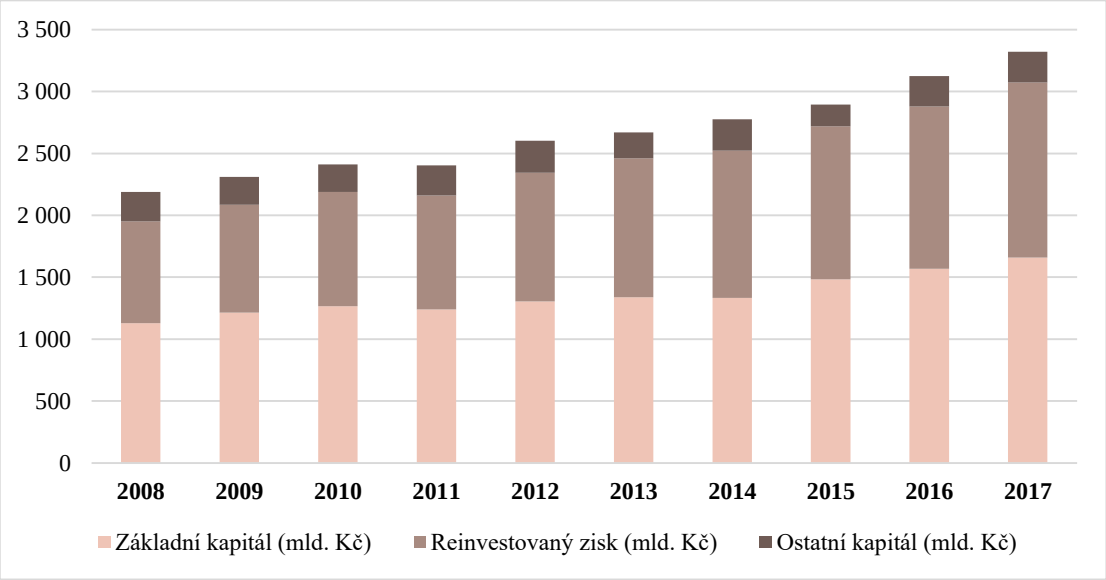
V roce 2014 skončil finanční účet v přebytku 63,6 mld. Kč. Jednalo se o meziroční pokles aktivního salda o 4,7 mld. Kč. Podílel se na něm především zvýšený příliv PZI, přičemž zhruba z poloviny byl tvořen reinvestovaným ziskem. České investice v zahraničí zaznamenaly růst, za kterým stálo čisté pořízení aktiv u akcií a reinvestovaným ziskem. U portfoliových investic došlo k nákupu zahraničních dluhopisů investory z nefinančních i finančních institucí, který přesahoval 12 mld. Kč. Rezervní aktiva zaznamenala pokles, za kterým stálo záporné saldo transakcí pro klienty ČNB (ČNB, 2014).

V roce 2015 byla zaznamenána nejvyšší hodnota přebytku účtu ve výši 175,3 mld. Kč, spojená zejména se zvýšením rezervních aktiv a odlivem portfoliových investic. V následujícím roce růst rezervních aktiv pokračoval, došlo však zároveň k přílivu PZI a portfoliových investic. Příznivě na portfoliové investice působil kladný úrokový diferenciál koruny vůči euru a kvantitativní uvolňování ECB (ČNB, 2017). Výsledné saldo účtu skončilo ve výši 116,9 mld. Kč. V roce 2017 došlo k meziročnímu zvýšení salda o 3,6 mld. Kč na 120,5 mld. Kč. Vývoj účtu ovlivnily zejména rezervní aktiva, kde došlo k významnému přílivu krátkodobého kapitálu před ukončením kurzového závazku. Jednalo se především o české vládní dluhopisy a korunové vklady nerezidentů v tuzemských bankách (ČNB, 2018).

7 Přímé zahraniční investice

Stav PZI v ČR od roku 1993 do konce roku 2017 dosáhl kumulativně hodnoty 3 321,3 mld. Kč. Na grafu níže je zobrazen vývoj zásoby PZI v ČR v letech 2008 – 2017, která je součástí pasiv finančního účtu. Průměrně výše přílivu PZI v daném období byla 126 mld. Kč, nicméně v jednotlivých letech se jejich struktura a výše lišila, přičemž nárůst střídal v následujícím roce pokles a naopak. Z grafu je patrné, že převažují investice do základního kapitálu a reinvestovaného zisku, oproti tomu investice do ostatního kapitálu zahrnující úvěry mají minimální vliv na celkové zásobě PZI.

Graf 8: Zásoba PZI v ČR v letech 2008 – 2017 (v mld. Kč)



Zdroj: ČNB (2019d), vlastní zpracování

Vyjma roků 2011 a 2014 docházelo každý rok k přílivu základního kapitálu, nejvyšší absolutní přírůstek základního kapitálu byl zaznamenán v roce 2015, meziročně se základní kapitál zvýšil o 149 mld. Kč. Naopak v roce 2011 se základní kapitál v porovnání s předchozím rokem snížil o 26,6 mld. Kč. Druhý pokles základního kapitálu, který nastal v roce 2014, nebyl tolik výrazný, jednalo se o pokles o 5 mld. Kč. Na konci roku 2017 dosáhl stav základního kapitál výše 1 659 mld. Kč.

U reinvestovaného zisku došlo k poklesu přílivu pouze v roce 2011 v zanedbatelné výši 1 mld. Kč. Zbývající roky vykazovaly příliv reinvestovaného zisku. Nejvyšší příliv reinvestovaného zisku nastal v roce 2012, kdy se meziročně reinvestovaný zisk zvýšil o 118 mld. Kč. Následující tři roky docházelo ke snižování přílivu reinvestovaného zisku. V roce 2016 se opět zvýšil, a to o 74 mld. Kč. V roce 2017 zásoba reinvestovaného zisku vykázala hodnotu 1 413 mld. Kč.

Ostatní kapitál zaznamenal mezi jednotlivými lety největší změny spočívající ve snižování a zvyšování zásoby ostatního kapitálu, nicméně jak je vidět v tabulce 6 (Vývoj zásoby PZI v letech 2008 – 2017), jednalo se o malé částky v porovnání se základním kapitálem a reinvestovaným ziskem.

Tabulka 6: Vývoj zásoby PZI v ČR v letech 2008 - 2017

Rok	Základní kapitál	Reinvestovaný zisk	Ostatní kapitál	Celkem
	(mld. Kč)	(mld. Kč)	(mld. Kč)	(mld. Kč)
2008	1 128	822	239	2 189
2009	1 215	870	227	2 311
2010	1 266	921	222	2 410
2011	1 240	920	244	2 404
2012	1 304	1 038	258	2 601
2013	1 338	1 121	210	2 669
2014	1 333	1 190	252	2 775
2015	1 482	1 236	178	2 895
2016	1 569	1 310	245	3 124
2017	1 659	1 413	250	3 321

Zdroj: ČNB (2019d)

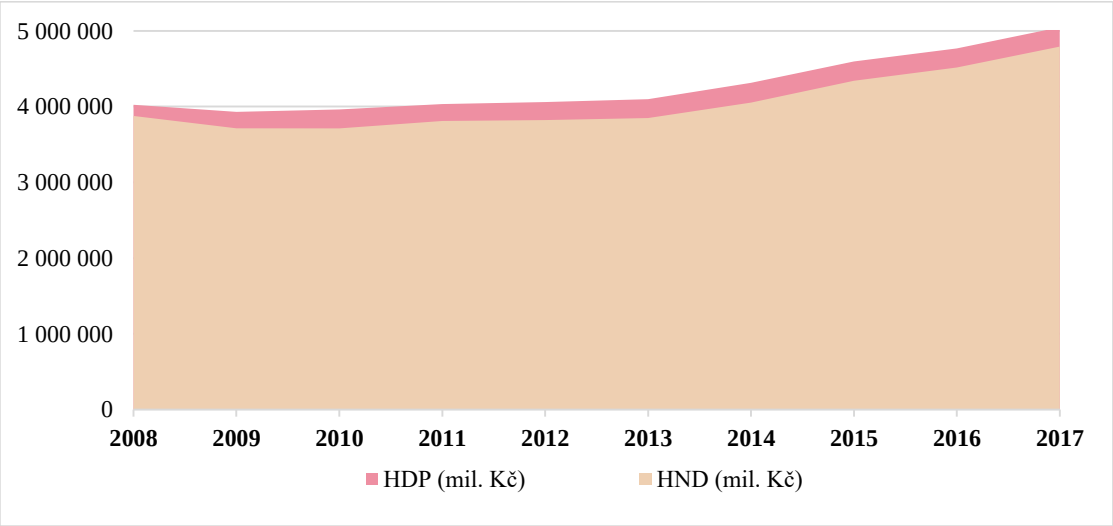
Z výše uvedených informací o PZI lze pozorovat, že již se vyčerpal potenciál pro masivní příliv PZI, jak z privatizačního období či ve formě investic na „zelené louce". Například v roce 2002 byl masivní příliv investic do ČR, který souvisel s privatizací Transgas, a.s. (Marková, 2007). Největší investice na zelené louce v ČR proběhla v roce 2004, kdy se jednalo o společný projekt automobilek TPCA Kolín. Za nižším objem přílivu investic po roce 2008 stála zejména finanční krize. Dalším důvodem mohlo být vyčkávání investorů do roku 2012, než nabyla účinnost *novela zákona č. 72/2000 Sb., o investičních pobídkách, č. 192/2012 Sb.*, na jejímž základě mohla být podpořena výroba ve zpracovatelském průmyslu a nově technologická centra a centra strategických služeb ve formě investičních pobídek (MPO, 2012). Reinvestovaný zisk se stává hlavním zdrojem PZI, které plynou do ČR po finanční krizi v roce 2008.

7.1 Výnosy z PZI a vliv na prvotní důchody

Jak bylo řečeno, PZI ovlivňují platební bilanci nejen skrz finanční účet, ale i běžný účet prostřednictvím bilance prvotních důchodů. Vzhledem k tomu, že se ČR vyznačuje

vysokým přílivem a souvisejícím odlivem zisků do zahraničí, jako vhodným ukazatelem vypovídajícím o situaci výkonnosti země se jeví hrubý národní důchod (HND). HND v sobě zahrnuje nejen tvorbu zboží a služeb, ale i procesy prvotního rozdělení mezi domácí ekonomikou a zahraničím. Následující graf 9 zobrazuje rozdíl ve vývoji HDP a HND.

Graf 9: Vývoj růstu HDP a HND v letech 2008 – 2017 (v mil. Kč)

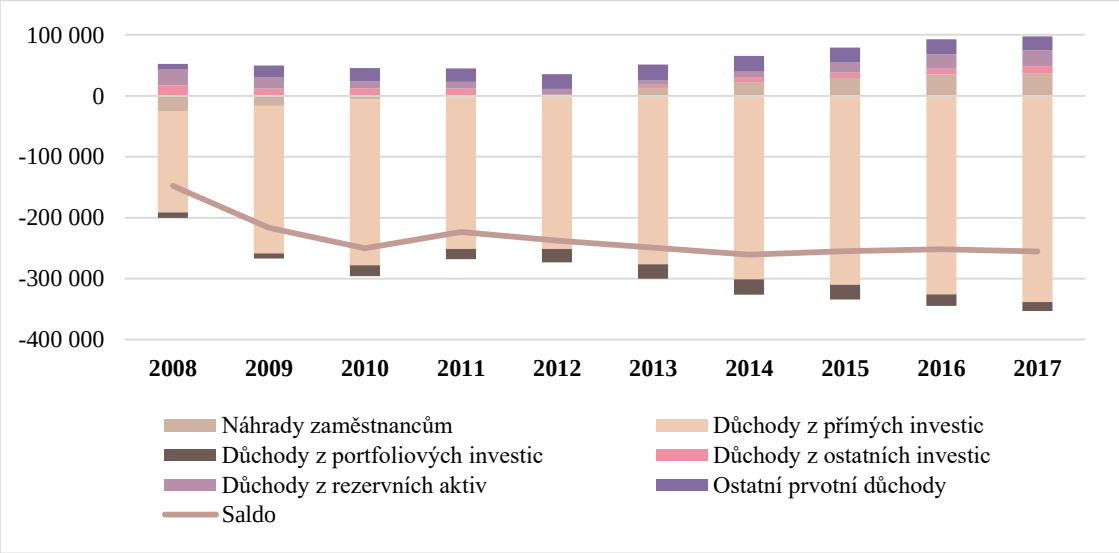


Zdroj: ČNB (2019c), ČSÚ (2019d), vlastní zpracování

Zamrazilová (2008, s. 41) uvádí, že v roce 2000 byl rozdíl mezi HDP a HND téměř zanedbatelný, neboť HDP převyšovalo HND o 0,2 %, nicméně s rostoucím přílivem PZI se zvyšoval poměr mezi těmito ukazateli. V roce 2008 HDP převyšovalo HND o 3,8 %. Od roku 2009 do roku 2017 se rozdíl mezi HDP a HND ustálil na 6 %.

Z grafu 10 a 11 níže je zřejmé, že PZI významně determinují vývoj důchodů z investic a celkovou bilanci prvotních důchodů. Graf 9 zobrazuje vývoj položek prvotních důchodů. Na zlepšení salda prvotních důchodů se podílely důchody z rezervních aktiv, důchody z ostatních investic a ostatní prvotní důchody. Náhrady zaměstnancům se přesunuly z deficitu do přebytku v roce 2012 a na konci roku 2017 byly ve výši 37,2 mld. Kč. Naopak položkami zvyšující deficit bilance výnosů byly důchody z portfoliových investic a zejména důchody z PZI.

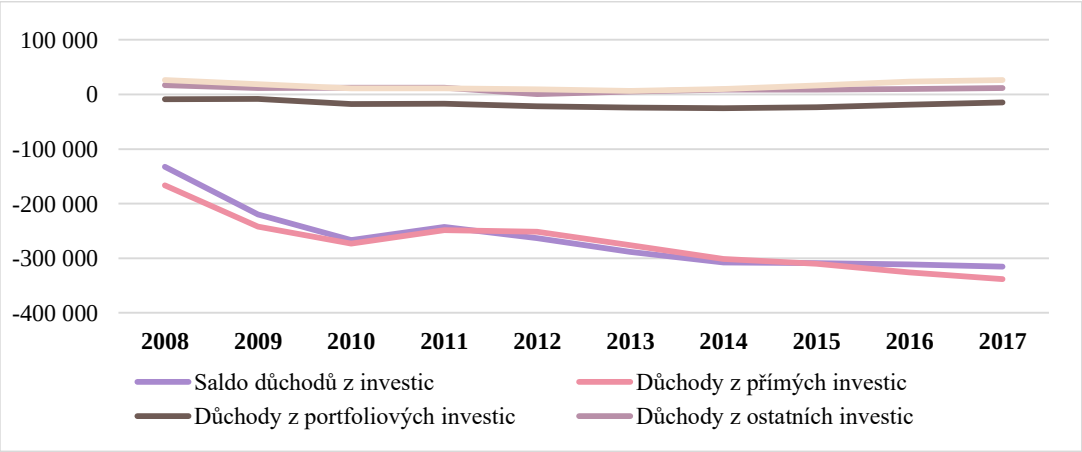
Graf 10: Vývoj bilance prvotních důchodů – položky (v mil. Kč)



Zdroj: ČNB (2019c), vlastní zpracování

PZI jsou v rámci prvotních důchodů součástí důchodů z investic, kam patří dále důchody z portfoliových, ostatních investic a důchody z rezervních aktiv. V letech 2008 – 2017 vykazovalo saldo důchodů z přímých investic klesající trend na rozdíl od bilance důchodů rezervních aktiv, ostatních a portfoliových investic. V roce 2008 vykazovalo saldo PZI deficit ve výši 166,5 mld. Kč, další dva roky se prohlubovalo na hodnotu 272,8 mld. Kč a zlepšení nastalo v roce 2011, kdy se deficit snížil o 24 mld. Kč. Nicméně o rok později se deficit zase zvýšil a prohlubování deficitu pokračovalo do konce sledovaného období. Deficit důchodů z PZI narostl od roku 2008 do 2017 o 171 mld. Kč, což znamenalo jeho zvýšení na dvojnásobek.

Graf 11: Vývoj salda důchodů z investic (v mil. Kč)



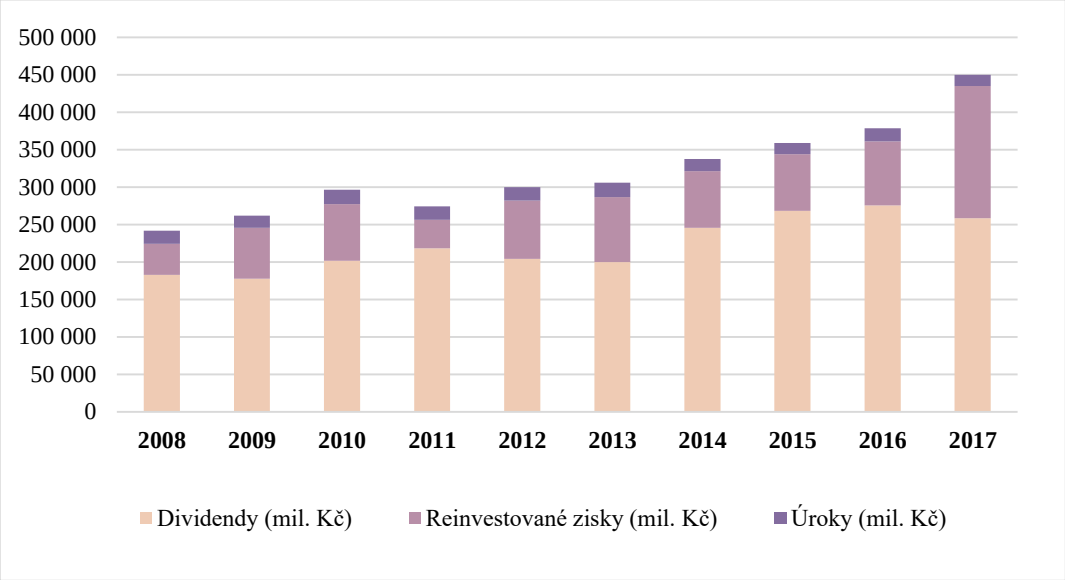
Zdroj: ČNB (2019c), vlastní zpracování

Důchody z PZI lze dělit na výnosy ze základního kapitálu ve formě dividend, reinvestovaný zisk a ostatní kapitál, jenž zahrnuje poskytnuté úvěry mateřskou firmou dceřiné společnosti. Zamrazilová (2008, s. 37) uvádí, že od roku 1999 do roku 2006 vzrostly výnosy z PZI více než pětinásobně, přičemž jejich výnosnost se pohybovala okolo 11 % a do té doby se reinvestovalo přibližně 60 % zisku. Nicméně v průběhu let se čím dál více projevoval trend, kdy klesal podíl reinvestovaného zisku ve prospěch repatriovaných dividend. V roce 2001 bylo přes 75 % zisku reinvestováno, v následujících letech podíl reinvestovaného zisku kontinuálně klesal, v roce 2006 se reinvestovalo pouze 48 % zisku.

Po roce 2008 došlo k poklesu objemu výnosů z PZI, což souviselo s finanční krizí. Zároveň se snížil podíl reinvestovaného zisku na úkor dividend. Důvodem bylo zejména minimum investičních příležitostí a nedostatek likvidity zahraničních podniků, která se přesunula od dceřiných společností do zahraničí. Obdobný vývoj se týkal nejen ČR, ale i dalších zemí EU (ČNB, 2012c).

Graf 12 zobrazuje strukturu výnosů z PZI v letech 2008 – 2017. V roce 2008 byly důchody z PZI ve výši 241 mld. Kč. V rámci sledovaného období ze zvýšily o 208,4 mld. Kč o 450,1 mld. Kč, což představovalo nárůst o 86,2 %. Největší podíl na celkovém objemu výnosů z PZI tvořily dividendy. Výplata dividend dosáhla v roce 2008 hodnoty 183 mld. Kč, přičemž jejich objem v letech téměř konstantně narůstal. V roce 2016 byl zaznamenán rekordní objem vyplacených dividend, kdy se jednalo o 275,7 mld. Kč. Průměrně bylo vypláceno 223 mld. Kč. Celkový objem vyplacených dividend za celé období v kumulativním vyjádření dosáhl hodnoty 2 233,3 mld. Kč. Značně nižší objem výnosů za celé období zaznamenaly reinvestované zisky, jednalo se o 800,1 mld. Kč. Hodnota reinvestovaného zisku se pohybovala průměrně na úrovni 80,1 mld. Kč, nicméně na začátku a konci období se hodnota objemu zisků vychylovala. V roce 2008 bylo reinvestováno 41,2 mld. Kč, což bylo pod průměrem a naopak v roce 2017 se reinvestovalo rekordních 176 mld. Kč. Úroky tvoří nejmenší podíl z celkových výnosů z PZI, přičemž se průměrně jednalo o 17,1 mld. Kč. Kumulativní hodnota úroků dosáhla 171,4 mld. Kč za dané období. Nelze tedy ani tvrdit, že PZI jsou plně nedluhovou formou přílivu kapitálu do ekonomiky.

Graf 12: Výnosy z PZI: výdajová strana (v mil. Kč)



Zdroj: ČNB (2019c), vlastní zpracování

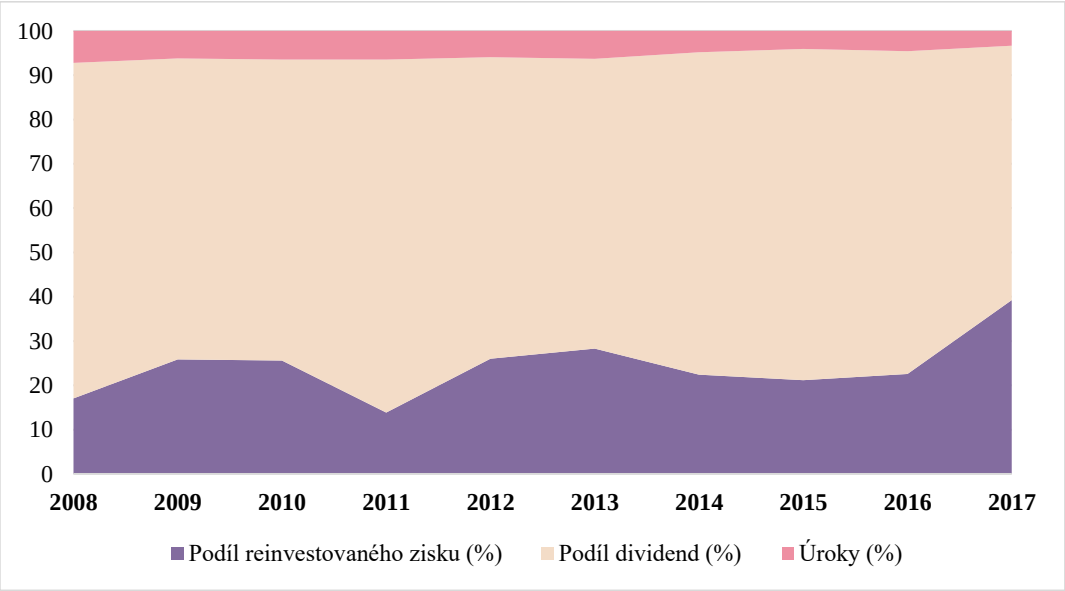
Na základě teorie životního cyklu PZI (viz kapitola 5.4 Životní cyklus PZI) můžeme usoudit, že se investice v ČR dostaly do poslední fáze. Poslední fáze se vyznačuje dosažením určité úrovně ziskovosti PZI. Zároveň se snižuje podíl reinvestovaných zisků a zvyšuje se podíl vyplacených dividend. Dle studie Novotného (2015) trvá životní cyklus ziskovosti PZI 15 – 16 let, kdy nejvyšší ziskovosti je dosaženo v sedmém či osmém roce od prvotní investice. Je tedy odhadováno, že stávající úroveň výnosů z PZI bude realizována do roku 2019 a poté bude klesat.

7.2 Vývoj podílu dividend a reinvestovaného zisku

Na grafu 13 je zobrazen vývoj podílu důchodů z PZI (tedy reinvestovaného zisku, dividend a úroků). Hlavní složku výnosů tvoří v celém období dividendy, kdy se jejich podíl pohybuje okolo 66,8 %. Nejvyšší podíl na celkových výnosech tvořily v roce 2011, kdy dosáhly 80 %. Nad 70 % se pohybovaly i v roce 2008 v souvislosti se zmiňovanou finanční krizí. Jednalo se o 183 mld. Kč, což tvořilo 75,7 % z celkových důchodů z PZI. Naopak nejnižší podíl vykázaly v roce 2017, a to 57,4 %. Hodnota podílu reinvestovaného zisku byla ve sledovaném období v průměru na úrovni 24,2 %, mírně však oscilovala. V roce 2008 klesl podíl na 17 %, v následujícím roce se zvýšil na

25,8 %, na téměř stejné úrovni zůstal i následující rok (25,6 %). V roce 2011 se snížil podíl reinvestovaného zisku na hranici 13,86 % na úkor zvýšeného podílu vyplacených dividend. V dalších dvou letech se podíl zvýšil na 26 %. V roce 2014 došlo opět k jeho poklesu na 22,4 %, kde stagnoval následující dva roky. V roce 2017 se významně navýšil na 39,3 %. Úroky se pohybovaly v pásmu 3,35 – 7,23 %.

Graf 13: Vývoj podílu reinvestovaného zisku a dividend (v %)



Zdroj: ČNB (2019c), vlastní výpočty

Pokud se podíváme na vývoj podílu reinvestovaného zisku a dividend v uplynulých letech v ČR, můžeme potvrdit tendenci klesajících podílů reinvestovaného zisku ve prospěch repatriovaných dividend. V roce 2001 byl podíl reinvestovaného zisku 71,24 % a podíl dividend 20,27 % na celkovém výnosu z PZI. O dva roky později tvořil reinvestovaný zisk pouze 51,49 % (a podíl dividend se navýšil na 44,06 %).V roce 2007 klesl podíl reinvestovaného zisku na 44,79 % a dividendy tvořily již polovinu z celkových výnosů. Jak bylo zmíněno, ve sledovaných letech 2008 – 2017 reinvestovaný zisk průměrně tvořil jednu čtvrtinu celkových výnosů a dividenda tvořila téměř tři čtvrtiny z celkových výnosů, zbývající část výnosů byla tvořena úroky.

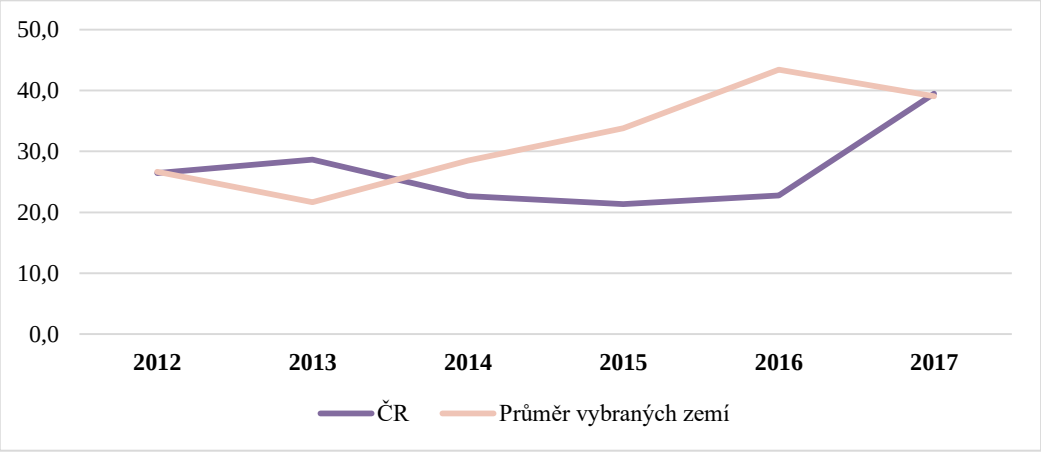
7.3 Komparace vývoje reinvestovaného zisku v ČR s ostatními zeměmi EU

Podobný vývoj podílu reinvestovaného zisku se týkal i ostatních zemí v EU, jak je vidět na grafu 14, kde je sledován vývoj podílu reinvestovaného zisku v letech 2012 – 2017 u ČR a dalších sledovaných zemí (Irsko, Rakousko, Belgie, Německo, Francie, Itálie, Maďarsko, Polsko, Slovensko, Lucembursko, Švýcarsko, Estonsko).

Za tímto vývojem stálo zejména zmiňované snížení investičních příležitostí. Po čtyřech letech od krize se poměrně podařilo ostatním zemím zvýšit podíl reinvestovaného zisku, který v letech 2012 – 2017 tvořil v průměru 32,3 % z celkových výnosů PZI, u ČR byl níže o 5,3 procentních bodů na 26,9 %. Nejvyšší podíl reinvestovaného zisku vykazovalo ve sledovaném období Irsko, kdy se jednalo v průměru o 66,4 % z celkových výnosů PZI. Více než polovinu celkových výnosů z PZI tvořil reinvestovaný zisk v Estonsku, v průměru to bylo 57,2 %, Itálii, kde se jednalo o 52,6 %, a Maďarsku, kde tvořil reinvestovaný zisk 50,5 % z celkových výnosů z PZI. Méně než poloviční podíl reinvestovaného zisku vykazovalo např. Polsko, kde ve sledovaném období tvořil reinvestovaný zisk 40,2 % či Francie, kde se jednalo o 29,1 %. Menší podíl reinvestovaného zisku než měla ČR, byl na Slovensku, kde se jednalo o 11,1 % z celkových výnosů z PZI či v Německu, kde reinvestovaný zisk tvořil pouze 8,5 % z celkových výnosů z PZI.

V celkovém mezinárodním srovnání patřila ČR k zemím, kde reinvestovaný zisk tvořil poměrně malou část z celkových výnosů z PZI a lze tedy konstatovat, že ČR má v porovnání s ostatními zeměmi nízký podíl reinvestovaného zisku.

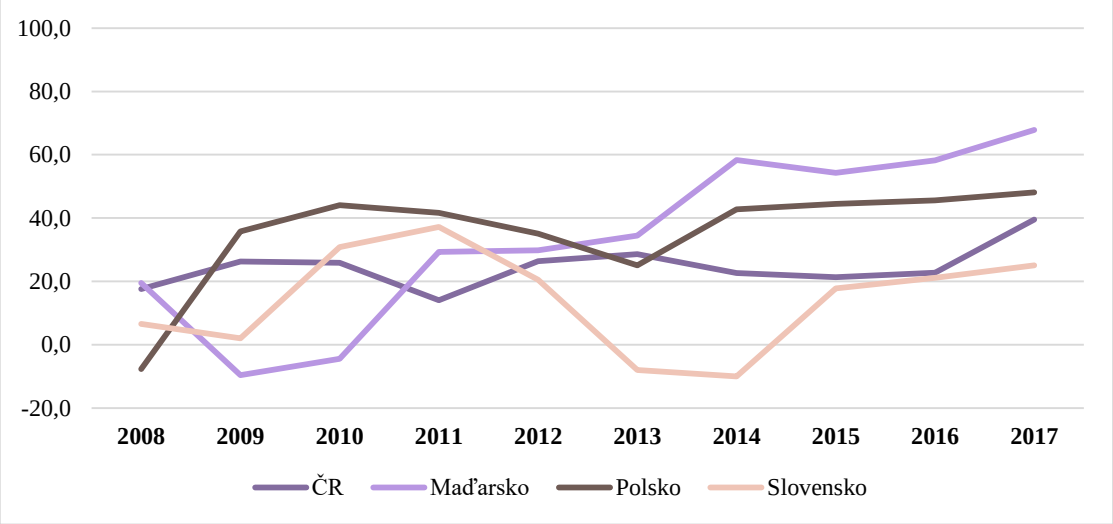
Graf 14: Podíl reinvestovaného zisku na celkových výnosech z PZI (v %)



Zdroj: OECD, UNCTAD, vlastní výpočty

Při pohledu na graf 15 je patrné, že vývoj podílu reinvestovaného zisku byl v zemích Visegrádské čtyřky (dále V4) obdobný. Nejvyšší podíl reinvestovaného zisku mělo v letech 2008 – 2017 Polsko, a to v průměru 35,5 % z celkového výnosu z PZI. Za ním bylo Maďarsko, kde reinvestovaný zisk tvořil průměrně 33,8 %. ČR měla v průměru již zmíněných 24,5 % a nejnižšího podílu reinvestovaného zisku dosahovalo Slovensko, a to pouze 14,3 %.

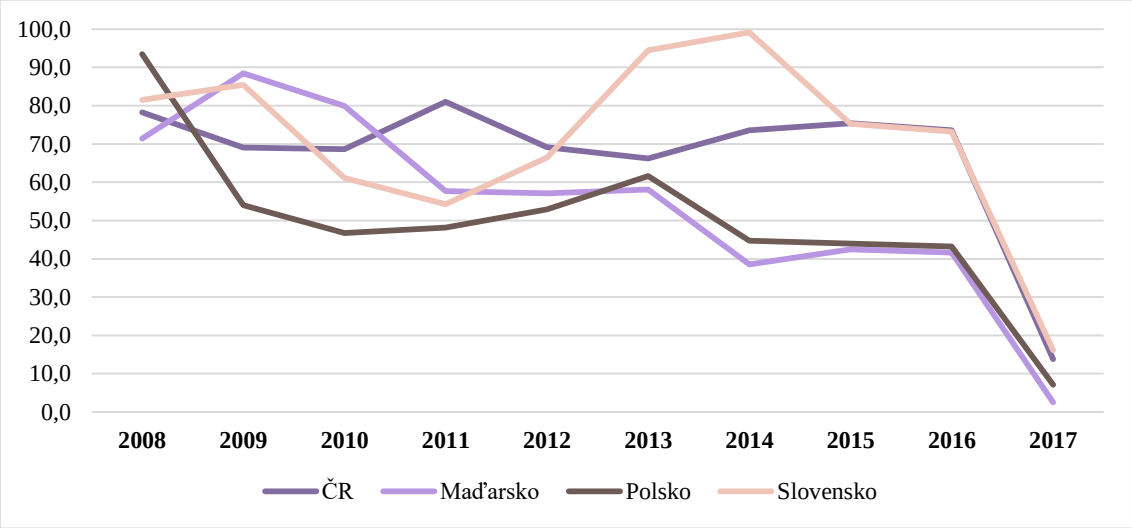
Graf 15: Vývoj podílu reinvestovaného zisku na celkových výnosech z PZI ve V4 (v %)



Zdroj: OECD, UNCTAD, vlastní výpočty

Vývoj podílu dividend ve V4 je zachycen na grafu 16. Vyšší podíl dividend v rámci sledovaného období oproti ČR zaznamenalo pouze Slovensko, kdy se jejich průměr pohyboval na úrovni 70,7 % z celkových výnosů z PZI. Dividenda v ČR tvořila průměrně 66,8 %. Maďarsko a Polsko měly průměrně nižší podíl dividend, který tvořil zhruba polovinu důchodů z PZI. U Maďarska se jednalo o 53,8 % a u Polska o 49,6 %.

Graf 16: Vývoj podílu dividend na celkových výnosech z PZI ve V4 (v %)



Zdroj: OECD, UNCTAD, vlastní výpočty

Na poměr mezi reinvestovaným a repatriovaným ziskem má vliv celkový objem PZI v dané zemi. Čím větší zásobu PZI měřenou k HDP bude země vykazovat, tím více peněz může být v souladu s požadovanou ziskovostí investic reinvestováno zpět do ekonomiky (Brada, Tomšík, 2004). Vývoj celkového objemu PZI vztaženo k HDP ve V4 je zaznamenáno v tabulce níže. V roce 2017 nejvyšší zásoby PZI dosahovala ČR, kdy se jednalo o 72,3 % na HDP. ČR zároveň zaznamenala nejvyšší relativní přírůstek zásoby, kdy se v rámci sledovaného období zvýšila o 24,3 procentních bodů. Za ČR bylo Maďarsko, kde stav zásoby PZI byl v roce 2017 ve výši 64,9 % HDP. Slovensko vykázalo na konci roku objem PZI ve výši 58,4 % HDP. Polsko mělo nejnižší objem zásoby PZI, a to 45,3 % HDP, nicméně od roku 2008 se relativně zásoba zvýšila (obdobně jako u ČR), a to o 17,5 procentních bodů.

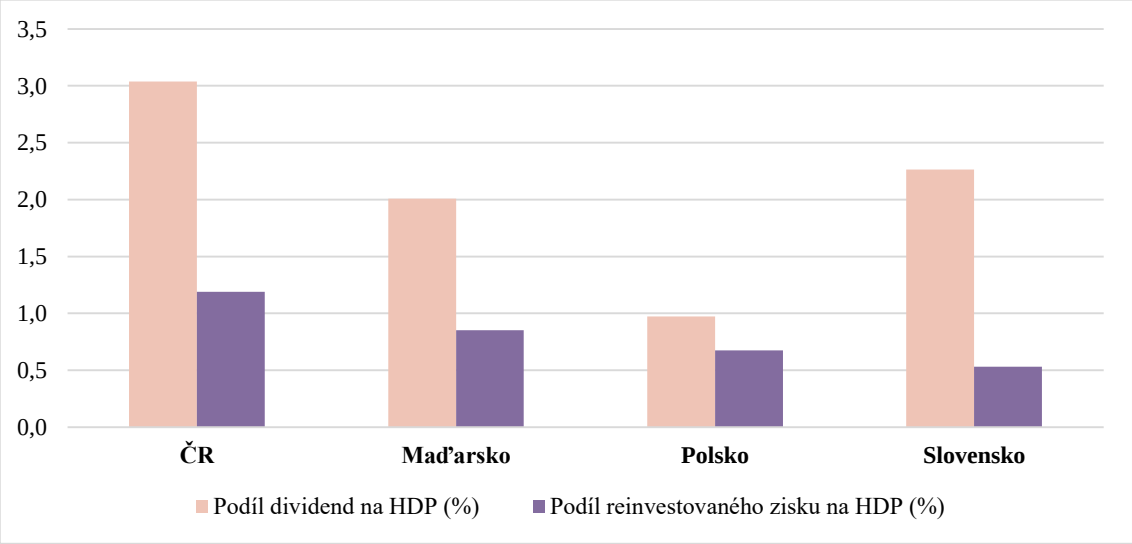
Tabulka 7: Stav zásoby PZI na HDP ve V4 (v %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ČR (v %)	48,0	61,0	61,9	52,9	65,8	64,0	58,5	62,4	62,5	72,3
Maďarsko (v %)	55,7	75,7	69,4	60,6	81,4	80,3	71,1	68,9	64,0	64,9
Polsko (v %)	27,8	38,1	39,1	31,1	39,8	44,3	38,8	38,9	40,0	45,3
Slovensko (v %)	52,2	59,1	56,2	52,9	59,0	58,9	49,3	52,4	53,0	58,4

Zdroj: UNCTAD, vlastní zpracování

Na vývoji poměru reinvestovaného a repatriovaného zisku má také vliv životnost investic a tedy to, v jaké fázi cyklu se nachází. V Maďarsku začal rozsáhlý příliv investic dříve než v ČR, na Slovensku později. Příliv PZI zasáhl Polsko jako poslední zemi z V4 (ČNB, 2012).

Graf 17: Podíl dividend a reinvestovaného zisku z PZI na HDP (v %)



Pozn.: Průměr za období 2008 – 2017, v %

Zdroj: OECD, UNCTAD, vlastní výpočty

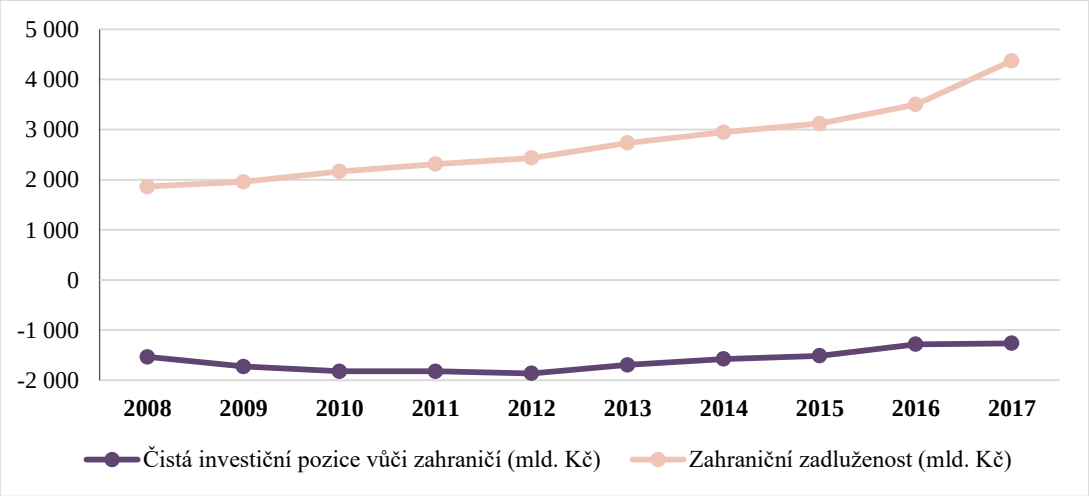
Na základě analýzy bylo zjištěno, že u všech sledovaných zemí došlo k očekávanému poklesu podílu reinvestovaného zisku ve prospěch repatriovaného zisku. Na grafu 17 je zachycen průměrný podíl dividend a reinvestovaného zisku z PZI na HDP. Podíl reinvestovaného zisku z PZI na HDP se u všech zemí pohyboval v rozmezí 0,5 – 1,2 % ve sledovaném období 2008 – 2015. Nejvyšší podíl reinvestovaného zisku k poměru HDP měla ČR, což představovalo 1 % HDP. Nejnižší podíl vykázalo Polsko, a to 0,5 % na HDP.

Ve srovnání s ostatními zeměmi V4 má ČR nejvyšší podíl dividend z PZI na HDP. V průměru sledovaného období 2008 – 2017 se jednalo o 3 % HDP. Naopak v průměru nejnižší podíl dividend na HDP mělo Polsko, a to ve výši 1 % HDP. Podíl dividend na HDP se u Slovenska pohyboval okolo 2,3 % a u Maďarska okolo 2 %.

8 Zahraniční zadluženost a investiční pozice

Informace o tocích uskutečněných mezi domácí ekonomikou a zahraničím jsou zachyceny v platební bilanci, na kterou navazují statistické výkazy zahraniční zadluženosti a investiční pozice země. Od roku 1993 byl vývoj investiční pozice a zahraniční zadluženosti do značné míry zrcadlovým obrazem (Zamrazilová, 2006). Od roku 2012 je však patrný trend zlepšující se investiční pozice ČR, jak lze vidět v následujícím grafu.

Graf 18: Zahraniční zadluženost a investiční pozice ČR (v mld. Kč)



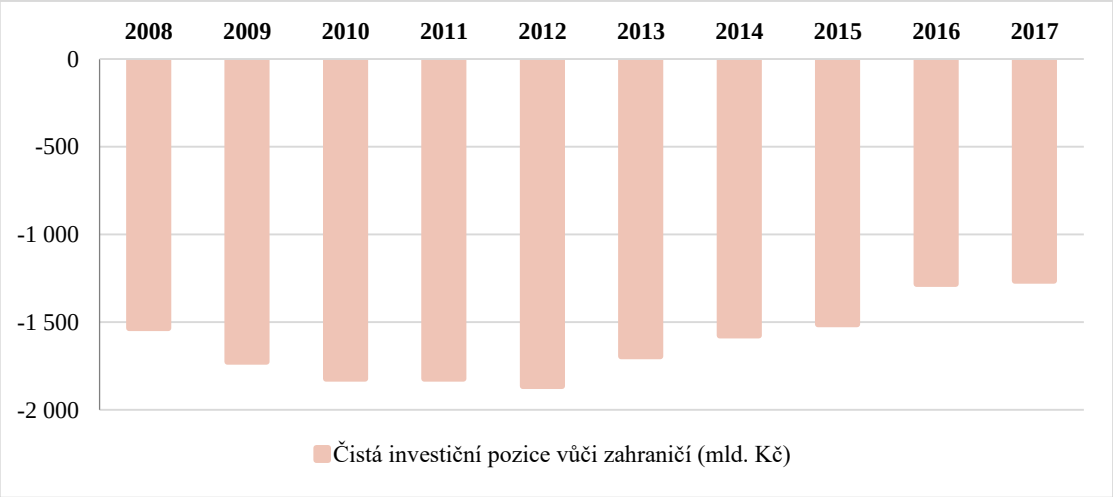
Zdroj: ČNB (2019c), vlastní zpracování

8.1 Investiční pozice

Investiční pozice zaznamenává na straně aktiv pohledávky vůči nerezidentům a vlastnictví zahraničního majetku rezidenty. Na straně pasiv jsou zachyceny závazky rezidentů vůči nerezidentům a vlastnictví majetku v tuzemsku nerezidenty.

O vývoji salda investiční pozice ČR vůči zahraničí vypovídá graf 19, z kterého je patrné, že je saldo investiční pozice trvale deficitní. V rámci sledovaného období však došlo ke zlepšení investiční pozice. Nejvyšší deficit byl vykázán v roce 2012, kdy dosáhl hodnoty 186,4 mld. Kč. Od roku 2012 se deficit snižoval až do roku 2017. V roce 2017 schodek vykazoval výši 126,4 mld. Kč.

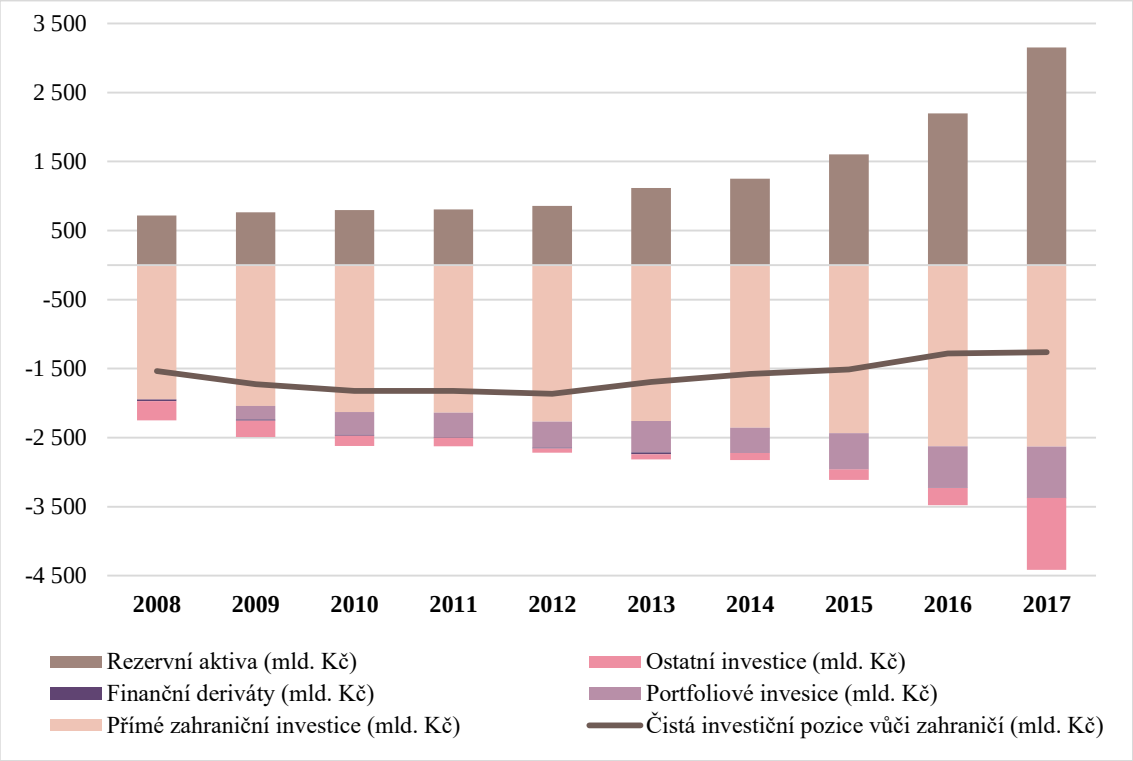
Graf 19: Vývoj salda investiční pozice ČR vůči zahraničí (v mld. Kč)



Zdroj: ČNB (2019c), vlastní zpracování

Následující graf 20 zobrazuje strukturu investiční pozice ČR. Na zlepšení salda se významně podílely rezervní aktiva, které se v rámci sledovaného období zvýšily o 243,5 mld. Kč. Za zvýšením stály zejména devizové intervence, jež započaly roku 2013.

Graf 20: Čistá investiční pozice ČR – položky (v mld. Kč)



Zdroj: ČNB (2019c), vlastní zpracování

Výsledné záporné saldo je tvořeno především schodkem PZI, které se v průběhu let prohloubilo o 685,2 mld. Kč. Jak bylo uvedeno výše, příliv PZI byl především ve formě reinvestovaného zisku. Důvodem deficitu bylo převýšení přílivu zahraničních PZI nad domácími investicemi v zahraničí (tj. aktiva PZI).

Ostatní investice zaznamenaly v první polovině sledovaného období pokles deficitního salda. V relativním vyjádření bylo tempo růstu aktiv vyšší než tempo růstu pasiv. Od roku 2013 se deficit znovu zvyšoval, v roce 2017 byl ve výši 104,1 mld. Kč. Byl ovlivněn zejména přílivem krátkodobého kapitálu před koncem kurzového závazku. (ČNB, 2018)

U portfoliových investic došlo k významnému zhoršení deficitu. Z roku 2008, kdy vykazoval deficit ve výši 3 mld. Kč, se prohloubil o 735,3 mld. Kč a na konci roku 2017 dosahoval výše 738,3 mld. Kč. Na příliv portfoliových investic působilo více faktorů, zejména kladný úrokový diferenciál koruny vůči euru, očekávané posilování koruny a kvantitativní uvolňování ECB. (ČNB, 2018)

Finanční deriváty měly svým objemem nejmenší vliv na výsledné saldo investiční pozice. V rámci sledovaného období se jejich schodek snížil o 18 mld. Kč a v roce 2017 skončil ve výši 2,4 mld. Kč.

Podle doporučení by deficitní saldo investiční pozice nemělo přesáhnout hranici 35 % HDP. Z tabulky lze vidět, že hranice byla překročena od počátku sledovaného období do roku 2014, přičemž od roku 2013 docházelo ke zlepšování vývoje ukazatele. V roce 2015 byl poprvé v požadovaném limitu, ve výši – 33 % HDP. Přestože je stav čisté investiční pozice ČR v deficitu, nemusí se jednat o negativní situaci v případě, že zahraniční investice jsou dostatečně efektivní a přispívají k výkonnosti domácí ekonomiky a její produktivity.

Tabulka 8: Vývoj podílu čisté investiční pozice na HDP (v %)

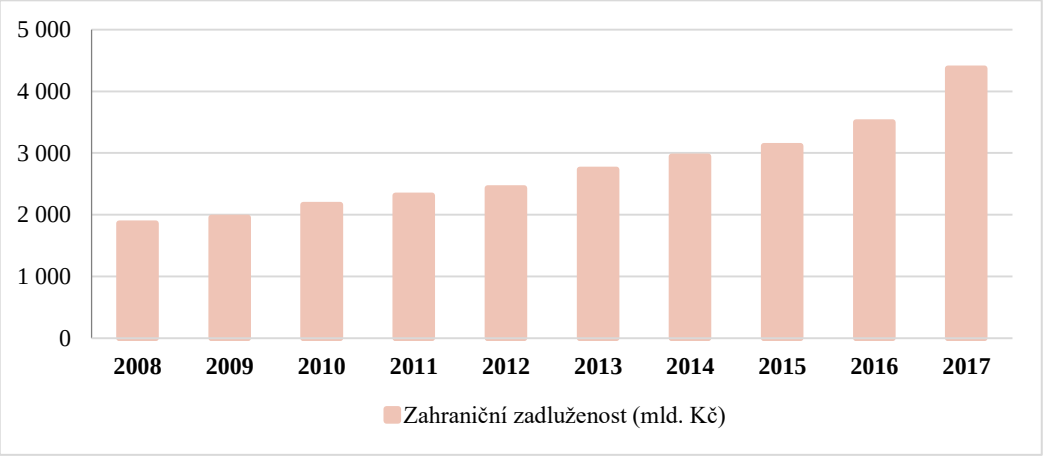
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Investiční pozice (mld. Kč)	- 1 534	- 1 726	- 1 823	- 1 823	- 1 864	- 1 695	- 1 577	- 1 513	- 1 283	- 1 264
Čistá investiční pozice / HDP (%)	- 38	- 44	- 46	- 45	- 46	- 41	- 37	- 33	- 27	- 25

Zdroj: ČNB (2019c), ČSÚ (2019d), vlastní výpočty

8.2 Zahraniční zadluženost

Vývoj zahraniční zadluženosti je zobrazen na grafu 17, kde lze pozorovat rostoucí trend zadluženosti země. Během let 2008 – 2017 se zahraniční zadluženost zvýšila o 43 %, z 1 862,3 mld. Kč na 4 370,3 mld. Kč.

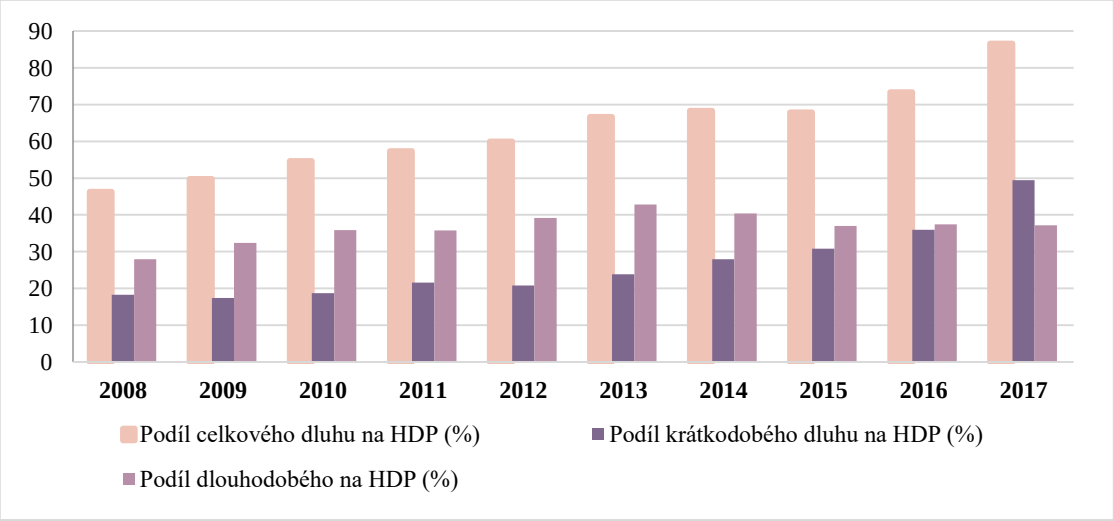
Graf 21: Vývoj zahraniční zadluženosti ČR (v mld. Kč)



Zdroj: ČNB (2019c), vlastní zpracování

Pro udržení vnější rovnováhy ekonomiky by neměla zahraniční zadluženost překročit 40 % HDP. Zároveň by měl být dluh koncentrován do dlouhodobého dluhu (tj. se splatností delší než jeden rok), neboť krátkodobý dluh je ze své podstaty nestálejší. Podíl dlouhodobého dluhu na celkovém dluhu by měl činit minimálně 60 %. Rizikovou hranicí poměru krátkodobého dluhu na celkovém dluhu je tedy 40 %. Graf 22 níže zobrazuje vývoj podílu celkového, krátkodobého a dlouhodobého dluhu ČR na HDP.

Graf 22: Vývoj podílu celkového, krátkodobého a dlouhodobého dluhu ČR na HDP (v %)



Zdroj: ČNB (2019c), ČSÚ (2019d), vlastní zpracování

Požadovaný limit 40 % podílu celkového dluhu na HDP byl překročen ve všech letech sledovaného období. Z grafu je i patrný zvyšující se trend podílu celkového dluhu na HDP. V roce 2008 byl ukazatel ve výši 46 % a v roce 2017 skončil ve výši 87 %. Poměr celkového dluhu na HDP se tedy téměř zdvojnásobil. Významnějším ukazatelem je však struktura dluhu z hlediska času. Z grafu lze pozorovat trend zvyšujícího se podílu krátkodobého dluhu od roku 2013.

Vývoj podílu krátkodobého dluhu na celkovém dluhu je znázorněn v tabulce 9. Od roku 2008 do roku 2013 byl doporučený limit dodržen. V roce 2014 však překročil hranici na 40,9 %. V následujících letech docházelo ke zvyšování podílu krátkodobého dluhu, v roce 2017 tvořil již 57,1 % na celkovém dluhu.

Tabulka 9: Vývoj indikátorů zahraniční zadluženosti (v %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Zahraniční zadluženost (mld. Kč)	1 862	1 956	2 164	2 312	2 434	2 733	2 947	3 119	3 498	4 370
CD / HDP (%)	46	50	55	57	60	67	68	68	73	87
KD / CD (%)	39,6	34,9	34,3	37,6	34,7	35,7	40,9	45,5	49,0	57,1

Poznámka: CD = celkový dluh, KD = krátkodobý dluh
Zdroj: ČNB (2019c), ČSÚ (2019d), vlastní výpočty

Z hlediska struktury dluhu má nejvyšší podíl na zahraničním dluhu ostatní sektor, což představuje 50,89 % z celkového dluhu, přičemž dluh ostatního sektoru je víceméně rovnoměrně rozložen do krátkodobého a dlouhodobého dluhu. Komerční banky se podílely na celkovém zadlužení 26,56 % a jejich dluh byl převážně tvořen dlouhodobými závazky, kde došlo k nárůstu zadlužení ve výši 54,8 %. Dluh centrální banky tvořil nejmenší podíl na celkovém dluhu, a to 1,93%. Vládní sektor zaznamenal v posledních letech zvýšení zejména dluhu dlouhodobého charakteru, jehož příčinou byly nákupy vládních dluhopisů nerezidenty. (ČNB, 2018)

Přestože zahraniční zadluženost dosahuje téměř 90 % HDP, podle ekonoma Lukáše Kovandy nepředstavuje vážnou hrozbu pro ekonomiku: „*Celkově lze říci, že jsme letos zejména v prvním čtvrtletí byli svědky výjimečné situace, která s ukončením intervenčního režimu ČNB skončila. Stávající údaje o saldu investiční pozice a*

zahraniční zadluženosti tak nepředstavují varovný signál potenciální zásadní makroekonomické nerovnováhy.“ (Aktuálně.cz, 2017) Durčáková a Mandel (2010, s. 442) však situaci, kdy se zvyšuje zadluženost vládního sektoru v rámci nákupů dluhopisů nerezidenty, považují za v každém případě za rizikovou. Podle nich růst zahraničního zadlužení (oproti nárůstu vnitřního státního dluhu) vede vždy k zadlužení budoucích generací dané ekonomiky, protože jsou pohledávky drženy zahraničními subjekty.

9 Vnější ekonomická rovnováha a vyhodnocení dopadů přílivu PZI

Jak bylo uvedeno výše, vyhodnocení dopadů přílivu PZI je spojeno se třemi oblastmi, na které je třeba se podrobněji zaměřit. Jedná se o vymezení determinujících faktorů, jenž jsou příčinou přílivu PZI, samotnou analýzou nepřímých a přímých efektů a jejich konečnému vyhodnocení, zda se jedná o pozitivní či negativní efekt.

U ČR to byly zejména metoda privatizace, produktivita práce, vzdálenost od EU a výše relativních mezd, které ovlivnily příliv PZI. Naopak faktory jako velikost trhu a otevřenost zahraničního obchodu s přílivem PZI nesouvisely (Zamrazilová, 2007).

Mezi nepřímé pozitivní efekty lze řadit přelévání (*spillovers*) technologických znalostí a know-how, doplnění kapitálu a multiplikační (*crowding-in efekt*). Mezi nepřímé negativní efekty patří vytěsnění domácích úspor zahraničními, vytěsňování domácích firem (*crowding-out efekt*), upřednostňování daňových rájů v důsledku pobídkové konkurence mezi státy či vznik duální ekonomiky.

Přímé pozitivní efekty, které mají dopad na ekonomiku, zahrnují například růst zaměstnanosti, mezd, exportu, importu, produktivity práce a další vlivy na spojené se sociální a kulturní sférou. Naopak negativní přímé efekty souvisí s tlaky na zhodnocení kurzu domácí měny a inflačními tlaky v důsledku vynuceného růstu peněžní zásoby. Zároveň mají vliv na vnější rovnováhu ekonomiky, kdy mohou zvýšit deficit

zahraničního obchodu či deficit běžného účtu skrz repatriaci zisků (Mišun, Tomšík, 2002).

9.1 Vnější rovnováha

Pro analýzu rovnováhy ekonomiky je důležité sledovat celkovou výši deficitu běžného účtu, která je vztažena k HDP, přičemž by deficit neměl přesáhnout hranici 5 % HDP. V kapitole 6.1 (Vývoj běžného účtu) je vypočítána hodnota podílu běžného účtu k HDP pro sledované období 2008 – 2017. Z dat vyplynulo, že se požadované kritérium drželo pod hranicí 5 % deficitu běžného účtu k HDP. V roce 2010 byla zaznamenána nejvyšší hodnota, a to 3,6 %. Důvodem byl pokles úrokových výnosů ze zahraničních aktiv bankovního sektoru a podnikové sféry, což se odrazilo ve schodku prvotních důchodů. Nicméně s celkovým příznivým vývojem bilance běžného účtu se zlepšovala i hodnota kritéria. V posledních třech sledovaných letech byl podíl běžném účtu na HDP ve výši 1 % HDP. Za zlepšením bilance běžného účtu stál přebytek bilance zboží a služeb, kde došlo ke zvýšení exportní výkonnosti, na němž se podílel příliv investic. Ve studii Jonesa a Wrena (2006) je prokázán významný silný přímý efekt PZI na export. Dalším nezpochybnitelným pozitivním efektem PZI je skutečnost, že jejich příliv byl hlavním zdrojem nedluhového financování běžného účtu v době jeho deficitu.

Na základě analýzy přílivu PZI v kapitole 4 lze usoudit, že došlo k vyčerpání potenciálu pro masivní příliv nových investic na zelené louce, které převažovaly na počátku přílivu zahraničních investic v ČR. V letech 2008 – 2017 byl průměrný příliv PZI ve výši 126 mld. Kč. Hlavní zdrojem PZI, jež plynuly do ČR, se stal reinvestovaný zisk.

S nárůstem PZI v ČR se zvyšovaly jejich výnosy, což mělo vliv na prohlubující se deficit bilance výnosů. Během let 2008 – 2017 se deficit zvýšil dvojnásobně z 166,6 mld. Kč na 338,2 mld. Kč. Co se týče struktury výnosů, v celém období měly nejvyšší podíl na celkových výnosech vyplacené dividendy. Jejich podíl se pohyboval okolo 70 %. Hodnota podílu reinvestovaného zisku byla v průměru na úrovni 24,2 %. Pokud daný vývoj struktury důchodů z PZI porovnáme s vývojem v minulých letech, můžeme potvrdit hypotézu klesajícího podílu reinvestovaného zisku ve prospěch repatriovaných dividend. Pro porovnání, v roce 2001 byl podíl reinvestovaného zisku 71,24 % a podíl

dividend 20,27 %, v roce 2003 klesl podíl reinvestovaného zisku na 51,49 % a podíl dividend vzrostl na 44,06 %. O čtyři roky později, v roce 2007, podíl reinvestovaného zisku netvořil již ani polovinu z celkových výnosů, snížil se na 44,79 % a naopak dividendy se dostaly na hranici 50 % z podílu. Tento trend tedy pokračoval až do roku 2017, kdy reinvestovaný zisk tvoří jednu čtvrtinu celkových výnosů a dividendy tvoří téměř tři čtvrtiny. Tento vývoj struktury výnosů z PZI je v souladu s teorií životního cyklu. Ekonomika se nachází ve třetí fázi, kdy je dominantní podíl dividend do zahraničí. Jedná se o přirozený vývoj životnosti investic.

Na základě mezinárodního srovnání lze konstatovat, že podíl reinvestovaných zisků na celkových výnosech z PZI byl v rámci mezinárodního srovnání u ČR nízký. Mezi země s vysokým podílem reinvestovaného zisku patří Irsko, Estonsko, Itálie, přičemž výše podílu jejich reinvestovaných zisků z PZI se pohybuje v rozmezí 50 – 66,4 % z celkových výnosů z PZI. Mezi země s nízkým podílem reinvestovaného zisku patřilo Německo (v průměru byl podíl reinvestovaného zisku ve výši 8,5 %) a Slovensko (podíl reinvestovaného zisku dosahoval 11,1 %).

Podobný trend vývoje podílu reinvestovaného a repatriovaného zisku z důchodů z PZI byl potvrzen u zemí V4. Nicméně v jejich srovnání ČR vykazovala nejvyšší podíl reinvestovaného zisku a dividend z celkových výnosů z PZI na HDP.

V souvislosti s bilancí prvotních důchodů se nabízí otázka užívání vhodného ukazatele o výkonnosti ekonomiky. Tato problematika byla řešena v kapitole 7.1 (Výnosy z PZI a vliv na prvotní důchody), ze které vyplynulo doporučení používání ukazatele HND. HND v sobě na rozdíl od HDP zahrnuje i bilanci prvotních důchodů, a tak v dnešní situaci ekonomiky ČR více odráží stav zdrojů, kterými ČR disponuje a které odplynou do zahraničí. Ze zjištěných informacích vyplynulo, že s nárůstem výnosů z PZI v průběhu let se zvyšoval rozdíl mezi ukazateli HDP a HND. V průměru bylo HND v letech 2008 – 2017 nižší o 6 % oproti HDP.

Dalšími výkazy vypovídající o vnější rovnováze země jsou investiční pozice a zahraniční zadluženost, které byly zkoumány v kapitole 8. Investiční pozice je trvale deficitní, od roku 2013 se však saldo investiční pozice zlepšovalo až do roku 2017.

Investiční pozici pozitivně ovlivňují rezervní aktiva, k jejich výraznému nárůstu došlo v roce 2013, což souviselo s intervencemi ČNB. Strana pasiv je tvořena finančními deriváty, portfoliovými investicemi, ostatními investicemi a PZI. Dle obecných doporučení by deficit investiční pozice neměl překročit hranici 35 % HDP. Z provedené analýzy bylo zjištěno, že od roku 2008 do roku 2014 přesahoval deficit požadovaný limit. Nejvyšší deficit investiční pozice byl v roce 2012, kdy dosáhl výše 1 864 mld. Kč, což představovalo - 46 % HDP. Od toho roku však docházelo ke zlepšování investiční pozice. V roce 2015 klesl deficit investiční pozice na 33 % HDP, v roce 2017 činil deficit 25 % HDP. Přestože byl deficit v minulých letech zpravidla překračován, ekonomika nebyla v závažné situaci, neboť byl deficit tvořen převážně PZI, které jsou nedluhové charakteru.

Na rozdíl od investiční pozice, u které došlo ke zlepšení vývoje, zahraniční zadluženost v rámci sledovaného období rostla. Od roku 2008, kdy byla ve výši 1 862,3 mld. Kč, se zvýšila na 4 370 mld. Kč, což představovalo nárůst o 43 %. Pro udržení makroekonomické stability by neměl objem zahraniční dluhu přesáhnout 40 % HDP. Nicméně limit byl překročen ve všech letech v rámci sledovaného období, přičemž se za danou dobu zvýšil téměř dvojnásobně, a to z 46 % na 87 % HDP. Důležité je také zkoumat strukturu zahraničního dluhu z časového hlediska. Vzhledem k tomu, že krátkodobý dluh je rizikovější a nestálejší, měl by tvořit maximálně 40 % na celkovém dluhu. V letech 2008 – 2013 se krátkodobý dluh podílel na celkovém dluhu pod limitem 40 %. V roce 2014 činil krátkodobý dluh 40,9 % na celkovém dluhu a zvýšil se během následujících tří let o 16,2 procentních bodů na 57,1 %. Na růstu zadluženosti se ve druhé polovině sledovaného období podílel zejména podnikový sektor, což lze vysvětlit exportní výkonností sektoru i intervencemi ČNB. Po analýze struktury a příčiny dluhu tak můžeme říct, že vývoj ekonomiky nevede k nerovnováze.

Následující tabulka 10 shrnuje vývoj dílčích indikátorů, které byly v práci analyzovány. Na základě všech zjištěných informací můžeme konstatovat, že v rámci sledovaných let ekonomika ČR neměla závažné problémy s vnější rovnováhou.

Tabulka 10: Indikátory vnější rovnováhy

Indikátor	Riziková hodnota (v %)
Běžný účet / HDP	- 5
Zahraniční dluh / HDP	40
Krátkodobý dluh / Celkový dluh	40
Investiční pozice / HDP	- 35

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 11: Vývoj indikátorů vnější rovnováhy ČR v letech 2008 – 2017 (v %)

Indikátor	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
BÚ / HDP	- 1,9	- 2,3	- 3,6	- 2,1	- 1,6	- 0,5	0,2	1,1	0,9	1
Zahr. dluh / HDP	46	50	55	57	60	67	68	68	73	87
Krátk. dluh / Celk. dluh	39,6	34,9	34,3	37,6	34,7	35,7	40,9	45,5	49,0	57,1
Investiční pozice / HDP	- 38	- 44	- 46	- 45	- 46	- 41	- 37	- 33	- 27	- 25

Zdroj: ČNB (2019c), ČSÚ (2019d), vlastní výpočty

9.2 Vyhodnocení dopadů přílivu PZI

9.2.1 Pozitivní efekty

Prvním pozitivním efektem je zlepšování platební bilance, které bylo popsáno výše v souvislosti s vnější rovnováhou ekonomiky. Vzhledem k tomu, že jsou PZI v porovnání s portfoliovými investicemi méně likvidní a jejich přesun je oproti portfoliovým investicím obtížnější, méně fluktuují a jejich relativní stálost napomáhá ke stabilizaci měny v případech, kdy dochází k masivním kapitálovým přesunům.

Další pozitivní efekt PZI spočíval v přísunu potřebného objemu kapitálu do ČR, jenž byl nezbytný pro nastartování tržního hospodářství, především v počátečním období transformace. Příliv PZI tak vyřešil nedostatečné množství domácích úspor potřebných pro krytí investic. Na základě přílivu PZI do ekonomiky vznikají další multiplikační efekty.

Multiplikační efekt (*crowding-in efekt*) spočívá v tom, že prvotní akce vyvolaná zahraničními investory je následovaná aktivitou domácích firem. Když vstoupí zahraniční investor na domácí trh, vytvoří se nové investiční příležitosti i pro potenciální dodavatele z tuzemska. Pokud se tedy domácí subjekt stane součástí dodavatelského řetězce, efekt z existence zahraničního investora se navíc znásobí, neboť ekonomika profituje jak ze zahraniční produkce, tak z produkce domácích firem. To se následně může projevit i v růstu zaměstnanosti. Nicméně studie Chmelaře a kol. (2016) dochází k závěru, že v ČR v posledních letech k žádným přelévacím efektům nedochází, ba naopak dochází k mírné substituci mezi domácími podniky a podniky vlastněnými zahraničními investory. Podniky v zahraničním vlastnictví evidují nižší podíl na zaměstnanosti (z důvodu vyššího nasazení kapitálově náročné výroby), ale zároveň vykazují nižší míru relativní přidané hodnoty na produkci než podniky vlastněné domácími investory. Podniky vlastněné zahraničními investory dosahují vyšší ziskovosti, která je ale spojena s nižším podílem na daních důchodu, především u mezd v porovnání s podniky v domácím vlastnictví. Pozitivní vliv PZI se však do jisté míry projevil na zaměstnanosti v minulých letech. Dle ČSÚ stoupla mezi lety 1992 - 2002 zaměstnanost v podnicích pod zahraniční kontrolou o 355 tisíc osob a v domácích podnicích zaměstnanost naopak poklesla o 694 tisíc osob (Jahn, 2004), přičemž, mezi lety 1997 – 2002 se zvýšila nezaměstnanost v ČR z 5,23 % na 9,34 %. I když příliv PZI nevygeneroval dostačený počet míst, jenž by vykompenzoval pokles zaměstnanosti v domácích podnikách, vstup zahraničních investorů dokázal předejít ještě vyššímu nárůst nezaměstnanosti (ČSÚ, 2003).

Dalším pozitivní efekt PZI vyplývá ze schopnosti zadržet popř. využít přidanou hodnotu investičních a dalších sektorů, které jsou na ně napojeny, a také schopnost využívat nefinanční přínosy investic. Mezi nefinanční faktory se řadí například zlepšování firemní kultury, tlaky na kultivaci podnikatelského prostředí nebo šíření dobrého jména ČR (Chmelař a kol., 2016).

Společně s přílivem PZI dochází k přílivu technologií a know-how, které jsou zvláště důležité pro dlouhodobý výkon ekonomiky. Transfer know-how a technologii je potenciálně nejzásadnějším přínosem PZI. Nicméně jejich dopad je těžko měřitelný. Chmelař a kol. (2016, s. 19) upozorňují, že právě tento potenciál nebyl v období

transformace využit v plném rozsahu. Větší mírou byl využit v sektorech s vysokým podílem PZI. Jedná se například o bankovnictví či automobilový průmysl. Naopak v navázaných tuzemských firmách a dalších dílčích hospodářských odvětvích byl využit málo.

V souvislosti s přílivem kapitálu, technologií a know-how dochází k přílivu kvalifikovaného lidského kapitálu. Je zastoupen managementem podniku či poradci. Cílem je předat potřebné know-how a dalších informacích o inovacích, informovat o nových poznatcích v oblasti výzkumu a vývoje. Následně dochází ke zvyšování kvalifikace pracovníků v celé pracovní hierarchii. Ekonomika poté zvyšuje produktivitu práce. Jahn (2004) uvádí, že v roce 2003 podniky pod zahraniční kontrolou dosahovaly 185,5 % produktivity domácích firem. V sektoru zpracovatelského průmyslu byla produktivita zahraničních společností ještě výraznější, a to na úrovni 202,4 %.

9.2.2 Negativní efekty

Hlavní negativní přímý efekt, s kterým se potýká ČR, je vznik duální ekonomiky. Touto problematikou se zabývá například Zamrazilová (2006, 2007) či Benáček (2000). Jedná se o stav, kdy domácí segment zaostává za segmentem pod zahraniční kontrolou, přičemž podniky pod zahraničí kontrolou prosperují. Problém duální ekonomiky provází ČR od roku 1994. Zahraniční investoři už od počátku směřovali investice do nejziskovějších podniků a v průběhu let podniky zvyšovaly svoji produktivitu skrz nové investice. Uvedené negativní a pozitivní efekty se projevují v ekonomice podle toho, v jaké fázi životního cyklu se investice nachází. Podle závěru studie Zamrazilové (2007) se však problém duální ekonomiky v ČR nadále neprohlubuje.

Negativním efektem je také stávající forma mezinárodní daňové konkurence. Nezdravá mezinárodní daňová konkurence je důsledkem snahy investorů zvýšit atraktivitu státu prostřednictvím výrazného snížení daně z příjmu a dalších daňových zvýhodnění. Daný subjekt si tak může zoptimalizovat svoji daňovou povinnost skrz jednotlivé země, kde jsou odlišné míry zdanění. Daňové ráje poskytují možnost skrýt zisk nerezidentních subjektů. Investor reálně působí v jedné zemi, kde ale nic neodvede, a dochází tak k daňovému úniku pro státní rozpočet země. Zároveň v zemi, kde zdanil svůj zisk,

nedošlo reálně k žádné ekonomické aktivitě. Chmelař a kol. (2016, s. 6) reagují na nynější stav mezinárodní daňové konkurence návrhem opatření v podobě harmonizace daňového základu na úrovni EU. V konečném důsledku by to pro ČR znamenalo vyšší daňové výnosy a navýšení účetně vykazované přidané hodnoty.

Dalším negativním efektem PZI je růst cenové hladiny a nezaměstnanosti. V případě, že rostou mzdy v zahraničních firmách, dochází k tlakům na růst mezd v domácích firmách, nicméně u těch není růst mezd doprovázen růstem produktivity. V konečném důsledku dochází k růstu cenové hladiny, nezaměstnanosti nebo snížení konkurenceschopnosti domácích výrobků. Inflační tlaky mohou mít způsobeny také vynuceným růstem peněžní zásoby v důsledku nadměrného přílivu PZI (Benáček, 2000).

Negativní efekt PZI v podobě odplývajících dividend byl rozebírán již v předchozích kapitolách. O dané problematice, s kterou se potýká i v současné době ČR, se již hovořilo (viz kapitola Výnosy z PZI a vliv na prvotní důchody). Nicméně, jedná se o přirozený vývoj, který je v souladu s teorií životního cyklu investic, a očekávaným chováním investora, jenž chce po čase přirozeně odčerpat zisky z realizované investice.

Možným negativním vlivem PZI může být jejich dopad na měnovou politiku a směnný kurz země. V případě, že do ekonomiky proudí značný objem PZI, zvyšuje se i poptávka po domácí měně a vznikají tlaky na apreciaci domácí měny. Centrální banka by tak měla zakročit a provést devalvaci domácí měny, aby předešla vychýlení z vnější rovnováhy ekonomiky. Zamrazilová (2007, s. 44) zmiňuje, že by riziková situace mohla nastat v případě vstupu ČR do ERM II, kde by se neměl kurz vychýlit ze stanovených limitů. V takové situaci by totiž devalvace nebyla možná a riziko by bylo navíc doprovázeno vysokým deficitem veřejných financí, což by se mohla odrazit v chování investorů.

Následující tabulka shrnuje uvedené efekty PZI, jenž se objevovaly v souvislosti s jejich přílivem do ČR, a společně tak ovlivňovaly vývoj ekonomiky a její vnější rovnováhu. Jejich efekt není jednoznačně pozitivní. V průběhu let se objevovala i rizika v podobě vzniku duální ekonomiky či vysokého odlivu dividend. Nicméně, přestože je složité

kvantifikovat jejich dopad na ČR, není pochyb o tom, že jejich pozitivní efekty z doby transformace přetrvávají dodnes.

Na základě všech uvedených informací lze verifikovat poslední hypotézu spočívající v tvrzení, že pozitivní efekty z PZI převažují nad negativními.

Tabulka 12: Pozitivní a negativní efekty PZI

Pozitivní	Negativní
Vliv na platební bilanci (vyrovnávání deficitu BÚ)	Vznik duální ekonomiky
Doplnění kapitálu	Forma mezinárodní daňové konkurence, daňové ráje
Crowding-in efekt	Růst cenové hladiny a nezaměstnanost
Transfer know-how a technologií	Odliv dividend
Zvýšení povědomí o zemi	Vliv na měnový kurz
Tlaky na kultivaci podnikatelského prostředí, zlepšování firemního prostředí	Vliv na platební bilanci (odliv dividend)ě
Příliv lidského kapitálu, manažerských dovedností	

Zdroj: vlastní zpracování

Závěr

Přímé zahraniční investice byly významnou součástí přílivu zahraničního kapitálu, který směřoval do České republiky od poloviny 90. let, kdy ekonomika procházela transformací. Zastánci PZI argumentují vyšším růstem HDP, vyšších exportů, snížením nezaměstnanosti, zvýšením produktivity či přenášením technologií. Zda měl příliv PZI opravdu tak příznivý vliv na národní hospodářství, nelze jednoznačně posoudit z důvodu obtížné kvantifikace dopadů, neboť zahraniční investice ovlivňují českou ekonomiku ve vícero rovinách.

Existuje celá řada studií, které zkoumaly příliv PZI do ČR, a na jejichž základě lze identifikovat celkem tři etapy investičního cyklu PZI. První etapa začala v roce 1998 a trvala do roku 2002. Vyznačovala se vysokou dynamikou růstu přílivu PZI, přičemž převážná část zisku byla znovu reinvestována. Rok 2003 byl začátkem druhé etapy, kde došlo ke změně struktury investic a poměr dividend a reinvestovaného zisku se vyrovnával. V průběhu období se výnos z investic neustále zvyšoval. Na konci druhé etapy, v roce 2007, vykázaly výnosy z investic maximální hodnotu, a to 313,7 mld. Kč. Třetí fáze začala v roce 2008, který byl spojen s celkovým hospodářským poklesem v důsledku finanční krize. Ve třetí fázi se podíl vyplacených dividend zvyšuje a naopak klesá podíl reinvestovaného zisku. V odborné literatuře byla prozatím pozornost věnována zejména prvním dvěma obdobím. Z toho důvodu se práce soustředí na analýzu PZI z hlediska dopadů na vnější rovnováhu ekonomiky v letech 2008 - 2017.

Teoretická část se dělí do několika dílčích kapitol, které souvisí s problematikou PZI. Nejprve je charakterizována platební bilance. V roce 2009 vydal IMF nový manuál platební bilance, v pořadí šestý (BPM6), ve kterém dochází jak k zásadním změnám týkající se struktury platební bilance, tak i menším změnám typu změny názvu jednotlivých položek. Kapitola platební bilance dané změny obsahuje, popisuje a komparuje je s původní strukturou platební bilance. Na finančním účtu došlo k největším změnám. Mezi hlavní změny finančního účtu lze řadit přesun devizových rezerv pod finanční účet či princip vykazování nárůstu aktiv a pasiv. Další kapitola je věnována charakteristice investiční pozice. Jedná se o statistický výkaz zachycující stav země vůči zahraničí. Jeho důležitost byla posílena tím, že byl zahrnut do názvu nového

manuálu (Manuál platební bilance a investiční pozice vůči zahraničí – Balance of Payments and Interntional Investment Position Manual). S investiční pozicí úzce souvisí ukazatel zahraniční zadluženosti, který je v podstatě součástí investiční pozice na straně pasiv s výjimkou PZI a majetkových portfoliových investic. Investiční pozice odráží saldo finančních aktiv a pasiv domácích subjektů ve vztahu k nerezidentům, zahraničí dluh zahrnuje pouze sumu dluhových závazků rezidentů vůči nerezidentům. Zatímco je platební bilance toková veličina, investiční pozice a zahraniční zadluženost jsou stavovými veličinami. Dohromady poskytují ucelený obraz o vnější rovnováze ekonomiky.

Další část teoretické části je věnována PZI. Typy PZI lze vymezit z různých hledisek, například podle míry kontroly, motivu vstupu, způsobu vstupu a specializace mateřské firmy. Pro českou ekonomikou, která nemá dostatek přírodních zdrojů a směřují k ní investice ze zahraničí, jsou charakteristické trhy vyhledávající investice (market seeking) a investice vyhledávající efektivitu (efficiency seeking). S motivem vstupu souvisí i specializace firmy. V případě, že se firma zaměřuje na trhy vyhledávající investice, jejím cílem je proniknout na daný trh. Tento typ je nazýván rovněž jako horizontální investice, přičemž pobočky firmy mají podobné fáze produkčního řetězce. Investice vyhledávající efektivitu lze označit také jako vertikální investice. Firma má v tomto případě odlišné fáze produkčního řetězce v jednotlivých pobočkách a snaží se jeho část přesunout do dané ekonomiky, aby zvýšila svoji efektivitu.

Investor může na trh vstoupit více způsoby, jedním z nich je investice na zelené louce (greenfield), kdy založí nový ekonomický podnik. Tento způsob byl hojně využíván tranzitivními ekonomikami koncem 90. let, mezi které spadá ČR. Největší investice na zelené louce v ČR proběhla v roce 2004, kdy se jednalo o společný projekt automobilek TPCA Kolín. Další způsobem je investice do restrukturalizace stávajícího podniku (tzv. brownfield). V posledních letech převládají fúze, akvizice či franchising.

Praktická část je rozdělena do několika kapitol. V první části je analyzován vývoj platební bilance v letech 2008 – 2017. V rámci sledovaného období lze pozorovat trend snižujícího se deficitu u běžného a finančního účtu. Běžný účet se dostal do přebytku v roce 2014, za kterým stálo aktivní saldo zboží a služeb, které převýšily saldo

deficitních prvotních důchodů, jehož součástí jsou důchody z PZI. Ve sledovaných letech se struktura běžného účtu nezměnila. Aktivní saldo tvořila bilance zboží a služeb a naopak deficitními položkami byly bilance prvotních a sekundárních důchodů. Kapitálový účet vykazuje aktivní saldo v celém období, na které mají významný vliv příjmy ze strukturálních fondů EU. Finanční účet byl deficitní do roku 2011 a od roku 2012 je trvale v přebytku. Vývoj finančního účtu je významně determinován vývojem PZI. Do přebytku se finanční účet dostal zejména díky růstu rezervních aktiv.

Zásoba PZI v ČR dosáhla v roce 2017 kumulativně hodnoty 3 321,3 mld. Kč. V letech 2008 – 2017 byl průměrný příliv investic ve výši 126 mld. Kč. V jednotlivých letech se struktura a výše přílivu PZI měnila jen nepatrně. Převažovaly investice do základního kapitálu a reinvestovaného zisku, přičemž investice do ostatního kapitálu zahrnující úvěry měly minimální podíl na celkovém vývoji zásoby PZI. Zatímco meziroční příliv do základního kapitálu se pohyboval v rozmezí 30 – 149 mld. Kč a u reinvestovaného zisku v rozmezí 46 – 118 mld. Kč, u ostatního kapitálo se jednalo o maximálně 67 mld. Kč. Na základě uvedených informací lze konstatovat, že došlo k vyčerpání potenciálu pro masivní příliv PZI, který ekonomika zažívala od roku 1993 z privatizačního období a ve formě investic na zelené louce. Snížený objem přílivu investic po roce 2008 lze připsat vývoji na světovém trhu v důsledku finanční krize. Zároveň mohlo být důvodem vyčkávání investorů do roku 2012, než nabyla účinnosti novela zákona o investičních podmínkách, na jejímž základě mohly být podpořeny výroby ve zpracovatelském průmyslu či centra technologických center a center strategických služeb.

Jak bylo uvedeno výše, PZI ovlivňují platební bilanci nejen přes finanční účet, ale i běžný účet prostřednictvím bilance prvotních důchodů. Vzhledem k situaci ČR, jež spočívá ve vysokém přílivu PZI a odlivem zisků do zahraničí, by měl být jako ukazatel výkonnosti ekonomiky země hrubý národní důchod (HND). HND v sobě mimo tvorby zboží a služeb zahrnuje složku prvotních důchodů. S nárůstem výnosů z PZI se zvyšoval i deficit prvotních důchodů, což se odrazilo ve zvyšování rozdílu mezi HDP a HND. Ze zjištěných informací vyplývá, že ve sledovaném období byl ukazatel HND nižší o 6 % oproti HDP. To je zároveň rozsah prostředků, které byly v domácí ekonomice vytvořeny, ale o jejichž dalším využití rozhodují zahraniční vlastníci.

V rámci analýzy struktury výnosů z PZI v ČR můžeme verifikovat hypotézu, která zněla, že v ČR klesá podíl reinvestovaného zisku ve prospěch repatriovaných dividend. Pro porovnání, v roce 2001 byl podíl reinvestovaného zisku 71,24 % a podíl dividend 20,27 %. V roce 2007 podíl reinvestovaného zisku netvořil již ani polovinu z celkových výnosů, snížil se na 44,79 % a naopak dividendy se dostaly na hranici 50 % z podílu. Tento trend klesajícího podílu reinvestovaného zisku pokračoval až do roku 2017. V letech
2008 – 2017 reinvestovaný zisk se podílel na celkových výnosech z PZI zhruba z jedné čtvrtiny a dividenda tvořila necelé tři čtvrtiny, zbytek byl tvořen úroky. Vývoj struktury výnosů z PZI je v souladu s teorií životního cyklu. Ekonomika ČR se dle analýzy výnosů nachází ve třetí fázi, kdy je dominantní podíl dividend do zahraničí. Jedná se o přirozený vývoj životnosti investic.

Na základě mezinárodního srovnání výnosů z PZI lze konstatovat, že podíl reinvestovaných zisků na celkových výnosech z PZI byl v rámci srovnání u ČR nízký. Verifikujeme tak hypotézu, která zněla, že ČR má v mezinárodním srovnání nízký podíl reinvestovaného zisku ve sledovaném období. Mezi země, které vykazovaly vysoký podíl reinvestovaného zisku patřilo Irsko, Estonsko, Itálie, přičemž výše podílu jejich reinvestovaných zisků z PZI se pohybovala v rozmezí 50 – 66,4 % z celkových výnosů z PZI. Naopak nízký podíl reinvestovaného zisku na celkových výnosech z PZI vykazovalo kromě ČR také Slovensko či Německo. U Slovenska dosahoval podíl reinvestovaného zisku 11,1 %, u Německa se jednalo pouze o 8,5 % z celkových výnosů z PZI.

Podobný trend vývoje podílu reinvestovaného a repatriovaného zisku z důchodů z PZI byl pozorován u zemí V4. Podíl reinvestovaného zisku se u zemí V4 pohyboval v rozmezí 0,5 – 1,2 %. Nejvyšší podíl reinvestovaného zisku k poměru HDP měla ČR, což představovalo 1% na HDP. Nejnižší podíl vykázalo Polsko, a to 0,5 % HDP. ČR vykazovala i nejvyšší podíl dividend z PZI na HDP, přičemž v průměru to byla 3 % HDP. Podíl dividend na HDP se u Slovenska pohyboval okolo 2,3 % a u Maďarska okolo 2 %. Naopak v průměru nejnižší podíl dividend na HDP mělo Polsko, a to ve výši 1 % HDP.

Mimo platební bilanci byly analyzovány i zahraniční zadluženost a investiční pozice. Dalšími výkazy vypovídající o vnější rovnováze země jsou investiční pozice a zahraniční zadluženost, které byly zkoumány v kapitole 9. Investiční pozice je trvale deficitní, od roku 2013 se však saldo investiční pozice zlepšovalo až do roku 2017. Investiční pozici pozitivně ovlivňují rezervní aktiva, k jejich výraznému nárůstu došlo v roce 2013, což souviselo s intervencemi ČNB. Strana pasiv je tvořena finančními deriváty, portfoliovými investicemi, ostatními investicemi a PZI. Dle obecných doporučení by deficit investiční pozice neměl překročit hranici 35 % HDP. Z provedené analýzy bylo zjištěno, že od roku 2008 do roku 2014 přesahoval deficit mezinárodní praxí akceptovaný limit. Nejvyšší deficit investiční pozice byl v roce 2012, kdy dosáhl výše 1 864 mld. Kč, což představovalo 46 % HDP. Od toho roku však docházelo ke zlepšování investiční pozice. V roce 2015 klesl deficit investiční pozice na 33 % HDP, v roce 2017 činil deficit 25 % HDP. Přestože byl deficit v minulých letech zpravidla překračován, ekonomika nebyla v závažné situaci, neboť byl deficit tvořen převážně PZI, které jsou převážně nedluhového charakteru.

Na rozdíl od investiční pozice, u které došlo ke zlepšení vývoje, zahraniční zadluženost v rámci sledovaného období rostla. Od roku 2008, kdy byla ve výši 1 862,3 mld. Kč, se zvýšila na 4 370 mld. Kč, což představovalo nárůst o 43 %. Pro udržení makroekonomické stability by neměl objem zahraniční dluhu přesáhnout 40 % HDP. Nicméně limit byl překročen ve všech letech v rámci sledovaného období, přičemž se za danou dobu zvýšil téměř dvojnásobně, a to z 46 % na 87 % HDP. Důležité je také zkoumat strukturu zahraničního dluhu z časového hlediska. Vzhledem k tomu, že krátkodobý dluh je rizikovější a nestálejší, měl by tvořit maximálně 40 % na celkovém dluhu. V letech 2008 – 2013 se krátkodobý dluh podílel na celkovém dluhu pod limitem 40 %. V roce 2014 činil krátkodobý dluh 40,9 % na celkovém dluhu a zvýšil se během následujících tří let o 16,2 procentních bodů na 57,1 %. Na růstu zadluženosti se ve druhé polovině sledovaného období podílel zejména podnikový sektor, což lze vysvětlit exportní výkonností sektoru i intervencemi ČNB.

Cílem diplomové práce bylo analyzovat vývoj PZI v ČR a identifikovat jejich dopad na národní hospodářství v letech 2008 – 2017. Příliv PZI bezesporu pozitivně ovlivnil a přispěl vývoji ekonomiky v době transformace. U ČR to byly zejména metoda

privatizace, produktivita práce, vzdálenost od EU a výše relativních mezd, které ovlivnily příliv PZI. Naopak faktory jako velikost trhu a otevřenost zahraničního obchodu s přílivem PZI nesouvisely.

Mezi pozitivní efekty patřil zejména příliv kapitálu do ČR potřebný pro nastartování tržního hospodářství v počátečním období transformace, kdy vyřešil problém spočívající v nedostatečném množství domácích úspor potřebných pro krytí investic. Příliv PZI podnítil vznik dalších multiplikačních efektů (crowding-in efekt), které spočívají prvotní akci vyvolanou zahraničními investory následovanou aktivitou domácích firem. S přílivem PZI souvisel i příliv technologií a know-how, jež jsou důležité pro dlouhodobý výkon ekonomiky. V souvislosti s přílivem PZI dochází také k přílivu lidského kapitálu, který má následně vliv na zvyšování kvalifikace pracovníků, což se může odrazit v celkové efektivitě práce. Pozitivní efekt mají PZI i na platební bilanci, a to tím, že byly hlavním zdrojem nedluhového financování běžného účtu v době jeho deficitu do roku 2013. Dalším jejich pozitivním efektem je zvýšení exportní výkonnosti země, což se odrazilo ve zlepšení obchodní bilance a v celkovém vývoji běžného účtu, jenž se dostal do přebytku v roce 2014 a do deficitu se již nedostal.

V současnosti se ekonomika potýká s negativními efekty ve formě duální ekonomiky, stávající mezinárodní daňové konkurence a odlivem dividend z ČR. Duální ekonomika je stav, kdy domácí segment zaostává za segmentem pod zahraniční kontrolou, přičemž podniky pod zahraničí kontrolou prosperují. ČR se s daným problémem potýká již od roku 1994. Zahraniční investoři už od počátku směřovali investice do nejziskovějších podniků a v průběhu let podniky zvyšovaly svoji produktivitu skrz nové investice. Druhý problém související s mezinárodní daňovou konkurencí je výsledkem snahy subjektů přilákat zahraniční investory na základě snížení daně z příjmu a dalších daňových zvýhodnění. Stávající systém umožňuje subjektu optimalizovat svoji daňovou povinnost napříč různými státy, což ve výsledku způsobuje daňové úniky a zkreslené údaje o místě vytváření přidané hodnoty. Možným řešením může být harmonizace daňového základu na úrovni EU, která by v konečném důsledku mohla ČR přinést vyšší daňové výnosy a zvýšit účetně vykazované přidané hodnoty.

Vysoký podíl odliv dividend z celkových výnosů z ČR souvisí s přirozeným vývojem životního cyklu investic. Na základě analýzy bylo potvrzeno, že se ČR aktuálně nachází ve třetí fázi cyklu, kdy je podíl dividend na celkovém důchodu z PZI maximální. Je odhadováno, že stávající úroveň výnosů z PZI bude realizována do roku 2019 a poté bude klesat.

Přestože není snadné hodnotit dopad PZI, je nezpochybnitelné, že PZI byly nezbytným hnacím motorem ekonomiky v době transformace, a i když se ČR potýká aktuálně i s negativy související s PZI, jejich pozitivní efekty přetrvávají dál. Na základě všech zjištěných informací můžeme verifikovat hypotézu, že pozitivní efekty PZI převažují nad negativními a pro tranzitivní ekonomiku, jako je ČR jsou vhodným nástrojem pro pokračující rozvoj a konvergenci k vyspělým ekonomikám.

Seznam použitých zkratek

BD4	Příručka definic PZI *(Benchmark Definition of Foreign Direct Investment)*
BPM5	Manuál k sestavení platební bilance, 5. vydání *(Balance of Payments Manual No. 5)*
BPM6	Manuálu k sestavení platební bilance a investiční pozice vůči zahraničí *(Balance of Payments and International Investment Position Manual)*
ČNB	Česká národní banka
ESA	Evropský systém národních a regionálních účtů *(European System of National and Regional Accounts)*
ESVO	Evropské sdružení volného obchodu
EU	Evropská unie (*European Union*)
HDP	Hrubý domácí produkt
HND	Hrubý národní důchod
IMF	Mezinárodní měnový fond (*International Monetary Fund*)
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj *(Organisation for Economic Co-operation and Development)*
PZI	Přímé zahraniční investice
SITC	Standardní mezinárodní klasifikace zboží (*Standard International Trade Classfication*)
SNA	Systém národních účtů (*System of National Accounts)*
SNS	Společenství nezávislých států
V4	Visegrádská čtyřka

Seznam grafů, tabulek a obrázků

Seznam grafů

Graf 1: Vývoj účtů platební bilance ČR v letech 2008 – 2017 (v mil. Kč) 31
Graf 2: Vývoj běžného účtu (v mil. Kč) 32
Graf 3: Vývoj bilance zboží a služeb (v mil. Kč) 33
Graf 4: Vývoj bilance prvotních důchodů (v mil. Kč) 37
Graf 5: Vývoj bilance druhotných důchodů (v mil. Kč) 39
Graf 6: Vývoj kapitálového účtu (v mil. Kč) 40
Graf 7: Vývoj finančního účtu (v mil. Kč) 41
Graf 8: Zásoba PZI v ČR v letech 2008 – 2017 (v mld. Kč) 44
Graf 9: Vývoj růstu HDP a HND v letech 2008 – 2017 (v mil. Kč) 46
Graf 10: Vývoj bilance prvotních důchodů – položky (v mil. Kč) 47
Graf 11: Vývoj salda důchodů z investic (v mil. Kč) 47
Graf 12: Výnosy z PZI: výdajová strana (v mil. Kč) 49
Graf 13: Vývoj podílu reinvestovaného zisku a dividend (v %) 50
Graf 14: Podíl reinvestovaného zisku na celkových výnosech z PZI (v %) 52
Graf 15: Vývoj podílu reinvestovaného zisku na celkových výnosech z PZI ve V4 (v %) 52
Graf 16: Vývoj podílu dividend na celkových výnosech z PZI ve V4 (v %) 53
Graf 17: Podíl dividend a reinvestovaného zisku z PZI na HDP (v %) 54
Graf 18: Zahraniční zadluženost a investiční pozice ČR (v mld. Kč) 55
Graf 19: Vývoj salda investiční pozice ČR vůči zahraničí (v mld. Kč) 56
Graf 20: Čistá investiční pozice ČR – položky (v mld. Kč) 57
Graf 21: Vývoj zahraniční zadluženosti ČR (v mld. Kč) 59
Graf 22: Vývoj podílu celkového, krátkodobého a dlouhodobého dluhu ČR na HDP (v %) 59

Seznam tabulek

Tabulka 1: Struktura PB podle BPM5 a BPM6 12
Tabulka 2: Operace na finančním účtu dle BPM5 a BPM5 13
Tabulka 3: Platební bilance dle BPM6 18
Tabulka 4: Typologie PZI 23
Tabulka 5: Vývoj běžného účtu platební bilance v letech 2008 - 2017 31
Tabulka 6: Vývoj zásoby PZI v ČR v letech 2008 - 2017 45
Tabulka 7: Stav zásoby PZI na HDP ve V4 (v %) 54
Tabulka 8: Vývoj podílu čisté investiční pozice na HDP (v %) 58
Tabulka 9: Vývoj indikátorů zahraniční zadluženosti (v %) 60
Tabulka 10: Indikátory vnější rovnováhy 65
Tabulka 11: Vývoj indikátorů vnější rovnováhy ČR v letech 2008 – 2017 (v %) 65
Tabulka 12: Pozitivní a negativní efekty PZI 69

Seznam obrázků

Obrázek 1: Vztah mezi platební bilancí, investiční pozicí vůči zahraničí a zahraničním dluhem 19
Obrázek 2: Životní cyklus PZI 27

Seznam použitých zdrojů

Literární zdroje

DUNNING, John a Rajneesh NARULA. Foreign Direct Investment and Governments: Catalysts for Economic Restructuring. London: Routledge, 2003. ISBN 9781134815616.

DUNNING, John H. a Sarianna M. LUNDAN. Multinational enterprises and the global economy. 2nd ed. Northampton, MA: Edward Elgar, 2008. ISBN 978-184-3765-257.

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

CHMELAŘ, Aleš, PÍCL, Michal, BITTNER, Jan, VOLČÍK, Stanislav, NECHUTA, Aleš. Analýza odlivu zisků: důsledky pro českou ekonomiku a návrhy opatření: příspěvek k debatě o udržitelnosti českého hospodářského modelu. Praha: Úřad vlády České republiky, 2016. ISBN 978-80-7440-160-2.

JONES, Jonathan a Colin WREN. Foreign direct investment and the regional economy. Burlington, VT: Ashgate, 2006. ISBN 07-546-4522-3.

KADEŘÁBKOVÁ, Anna, SPĚVÁČEK, Vojtěch, ŽÁK, Milan, ed. Růst, stabilita a konkurenceschopnost: aktuální problémy české ekonomiky na cestě do EU. Praha: Linde, 2003. ISBN 80-861-3135-1.

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

MANDEL, Martin a Vladimír TOMŠÍK. Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice. Praha: Management Press, 2008. ISBN 8072611850.

MOOSA, Imad A. Foreign direct investment: theory, evidence, and practice. New York: Palgrave, 2002. ISBN 03-339-4590-5.

NOVOTNÝ, Filip. Profitability Life Cycle of Foreign Direct Investment and its Application to the Czech Republic. Praha: ČNB, 2015. ISSN 1803-7070.

SPĚVÁČEK, Vojtěch, ROJÍČEK, Marek, VEJMĚLEK, Jan, ZAMRAZILOVÁ, Eva a ŽĎÁREK, Václav. Makroekonomická analýza: teorie a praxe. Praha: Grada Publishing, 2016. Expert (Grada). ISBN 9788024758589.

SRHOLEC, Martin. Přímé zahraniční investice v České republice: teorie a praxe v mezinárodním srovnání. Praha: Linde, 2004. ISBN 80-861-3152-1.

TOMŠÍK, Vladimír. Zajistí přímé zahraniční investice prosperitu ČR?. Zahraniční investice: Cíl hospodářské politiky?. Praha: CEP - Centrum pro ekonomiku a politiku, 2008, s. 17-30. ISBN 978-80-86547-90-9. ISSN 1213-3299.

ZAMRAZILOVÁ, Eva. Kam povede příliv zahraničních investic?. Zahraniční investice: Cíl hospodářské politiky?. Praha: CEP - Centrum pro ekonomiku a politiku, 2008, s. 31-46. ISBN 978-80-86547-90-9. ISSN 1213-3299.

Internetové zdroje

BENÁČEK, Vladimír. Přímé zahraniční investice v české ekonomice: praxe, teorie a aplikace [online]. Institut ekonomických studií, FSV, Univerzita Karlova, 2000 [cit. 2019-05-29]. Dostupné z: http://www1.ceses.cuni.cz/benacek/FDI%20CSE%20PE.pdf

BRADA, Josef C. and TOMŠÍK, Vladimir, Reinvested Earnings Bias, the 'Five Percent' Rule and the Interpretation of the Balance of Payments - with an Application to Transition Economies. (February 2003). [cit. 2019-05-14]. William Davidson Institute Working Paper No. 543. Dostupné z: http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.385881

ČNB: Často kladené otázky ohledně zavedení BPM6. [online]. 2014a [cit. 2019-05-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/casto-kladene-dotazy/.galleries/casto_kladene_dotazy_ohledne_zavedeni_bpm6.pdf

ČNB: Databáze časových řad ARAD: Statistika platební bilance (BPM6). [online]. 2019c [cit. 2019-05-20]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_DRILL?p_strid=AD&p_lang=CS

ČNB: Devizové rezervy: Platební bilance. ČNB [online]. 2019a [cit. 2019-05-20]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/devizove_rezervy/drs_struktura.htm

ČNB: Metodický list: Investiční pozice vůči zahraničí.[online]. 2014b [cit. 2019-05-22]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/docs/ARADY/MET_LIST/bpm6_iip_cs.pdf

ČNB: Metodický list: Platební bilance. [online]. 2014b [cit. 2019-05-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/docs/ARADY/MET_LIST/bpm6_bop_cs.pdf

ČNB: Metodický list: Statistika zahraniční zadluženosti. [online]. 2014c [cit. 2019-05-22]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/docs/ARADY/MET_LIST/bpm6_zz_cs.pdf

ČNB: Obecný metodický popis a komentář k vývoji přímých zahraničních investic za referenční rok 2017. [online]. 2019b [cit. 2019-05-20]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/pzi/PZI_2017_CZ.pdf

ČNB: Podíl reinvestovaných zisků na celkových výnosech z přímých zahraničních investic (PZI). [online]. 2012c [cit. 2019-08-03]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/pzi/PZI_2017_CZ.pdf

ČNB: Přímé zahraniční investice za rok 2008. [online]. 2010 [cit. 2019-08-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/pzi/PZI_2008_CZ.pdf

ČNB: Přímé zahraniční investice za rok 2009. [online]. 2011 [cit. 2019-08-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/pzi/PZI_2009_CZ.pdf

ČNB: Přímé zahraniční investice za rok 2010. [online]. 2012b [cit. 2019-08-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/pzi/PZI_2010_CZ.pdf

ČNB: Přímé zahraniční investice za rok 2011. [online]. 2013 [cit. 2019-08-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/pzi/PZI_2011_CZ.pdf

ČNB: Přímé zahraniční investice za rok 2012. [online]. 2014 [cit. 2019-08-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/pzi/PZI_2012_CZ.pdf

ČNB: Přímé zahraniční investice za rok 2013. [online]. 2015 [cit. 2019-08-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/pzi/PZI_2013_CZ.pdf

ČNB: Přímé zahraniční investice za rok 2014. [online]. 2016 [cit. 2019-08-02]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/pzi/PZI_2014_CZ.pdf

ČNB: Přímé zahraniční investice za rok 2015. [online]. 2017 [cit. 2019-08-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/pzi/PZI_2015_CZ.pdf

ČNB: Přímé zahraniční investice za rok 2016. [online]. 2018 [cit. 2019-08-02]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/pzi/PZI_2016_CZ.pdf

ČNB: Přímé zahraniční investice za rok 2017. [online]. 2019e [cit. 2019-08-02]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/pzi/PZI_2017_CZ.pdf

ČNB: Statistika: Přímé zahraniční investice. [online]. 2019d [cit. 2019-07-21]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/pzi/index.html

ČNB: Zpráva o inflaci – IV/2011. [online]. 2011 [cit. 2019-07-23]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/zpravy_o_inflaci/2011/2011_IV/download/zoi_IV_2011.pdf

ČNB: Zpráva o inflaci – IV/2012. [online]. 2012a [cit. 2019-07-23]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/zpravy_o_inflaci/2012/2012_IV/download/zoi_IV_2012.pdf

ČNB: Zpráva o inflaci – IV/2013. [online]. 2013 [cit. 2019-07-23]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/zpravy_o_inflaci/2013/2013_IV/download/zoi_IV_2013.pdf

ČNB: Zpráva o inflaci – IV/2014. [online]. 2014 [cit. 2019-07-23]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-inflaci/Zprava-o-inflaci-IV-2014/

ČNB: Zpráva o inflaci – IV/2015. [online]. 2015 [cit. 2019-07-23]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/zpravy_o_inflaci/2015/2015_IV/download/zoi_IV_2015.pdf

ČNB: Zpráva o inflaci – IV/2016. [online]. 2016 [cit. 2019-07-23]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/zpravy_o_inflaci/2016/2016_IV/download/zoi_IV_2016.pdf

ČNB: Zpráva o inflaci – IV/2017. [online]. 2017 [cit. 2019-07-23]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/zpravy_o_inflaci/2017/2017_IV/download/zoi_IV_2017.pdf

ČNB: Zpráva o inflaci – I/2018. [online]. 2018 [cit. 2019-07-24]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/zpravy_o_inflaci/2018/2018_I/download/zoi_I_2018.pdf

ČNB: Zpráva o vývoji platební bilance 2004. [online]. 2004 [cit. 2019-07-19]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/statistika/.galleries/platebni_bilance_stat/publikace_pb/zpravy_vyvoj_pb/PB_2004.PDF

ČNB: Zpráva o vývoji platební bilance 2010. [online]. 2010 [cit. 2019-07-19]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/statistika/.galleries/platebni_bilance_stat/publikace_pb/zpravy_vyvoj_pb/2010/pb_2010.pdf

ČNB: Zpráva o vývoji platební bilance 2009. [online]. 2009 [cit. 2019-07-19]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/statistika/.galleries/platebni_bilance_stat/publikace_pb/zpravy_vyvoj_pb/2009/pb_2009.pdf

ČNB: Zpráva o vývoji platební bilance 2008. [online]. 2008 [cit. 2019-07-19]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/statistika/.galleries/platebni_bilance_stat/publikace_pb/zpravy_vyvoj_pb/2008/pb_2008.pdf

ČSÚ: Časové řady: Hlavní makroekonomické ukazatele. [online]. 2019d [cit. 2019-07-07]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/92010938/chmu070119.xlsx/270e5ddc-af8d-4738-b8d1-38fdf8ad9873?version=1.3

ČSÚ: Metodické vysvětlivky statistiky zahraničního obchodu podle pohybu zboží (přehraniční pojetí). [online]. 2019a [cit. 2019-05-20]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/61165742/24101518m_c.pdf/6ab28f93-d109-4658-83d8-71a8aee3c8c3?version=1.1

ČSÚ: Vliv aktivit podniků pod zahraiční kontrolou na českou ekonomiku v období 1997 až 2002. [online]. 2003 [cit. 2019-07-20] Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/zahranicni_inve

ČSÚ: Zahraniční obchod: Seskupení zemí. [online]. 2019b [cit. 2019-05-20]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/20551085/60011102j01_c.pdf/4b1cf303-46eb-4b7c-8ad8-4f807819b204?version=1.0

ČSÚ: Zahraniční obchod. [online]. 2019c [cit. 2019-05-20]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/zahranicni_obchod_se_zbozim_ekon

DUNNING, John. H. The Eclectic Paradigm of International Production: A Restatement and Some Possible Extensions. Journal of International Business Studies, 19(1), 1-31. 1988. [cit. 2019-07-03]. Dostupné z: http://www.jstor.org/stable/154984

CHMELAŘ, Aleš, PÍCL, Michal, BITTNER, Jan, VOLČÍK, Stanislav, NECHUTA, Aleš. Analýza odlivu zisků: důsledky pro českou ekonomiku a návrhy opatření: příspěvek k debatě o udržitelnosti českého hospodářského modelu. Praha: Úřad vlády České republiky, 2016. ISBN 978-80-7440-160-2. [cit. 2019-07-08]. Dostupné z: https://www.vlada.cz/assets/evropske-zalezitosti/analyzy-EU/Analyza-odlivu-zisku.pdf

HERGER, Nils and MCCORRISTON, Steve. Horizontal, Vertical, and Conglomerate FDI: Evidence from Cross Border Acquisitions. [online]. 2013. No 14.02, Working Papers, Swiss National Bank, Study Center Gerzensee. [cit. 2019-05-03]. Dostupné z: https://EconPapers.repec.org/RePEc:szg:worpap:1402

IMF: Balance of payments and international investment position manual [online]. 6th ed. Washington D.C. 2009 [cit. 2019-05-11]. ISBN 978-1-58906-812-4. Dostupné z: https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf

JAHN, Martin. Zahraniční investice – cesta k prosperující ekonomice. Centrum pro ekonomiku a politiku. [online]. 2004. [cit. 2019-08-03]. Dostupné z: http://cepin.cz/cze/prednaska.php?ID=665

MANDEL, Martin a Vladimír TOMŠÍK. Přímé zahraniční investice a vnější rovnováha v tranzitivní ekonomice: aplikace teorie životního cyklu. *POLITICKÁ EKONOMIE* [online]. 2006. [cit. 2019-05-09]. Dostupné z: https://www.vse.cz/polek/580

MARKOVÁ, Jana. Analýza efektu přímých zahraničních investic na vnější rovnováhu z pohledu platební bilance. *Český finanční a účetní časopis* [online]. 2012. [cit. 2019-11-03]. Dostupné z: https://www.vse.cz/cfuc/300

MARKOVÁ, Jana. Komparace vlivu přímých zahraničních investic na běžný účet platební bilance České republiky a Slovenska po vstupu do Evropské unie. *Český finanční a účetní časopis* [online]. 2007. [cit. 2019-10-08]. Dostupné z: https://www.vse.cz/cfuc/378

MARKOVÁ, Jana. Vnější rovnováha z pohledu investiční pozice vůči zahraničí. Český finanční a účetní časopis [online]. 2017 [cit. 2019-05-14]. Dostupné z: https://doi.org/10.18267/j.cfuc.490

MIŠUN, Jan, TOMŠÍK, Vladimír. Přímé zahraniční investice ve střední Evropě: vytěsňují nebo vtahují domácí investice? [online]. 2002 [cit. 2019-06-29]. Dostupné z: https://doi.org/10.18267/j.polek.359

MPO. Novela zákona č. 72/2000 Sb., o investičních pobídkách, č. 192/2012 Sb. [online]. [cit. 2019-08-01]. Dostupné z: https://www.mpo.cz/cz/podnikani/dotace-a-podpora-podnikani/investicni-pobidky-a-prumyslove-zony/investicni-pobidky/novela-zakona-c--72-2000-sb---o-investicnich-pobidkach--c--192-2012-sb---106319/

OECD. Foreign direct investment Statistics: Data, Analysis and Forecasts. [cit. 2019-06-22]. Dostupné z: http://www.oecd.org/daf/inv/mne/statistics.htm

OLŠOVSKÝ, Rudolf. Mezinárodní standard statistiky platební bilance Mezinárodního měnového fondu (BPM6). *ČNB* [online]. 2014 [cit. 2019-11-04]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/olsovsky_20140916_tk_csu.pdf

TOMŠÍK, Vladimír. Noční můra ČNB. Euro.cz [online]. 19. 3. 2003 [cit. 2019-07-28]. Dostupné z: https://www.euro.cz/archiv/nocni-mura-cnb-806704

UNCTAD: World Investment Report. [online]. [cit. 2019-08-05]. Dostupné z: https://unctad.org/en/Pages/DIAE/World%20Investment%20Report/World_Investment_Report.aspx

UNCTAD: World Investment Report 2008. [online]. [cit. 2019-12-06]. Dostupné z: https://unctad.org/en/Docs/wir2008_en.pdf

UNCTAD: World Investment Report 2018. [online]. [cit. 2019-11-04]. Dostupné z: https://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=2130

VERNON, Raymond. International Investment and International Trade in the Product Cycle. The Quarterly Journal of Economics [online]. 1966, 80(2) [cit. 2019-07-13].

DOI: 10.2307/1880689. ISSN 00335533. Dostupné z: https://academic.oup.com/qje/article-lookup/doi/10.2307/1880689

ZAMRAZILOVÁ, Eva. Přímé zahraniční investice v české ekonomice: rizika duality a role trhu práce. Politická ekonomie [online]. 2007, 55(5), 579-602 [cit. 2019-07-1]. DOI: 10.18267/j.polek.614. ISSN 0032-3233. Dostupné z: http://www.vse.cz/polek/614

ZAMRAZILOVÁ, Eva. Přímé zahraniční investice v ČR: makroekonomické souvislosti. Centrum ekonomických studií VŠE [online]. 2006 [cit. 2019-08-12]. ISSN 1801-2728. Dostupné z: https://www.vsem.cz/data/data/ces-soubory/working-paper/gf_WPNo706.pdf

Zahraniční dluh Česka je nejvyšší v historii. Není důvod k panice, říká ekonom. [online]. 21. 12. 2017 [cit. 2019-08-2]. Dostupné z: https://zpravy.aktualne.cz/ekonomika/zahranicni-dluh-ceska-je-nejvyssi-v-historii-muze-za-to-i-zm/r~c96c80f2e64011e7af7dac1f6b220ee8/

Přílohy

Příloha 1: Vývoj sald účtů platební bilance v letech 2008 – 2017 (mld. Kč)

Rok	Běžný účet (mld. Kč)	Kapitálový účet (mld. Kč)	Finanční účet (mld. Kč)
2008	-75,26	26,02	-43,23
2009	-89,20	51,28	-72,35
2010	-141,78	37,60	-122,34
2011	-84,80	12,71	-74,76
2012	-63,31	53,01	11,69
2013	-21,78	82,44	68,31
2014	7,88	32,32	63,59
2015	11,28	101,90	175,26
2016	74,22	53,51	116,86
2017	83,46	40,60	120,53

Zdroj: ČNB (2019c), vlastní zpracování

Příloha 2: Vývoj investiční pozice a zahraniční zadluženosti v letech 2008 – 2017 (mld. Kč)

Rok	Čistá investiční pozice vůči zahraničí (mld. Kč)	Zahraniční zadluženost (mld. Kč)
2008	-1 533,85	1 862,23
2009	-1 725,53	1 956,01
2010	-1 822,77	2 164,45
2011	-1 822,75	2 312,37
2012	-1 864,09	2 434,21
2013	-1 695,15	2 732,95
2014	-1 577,08	2 947,24
2015	-1 512,94	3 118,58
2016	-1 283,10	3 497,68
2017	-1 263,68	4 370,29

Zdroj: ČNB (2019c), vlastní zpracování