

Univerzita Karlova v Praze

Fakulta sociálních věd

Institut ekonomických studií

BAKALÁŘSKÁ PRÁCE

2006

Jakub Seidler

Univerzita Karlova v Praze

Fakulta sociálních věd

Institut ekonomických studií

BAKALÁŘSKÁ PRÁCE

**Dopady přímých zahraničních investic
na měnový kurz**

Vypracoval: Jakub Seidler

Vedoucí: PhDr. Michal Hlaváček, Ph.D.

Akademický rok: 2005/2006

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem bakalářskou práci vypracoval samostatně a použil pouze uvedené prameny a literaturu.

V Praze dne:

.....

Poděkování

Rád bych poděkoval svému vedoucímu práce PhDr. Michalu Hlaváčkovi, Ph.D. a PhDr. Martinu Netukovi za jejich ochotu, čas a odborné rady, které mi poskytli při konzultacích a psaní této práce.

Dopady přímých zahraničních investic na měnový kurz

Abstrakt:

Hlavním cílem práce je přiblížit, jak mohou PZI ovlivňovat měnový kurz hostitelské ekonomiky. V rámci této analýzy se rozebírají dílčí dopady PZI na měnový kurz, které vznikají nejen při vstupu investora do hostitelské země, ale také jeho následným působením v příslušné zemi. Práce ukazuje, že PZI mohou být příčinou zhodnocování, tak i znehodnocování měnového kurzu. Jejich celkový dopad je nutno posuzovat v rámci konkrétní země, popřípadě skupiny zemí. Pro tranzitivní státy pak práce ověřuje platnost hypotézy životního cyklu PZI a poukazuje tak na dopady následkem budoucího reinvestování zisků, které mohou působit na znehodnocení měny v těchto zemích.

Impact of Foreign Direct Investments on Exchange Rate

Abstract:

This thesis tries to analyze impacts of FDI on the host country 's exchange rate. For this reason we discuss partial effects of FDI on the exchange rate, which repeat not only with the entrance of FDI to the host country but also with other subsequent impacts of the investment in the particular state. This thesis also shows, that FDI could be reason for both appreciation and depreciation of the exchange rate, and the overall effect is necessary assess for a specific country or group of countries. For group of transitive countries this paper verifies hypothesis of the financial life cycle of FDI and illustrates possible depreciation of the exchange rate of the host country as the effect of the future repatriation of the profits.

OBSAH:

♦ Úvod	4
1. Kapitálové toky a přímé zahraniční investice	6
1.1. Vývoj a vymezení kapitálových toků	7
1.1.1. Push a Pull faktory kapitálových toků.....	9
1.1.2. Historický vývoj kapitálových toků	10
1.1.3. Vymezení přímých zahraničních investic v kapitálových tocích.....	12
1.2. Hlavní charakteristiky přímých zahraničních investic.....	13
1.2.1. Typy přímých zahraničních investic	14
1.2.2. Dopady PZI v hostitelské ekonomice.....	16
1.2.3. Přímé zahraniční investice v tranzitivních zemích.....	17
2. Působení přímých zahraničních investic v platební bilanci.....	19
2.1. Kategorie platební bilance	19
2.1.1. Běžný účet platební bilance	20
2.1.2. Kapitálový účet platební bilance	25
2.1.3. Finanční účet platební bilance.....	26
2.2. Možná zkreslení PB	26
2.2.1. Problémy reinvestovaných zisků.....	28
2.2.2. Problémy vyplácených dividend	29
2.2.3. Nebezpečí zkreslení	30
3. Měnový kurz a přímé zahraniční investice.....	33
3.1. Základní vztahy měnových kurzů a PZI	34
3.1.1. Vhodná volba kurzového režimu	34
3.1.2. Reálný měnový kurz	35
3.1.3. Dluhově přizpůsobený reálný kurz a PZI.....	37
3.2. Vlivy PZI na měnový kurz v kratším období.....	38
3.2.1. Vliv očekávání přílivu PZI na měnový kurz	38
3.3. Vlivy PZI na měnový kurz v delším období.....	39
3.3.1. Růst mezd a produktivity práce.....	40
3.3.2. PZI jako příčina růstu peněžní zásoby	42
3.3.3. Vliv peněžní zásoby na reálný měnový kurz	44
4. Empirické verifikace hypotéz	47
4.1. Hypotéza obchodní bilance.....	47
4.1.1. Teoretický rámec modelu.....	47
4.1.2. Sestavení testovaných hypotéz.....	48
4.1.3. Výsledek testu	50
4.2. Test životního cyklu PZI.....	52
4.2.1. Teoretický popis cyklu	52
4.2.2. Testované hypotézy.....	54
4.2.3. Výsledek testu	55
♦ Závěr	59
♦ Literatura:	63

Seznam grafů:

Graf č. 1:	Index kapitálové mobility a kontroly v letech 1982 – 1996	8
Graf č. 2:	Index kapitálové mobility v období 1870 - 1996	10
Graf č. 3:	Kapitálové toky do rozvojových zemí podle jednotlivých druhů	13
Graf č. 4:	Globální příliv PZI podle skupin zemí	14
Graf č. 5:	Podíl průměrných přílivů PZI a HDP v období 1993-2004.....	18
Graf č. 6:	Struktura PZI v nákladové části bilance výnosů v ČR.....	24
Graf č. 7:	Vývoj salda bilance výnosů a obchodní bilance v ČR.....	25
Graf č. 8:	Dopad reinvestovaných zisků na saldo běžného účtu v ČR.....	28
Graf č. 9:	Podíl PZI na celkovém zadlužení ČR.....	32
Graf č. 10:	Vývoj reálného měnového kurzu a DARERu (CPI).....	38
Graf č. 11:	Růst reálných mezd a produktivity práce.....	40
Graf č. 12:	Struktura aktiv peněžní zásoby v ČR.....	44
Graf č. 13:	Roční růst M2 a inflace v ČR.....	45
Graf č. 14:	Vývoj životního cyklu PZI.....	52

Seznam tabulek:

Tabulka č. 1:	Příliv PZI do ČR podle odvětví v procentech celkových toků v daném roce.....	22
Tabulka č. 2:	Zkreslení ukazatele BU/HDP reinvestovanými zisky v ČR.....	31
Tabulka č. 3:	Výsledky testu Brouthersovy hypotézy obchodní bilance.....	50
Tabulka č. 4:	Odhady rovnice (1*) panelovou regresí s fixním a náhodným efektem.....	56
Tabulka č. 5:	Odhady rovnice (2*) panelovou regresí s fixním a náhodným efektem.....	57
Tabulka č. 6:	Odhady rovnice (2*) pro data z let 1997-2004.....	58

Seznam přehledů:

Přehled č. 1:	Dělení platební bilance.....	20
Přehled č. 2:	Nákladová část bilance výnosů.....	23
Přehled č. 3:	PZI ve Finančním účtu PB.....	26
Přehled č. 4:	Měnový přehled bankovní soustavy.....	43
Přehled č. 5:	Popis modelu hypotézy obchodní bilance.....	49

Seznam použitých zkratk:

B-S	Balassa – Samuelsonův efekt
BÚ	Běžný účet platební bilance
CB	Centrální banka
CPI	Consumer Price Index – Index spotřebitelských cen
ČDA	Čistá domácí aktiva
ČNB	Česká národní banka
ČZA	Čistá domácí aktiva
DARER	Debt Adjusted Real Exchange Rate – Dluhově přizpůsobený reálný měnový kurz
FDI	Foreign Direkt Investement – Přímá zahraniční investice
FNM	Fond národního majetku
HDP	Hrubý domácí produkt
HND	Hrubý národní produkt
IMF	International Monetary Fund – Mezinárodní měnový fond
M&A	Mergers & Acquisitions – fúze a akvizice
M1	Peníze, oběživo + neterminované vklady
M2	Peněžní zásoba, peníze + quasi peníze
MF	Ministerstvo financí
OB	Obchodní bilance
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development – Organizace pro ekonomickou spolupráci a rozvoj
OLS	Ordinary Least Squares – Metoda nejmenších čtverců
PB	Platební bilance
PZI	Přímé zahraniční investice
RZ	Rozvíjející se země
SVE	Země střední a východní Evropy
TE	Transformující se země
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development – Konference Spojených národů pro obchod a rozvoj
VZ	Vyspělé země

◆ Úvod

Toky kapitálu formou přímých zahraničních investic (PZI) se začaly celosvětově výrazněji prosazovat teprve v 90. letech minulého století a během několika následujících let podstatně nabraly na intenzitě. Přestože většina toků probíhala v rámci stabilních a rozvinutých zemí, nemalá část z nich směřovala i do rozvojových a tranzitivních ekonomik, ve kterých se PZI staly symbolem restrukturalizace, budoucího rozvoje a pomoci při dohánění ekonomické úrovně vyspělých států.

Přímé zahraniční investice jsou zdrojem mnoha pozitiv, které napomáhají rychlejšímu ekonomickému růstu, není však možné zapomínat i na negativní stránky, které jsou s jejich přílivem spojeny. Při hodnocení PZI, stejně tak při tvorbě hospodářských politik vůči nim, je proto potřeba vycházet z komplexnosti jejich dopadů a přínosů v dlouhém období. K tomu je však nutné analyzovat různé efekty, které PZI do hostitelské země přinášejí.

Podobný záměr si klade i tato práce, jejíž hlavní cíl je věnován možným dopadům PZI na měnový kurz hostitelské země. Vzhledem ke skutečnosti, že měnový kurz významně ovlivňuje vývoj každé otevřené ekonomiky, je analýza efektů PZI na tuto veličinu významná nejen z hlediska hodnocení celkových vlivů PZI v hostitelské zemi, ale také z důvodu předpovědi možných důsledků, kterým bude muset ekonomika následkem přílivu PZI čelit.

Práce se snaží popsat různé možnosti, kterými PZI mohou měnový kurz ovlivnit, a v některých případech poukázat na možný budoucí vývoj. Kromě teoretického popisu ilustrovaného na některých vybraných státech bude použito několik hypotéz, které budou následně testovány pomocí deskriptivních a ekonometrických metod pro panelová data.

Práce je rozdělena do čtyř hlavních kapitol. První z nich je věnována obecněji kapitálovým tokům. Snaží se popsat příčiny rozvoje mezinárodního pohybu kapitálu, definovat jejich determinanty a hlavně vymezit mezi nimi roli PZI a jejich základní typy a charakteristiky. Tato kapitola se také zabývá historickým vývojem kapitálových toků se snahou ukázat, jak se postupem času měnila nejen jejich velikost, ale i struktura.

Druhá kapitola se věnuje vlivům PZI na platební bilanci (PB). Je zde ukázáno, jak se PZI projevují v jednotlivých účtech PB nejen na základě její metodologie, ale také na základě motivů, se kterými investoři do hostitelské země vstupují.

Některé dopady PZI v PB budou ilustrovány na datech ČR, která díky vysokým přílivům přímých investic v posledním desetiletí poskytuje ukázkové příklady efektů PZI nejen na její platební bilanci.

Další část práce popisuje vlivy PZI na měnový kurz domácí ekonomiky v krátkém a dlouhodobějším horizontu. V úvodu je diskutována vhodná volba systému měnového kurzu v malé otevřené ekonomice v době vysoké mobility kapitálu. Následně je už hlavní pozornost věnována přímým i nepřímým dopadům PZI na reálný i nominální měnový kurz. Práce také ukazuje, jakými metodami může centrální měnová autorita bojovat s některými měnovými efekty, které souvisí s přílivem PZI, popřípadě pouze s očekáváním jejich přílivu. Tento problém se týká především tranzitivních ekonomik, které mohou být díky objemným privatizacím příjemci relativně velkého (vzhledem k HDP) množství přímých investic.

Poslední kapitola se pokouší empiricky ověřit některé efekty, které PZI svým přílivem do hostitelské země přináší. Testovány jsou celkem dvě hypotézy. První z nich se pokouší popsat vliv PZI na obchodní bilanci v závislosti na typu země a množství jejich přílivu. Tato hypotéza je ověřována na 25 státech Evropské unie. Druhé empirické testování se týká hypotézy životního cyklu investice, pomocí které lze odvozovat další závěry ohledně budoucích vlivů PZI na platební bilanci a vnější rovnováhu hostitelské ekonomiky. K testování je využito dat deseti tranzitivních ekonomik (TE)¹. Oba testy doplňují teorii a měly by tak přinést další závěry a odpovědi, související s cílem této práce – jak ovlivňují PZI měnový kurz hostitelské země.

¹ Seznam testovaných zemí je uveden v příslušné kapitole.

1. Kapitálové toky a přímé zahraniční investice

Rozsáhlé toky kapitálu do rozvíjejících se ekonomik Asie, Latinské Ameriky a následně i tranzitivních států bývalé socialistické Evropy, vzbudily řadu otázek, jejichž osvětlení může být významné pro budoucí vývoj vnější rovnováhy těchto zemí. Zejména ty z nich, které byly nejvíce vystaveny přílivu kapitálu, si začaly uvědomovat nejednoznačnost jeho účinků na domácí ekonomiku. Vnější finance sice napomáhaly hospodářskému rozvoji, měly ovšem i své negativní dopady. K nim patřilo především „...zahřívání ekonomiky, reálné zhodnocování domácí měny a zhoršování kvality bankovních portfoli.“ (Frait, J., Komárek, L. 1999c, str.3).

Pokud se v daných zemích nepřizpůsobila vhodným způsobem i hospodářská politika, docházelo postupně ke ztrátě konkurenceschopnosti, zhoršování běžného účtu platební bilance a destabilizaci bankovního sektoru. Tyto faktory pak většínou přispěly ke vzniku finančních krizí, které měly zejména v některých asijských ekonomikách¹ skutečně dramatické dopady. Právě skutečnost, že krizím předcházel nejprve prudký příliv a následně prudký odliv zahraničního kapitálu², vedla následně k úvahám o škodlivosti volného pohybu kapitálu a k jeho možnému omezení. Kritiky vychází z různých přístupů³ a mezi jejich hlavní obhájce patří např. Paul Krugman nebo Joseph Stiglitz.⁴

Volný pohyb kapitálu má však i mnoho pozitivních účinků. Umožňuje směřovat úspory do nejproduktivnějších investic bez ohledu na to, ve kterém státu se nachází. Zvýšená konkurence vede k tvorbě efektivnějšího finančního systému, což znamená lepší podmínky pro ty, kdo spoří, i pro ty, jež si naspořené prostředky vypůjčují. Aby se pozitiva volného pohybu kapitálu projevila ekonomickým růstem, je však třeba, aby hostitelská země zvolila správný postup při liberalizaci kapitálových toků, a tím zabránila vzniku problémů, s nimiž se potýkaly již zmíněné země jihovýchodní Asie.

¹ Mezi země krizí postižené nejvíce patřilo Thajsko, Korea, Malajsie a Indonésie. Krize však v konečném důsledku ovlivnila značný počet dalších rozvojových zemí i vyspělých ekonomik.

² Nadměrný příliv kapitálu může být vystřídán jeho prudkým odlivem, protože zahraniční zdroje mohou být do země přilákány krátkodobými výnosy, které nemají souvislost s dlouhodobou reálnou výnosností ekonomiky.

³ Obecně se dělí na přístupy makroekonomické (Krugman) a mikroekonomické (Eichengreen, Stiglitz). Kromě těchto dvou přístupů se lze setkat ještě s tzv. „ideologickým“ směrem. Jeho hlavní představitel, bývalý malajsijský předseda vlády Mahathir, obviňoval z asijské krize zahraniční ekonomiky, které chtějí pomocí krize levněji koupit domácí podniky, a proto ji samy zorganizovaly.

⁴ Podrobněji o směrech kritiky volného pohybu kapitálu pojednává Jonáš (1999, str. 229 – 232).

1.1. Vývoj a vymezení kapitálových toků

Svět mezinárodních financí prošel zásadní proměnou rozpadem bretton-woodského měnového systému v roce 1971. Zatímco období 30. – 70. let minulého století bylo charakteristické existencí uzavřených národních finančních systémů, v 80. a 90. letech se národní finanční trhy začaly postupně integrovat. Často se v této souvislosti hovoří o globalizaci, která obecně představuje rostoucí integraci světového obchodu se zbožím, službami a kapitálem.

Proces globalizace byl vyvolán mnoha faktory. Některé z nich přicházely do značné míry nezávisle na sobě a navzájem své účinky násobily. Šlo především o inovaci a rozvoj technologií, který zapříčinil pokles nákladů na sběr informací a umožnil zdokonalování platebních systémů. Taktéž potřeba financovat deficity státních rozpočtů a běžných účtů platební bilance je jedním z důležitých příčin integračního procesu. *„Další faktor, který doprovázel globalizaci, byla sekuritizace“* (Frait, J., Komárek, L. 1999c, str.6).

Sekuritizací trhů bylo firmám umožněno půjčovat si přímo na trzích místo bank, což vedlo ke zvýšení nabídky finančních aktiv, které lze obchodovat na mezinárodních trzích. Velké firmy se přestávaly spoléhat na financování prostřednictvím bank a raději získávaly finance prodejem cenných papírů. Rozvoj finančních derivátů pak firmám umožnil lépe diverzifikovat rizika spojená se sekuritizací svých dluhů. Všechny zmíněné faktory přispěly k integraci, a tím k přechodu od uzavřených národních trhů k trhům globálním.

Názory na přesnější vysvětlení samotného procesu finanční globalizace nejsou dodnes zcela sjednoceny, často bývá přebíráno vysvětlení podávající Crook (1992), který zdůvodňuje rozpad tradičních finančních systémů pomocí vztahu mezi mezinárodními financemi, obchodem a inovacemi (plus deregulací¹). Rozšiřováním obchodů se zvýší i jeho potřeba financování. Jednodušší přístup k mezinárodním financím vede však k dalšímu rozšiřování obchodů. Obchod a finance jsou tak navzájem úzce propojeny.

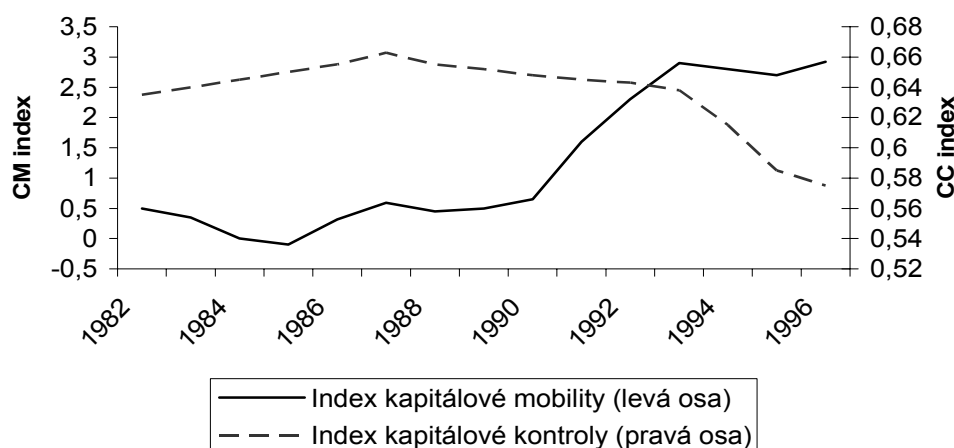
Vztah mezi financemi a inovacemi se odvíjí od skutečnosti, že finanční firmy motivované ziskovými příležitostmi produkují inovace, které rozšiřují mezinárodní finance. Následkem toho však roste konkurence a firmy jsou nuceny k dalším inovacím. Ty v konečném důsledku diverzifikují riziko a umožňují ekonomickým

¹ Objevují se i názory, že deregulace byla hlavní příčinou vzniku integrovaného finančního trhu. Takové tvrzení asi není zcela správné, protože deregulace je spíše výsledkem, nežli příčinou změn.

subjektům vstup na trhy, které byly dříve nepřístupné. Regulační instituce se snaží inovacím zpočátku bránit. Firmy v zemích se silnou regulací se však cítí díky ní v konkurenční nevýhodě, a proto začnou za deregulaci lobovat. Růst mezinárodních financí tak dále podporuje deregulaci a ta zpětně růst mezinárodních financí.

Graf 1

Index kapitálové mobility a kontroly v letech 1982 - 1996



Zdroj: IMF (1997) str. 242, vlastní úpravy

Graf č.1 ukazuje vývoj indexu kapitálové mobility¹ a indexu kapitálové kontroly² během 80. let a na počátku let 90. min. století. V polovině 80. let začíná index kapitálové kontroly klesat a zároveň dochází ke zrychlení kapitálových toků, které reprezentuje index kapitálové mobility. Graf č.1 tedy potvrzuje tvrzení, že teprve až zvýšení kapitálových toků odstartovalo proces deregulace, který pak zpětně umožnil několikanásobný nárůst kapitálové mobility.

Kromě již zmíněného rozvoje technologií umožňující nepřetržité obchodování a zavedení nových finančních produktů, měla na integraci podstatný vliv podle Crooka také politika USA³ a Velké Británie v 80. letech min. století, která se obecně nesla v duchu deregulace a internacionalizace a to nejen v oblasti finan-

¹ Index kapitálové mobility je definován jako procentuální průměr poměru kapitálových toků k HDP pro hlavní kapitálově exportní a importní země (viz IMF 1997, str. 235).

² Index kapitálové kontroly je založen na informacích sledující míru kontroly kapitálových toků do rozvíjejících se zemí (viz IMF 1997, str. 242).

³ Kombinace přísné monetární a fiskální politiky v USA v letech 1980-84 zapříčinila podle Crooka posílení mezinárodních financí několika způsoby:

a) Americký běžný účet šel do výrazného deficitu a byl financován především prostřednictvím mezinárodních finančních trhů.

b) Růst a pokles hodnoty amerického dolaru v 80. letech vedl ke zvýšení kurzovního rizika v mezinárodním obchodě a finanční trhy proto reagovaly zvýšením nabídky různých derivátů, kterými šlo riziko zajišťovat.

c) Růst úrokových sazeb pak vytvořil další podnět k obcházení domácích regulací, což vedlo k tlaku na jejich snížení.

cí. Expanze mezinárodních financí však byla hnána trhem a nastala by pravděpodobně i bez politické podpory.

Na začátku 90. let se tak finanční trh založený na kontrole a ochraně prakticky rozpadl a vznikl nový liberalizovaný trh s volným pohybem kapitálu.

1.1.1. Push a Pull faktory kapitálových toků

V literatuře se obvykle hovoří o dvou skupinách determinantů, které ovlivňují toky kapitálu. Jde o tzv. vnější (push) a vnitřní (pull) faktory¹. Vnější faktory jsou mimo kontrolu zemí, do kterých kapitál směřuje. Obecně je lze tak charakterizovat jako cyklické změny ve vyspělých ekonomikách, které motivují investory k větší mezinárodní diverzifikaci a k hledání vyšších výnosů na rozvíjejících se trzích. Jde tedy např. o mezinárodní úrokovou míru² nebo růst HDP v kapitálově exportních zemích. Jak ukazuje Samson (2002), množství kapitálových toků do rozvíjejících se zemí je negativně korelováno s mezinárodní úrokovou mírou.

Vnitřní faktory naopak souvisí s makroekonomickými a strukturálními podmínkami kapitálově importních zemích, jako je inflace, produktivita kapitálu, volatilita měnového kurzu, situace na běžném účtu platební bilance nebo rating země. Důležitou strukturální změnou je např. liberalizace domácích kapitálových trhů a kapitálových transakcí, omezení státní regulace a zrušení kapitálových kontrol. Podle Sammona (2002) růst domácí produktivity kapitálu vede zpočátku k přílivu portfoliových investic, později však vede k přílivu PZI. Také stabilita měnového kurzu má na příliv kapitálu pozitivní dopad. Naopak vyšší míra inflace v domácí ekonomice investory spíše odrazuje.

Na otázku, zda jsou pro příliv kapitálu do rozvíjejících se zemí důležitější pull nebo push faktory, není zcela jednoznačná odpověď. Některé práce vyzdvihují vliv vnějších faktorů³, jiné zase naopak.⁴

Jedním z rysů kapitálových toků do reformních ekonomik je nejistota a nedostatek informací investorů. Jejich rozhodování má někdy rysy davového

¹ Je možné se taktéž setkat v české literatuře s překlady „nabídkové“ (push) a „poptávkové“ (pull) faktory.

² Jde např. o úrokovou míru v USA, které má podle Sammona (2002) velice významný vliv na tok kapitálu do rozvíjejících se zemí.

³ Viz Fernandes; Arias (1996).

⁴ Jako např. práce Hernandez (2001) nebo Sammon (2002), který ukazuje, že obzvláště v 80. letech byly pro příliv kapitálu významnější pull faktory.

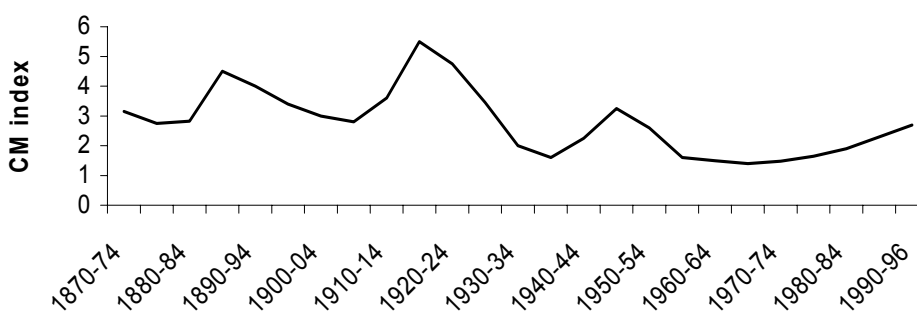
chování. Pokud vznikne investiční nálada, tak kapitál plyne téměř do celé skupiny „emerging markets“ bez ohledu na situaci v konkrétní zemi. Stejně tak, když dojde k odlivu kapitálu. Tato skutečnost naznačuje, že ani znalosti a analytické schopnosti nejsou někdy k předpovědím budoucích kapitálových toků dostačující.

1.1.2. Historický vývoj kapitálových toků

Podíváme-li se zpět do historie vývoje mezinárodních financí, může nás zaskočit skutečnost, že v období klasického zlatého standardu (přibližně v letech 1870 – 1914) byl rozsah kapitálových toků měřený k relaci HDP ještě větší než v současnosti. I v meziválečném období byla mezinárodní mobilita kapitálu velmi vysoká, až do příchodu Velké deprese. Proto můžeme za anomálii považovat spíše období 30. až 70. let minulého století než současný stav (viz Frait, J., Komárek, L. 1999c, str.6). Stejně tak podle IMF (1997) se dá říct, že v 80. a 90. letech se v podstatě obnovil vztah mezi zeměmi vyvážející kapitál a zeměmi dovážející kapitál, který existoval v období zlatého standardu.

Graf 2

Index kapitálové mobility v období 1870 - 1996



Zdroj: IMF (1997), str. 235, vlastní úpravy

Tuto skutečnost potvrzuje graf č.2 , který zobrazuje index kapitálové mobility od roku 1870 do roku 1996. Průměrná hodnota tohoto indexu v letech 1870-1914 je 3,3 %, zatímco průměrná hodnota v 90. letech se teprve k této hranici blíží. Pokud tedy srovnáváme toky kapitálu poměrem k HDP, zjistíme, že současná integrace finančních trhů není v některých ohledech ničím novým.

Období zlatého standardu bylo také charakteristické vysokou proměnlivostí v kapitálových tocích. Jejich prudké navýšení bylo zpravidla následováno rychlým poklesem. Hlavní příčiny kapitálových pohybů byly opět vnější a vnitřní faktory, o kterých jsme hovořili v předchozí části kapitoly. Důležitou roli však v této době také sehrály investiční banky, které poskytovaly informace ohledně

ziskovosti investic v zahraničí a v nových oblastech, a tím světový pohyb kapitálu pozitivně stimulovaly.

Kapitálové toky ve zlaté éře byly výrazně proticyklické (countercyclical). Pokles poptávky po investicích v kapitálově exportní zemi vyvolal snížení úrokové míry. To zapříčinilo tok kapitálu ze země, protože investoři začali vyhledávat investiční příležitosti za hranicemi. Opačně tomu bylo pak ve 20. letech, kdy toky kapitálu vykazovaly spíše procyklický (procyclical) charakter, a tím podkopávaly stabilitu systému, který tak byl více náchylný ke krizím (viz IMF 1997, str.236, 238).

Období vysoké mobility kapitálu zlatého standardu bylo ukončeno 1. světovou válkou. Stejně tak poválečné období se vyznačuje některými shodnými rysy „zlaté éry“. Jednak byly toky kapitálu značně nestálé a měly tendenci kolísat, také však byly ukončeny pod tíhou politicko – ekonomických událostí, v tomto případě Velkou depresí. Ta znamenala společně s 2. světovou válkou narušení předchozích vztahů a díky následnému vzniku rozsáhlých kapitálových kontrol v mnoha zemích v průběhu 50. a 60 let byly mezinárodní kapitálové toky utlumeny na minimum. Oživení, které nastalo v 70. letech, však netrvalo dlouho. Následná mezinárodní dlužnická krize v roce 1982, která vznikla jako důsledek neopatrné makroekonomické politiky rozvíjejících se států latinské Ameriky, pak společně s ropnou krizí, jenž potlačila investiční aktivity ve vyspělých zemích, znamenala opětovné podstatné snížení mezinárodních kapitálových toků.

Tyto fakta ukazují, že svět se v průběhu 80. a 90. let minulého století pouze začal vracet ke své dřívější mezinárodní tradici. Není však možné přehlédnout skutečnost, že kvalita mnoha procesů je v současnosti zcela jiná než na konci 19. a počátkem 20. století. K prudkému přílivu kapitálu do rozvojových zemí na přelomu 80. a 90. let došlo až po té, co se začaly postupně rušit bariéry kapitálových toků a došlo v těchto zemích k výraznému zlepšení makroekonomických podmínek. Převážná část toků směřovala do dynamicky se rozvíjejících ekonomik Asie, poté začal kapitál směřovat i do bývalých socialistických států. Především některé z nich se staly pro zahraniční investory velmi atraktivní. Jak ukazuje graf č. 5, na základě dlouhodobějšího porovnání byly relativní (poměrem k HDP) průměrné toky PZI do mnoha z těchto zemí téměř vyrovnané.

1.1.3. Vymezení přímých zahraničních investic v kapitálových tocích

Kapitálové toky se dělí na přímé zahraniční investice, portfoliové investice a poskytování půjček a úvěrů. Každý z těchto druhů kapitálových toků se liší ve způsobu, jakým se kapitál do hostitelské země dostává. **Portfoliové investice** se týkají nákupu akcií, obligací nebo jiných finančních aktiv. Bývají označovány jako pasivní investování, protože investor nezískává podíl na řízení společnosti. Jde tedy na rozdíl od PZI pouze o majetkovou účast ve firmě. **Poskytování půjček a úvěrů** znamená dluhové krytí domácích investic. Obecně se považuje tento druh investování za poněkud nákladný díky vysokému úroku z úvěru.

Pod pojmem **přímá zahraniční investice** se většinou chápe „*trvalejší zájem zahraničního investora podílet se svou majetkovou účastí na správě a řízení podniku v hostitelské zemi*“ (Novotný 2004, str. 741). Podle Manuálu platební bilance Mezinárodního měnového fondu se přímou zahraniční investicí rozumí minimálně 10% podíl na základním jmění nebo řízení podniku v hostitelské zemi. Přímá zahraniční investice zahrnuje jak přímo, tak i nepřímo vlastněné afilace, které se podle procenta podílu investora na základním kapitálu nebo hlasovacích právech dělí na:

- dceřiné společnosti - více než 50% podíl
- přidružené společnosti - 10 až 50% podíl
- pobočky - 100% vlastněná zastoupení

Do PZI také patří finanční úvěr spojený s dohodou o podílu na rozdělení zisku nebo s výkonem účinného vlivu na řízení podniku a také použití zisku ze stávající PZI zpět do této investice. PZI se tedy skládá ze základního kapitálu, re-investovaného zisku a ostatního kapitálu, který zahrnuje přijaté a poskytnuté úvěry mezi přímými investory a jejich dceřinými společnostmi, pobočkami a přidruženými společnostmi¹.

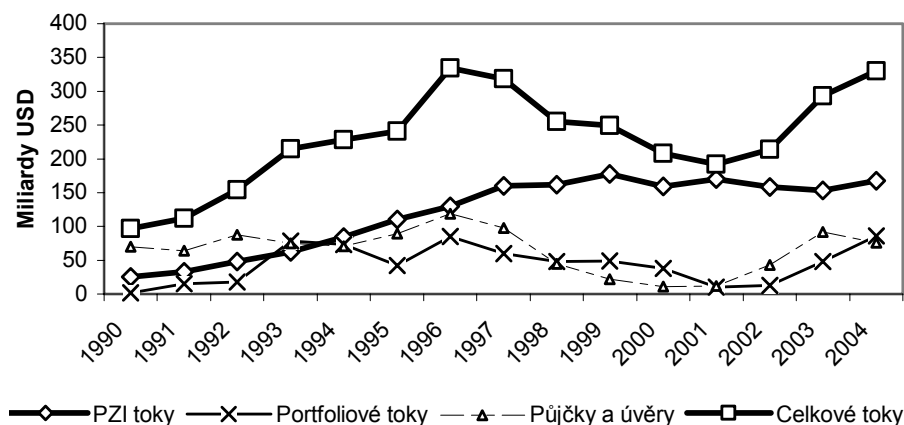
Důležitá je skutečnost, že zatímco v období 1870-1914 byly nejdůležitější součástí kapitálových toků portfoliové investice a samotné PZI měly pouze 10% podíl, v současnosti je trend opačný. PZI zabírají v celkových tocích kapitálu stále větší místo a dokonce portfoliové investice předčily (viz IMF 1997, str. 235). Tento fakt je nejvýznamnější zejména v rozvojových zemích, kde podíl PZI na celko-

¹ Vychází z definice PZI stanovené OECD v souladu s Eurostatem a IMF. Stejnou metodiku používá i ČNB, viz Devizový zákon, ČNB, 1995, § 1, bod j)

vých kapitálových tocích dosáhl více než 50 % (viz UNCTAD 2005b, str. 39). Graf č. 3 ukazuje vývoj kapitálových toků do rozvojových zemí, nelze přehlédnout, že PZI mají skutečně největší váhu, ostatní druhy kapitálových toků jsou zejména od roku 1998 zastoupeny v menší míře.

Graf 3

Kapitálové toky do rozvojových zemí podle jednotlivých druhů



Zdroj: UNCTAD (2005b), str. 39, vlastní úpravy

1.2. Hlavní charakteristiky přímých zahraničních investic

Přímé zahraniční investice jako jedna z forem investování kapitálu v zahraničí se začaly ve světovém měřítku výrazněji prosazovat teprve v 90. letech minulého století. „*Drtivá většina těchto toků směřovala a stále směřuje především do vyspělých zemí (viz graf 4) a přispívá tak k dalšímu prohlubování jejich vzájemných obchodních a finančních vazeb*“ (Novotný 2004, str. 741). Investoři preferují zejména stabilní rozvinuté ekonomiky s dostatečnou infrastrukturou. Svou roli hraje taktéž politická a hospodářská stabilita zemí s dostatečně průhledným právním rámcem.¹ Ovšem díky liberalizaci trhů, snaze investorů využít výhod levné pracovní síly, a díky stále se zlepšujícímu investorskému klimatu, se i rozvojovým zemím podařilo přilákat vysoký příliv PZI. Tranzitivní státy k tomu měly ještě významné lákadlo v podobě privatizací.

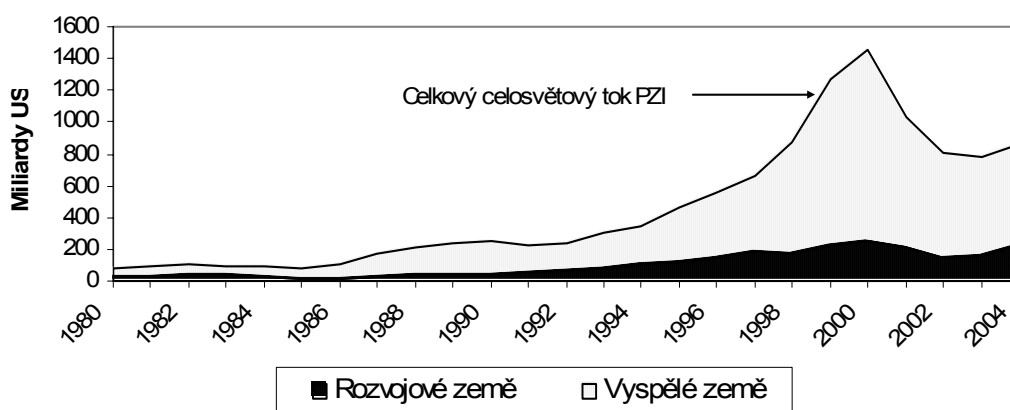
Za posledních patnáct let se celosvětový stav PZI několikanásobně zvýšil, na přelomu desetiletí byl však jejich strmý růst vystřídán prudkým poklesem. Graf 4

¹ Vannini (1996) je přesvědčen, že hlavní důvod pro rozhodování investora je průhlednost a dostatečnost právního rámce. Pokud je totiž legislativa nejednoznačná např. v případech vlastnických práv, je jeho ochota investovat značně snížena (viz Vannini 1996, str. 399).

ukazuje, že v roce 2001 se toky PZI propadly o 40 % a v roce 2002 došlo k jejich dalšímu propadu přibližně o 20 %. Toky PZI se tak v roce 2002 vrátily na úroveň 651 mld. USD, což je méně než polovina hodnoty zaznamenané pro rok 2000. Tento globální pokles byl především způsoben zpomalením ekonomického růstu v mateřských zemích největších nadnárodních společností, což se projevilo jejich nižší ziskovostí a utlumením investičních aktivit. Investiční plány firem byly ovlivněny taktéž rostoucí nejistotou z pokračující války proti terorismu. Z grafu 4 je také

Graf 4

Globální příliv PZI podle skupin zemí



Zdroj: UNCTAD (2005b) str.35, vlastní úpravy

patrné, že tyto faktory ovlivnily zejména příliv PZI do vyspělých zemí. Propad investic byl tažen v první řadě vývojem v USA¹ a zemích EU. Naproti tomu v rozvojových zemích a tranzitivních ekonomikách pokles PZI nebyl až tak znatelný a v některých zemích se dokonce zvýšil (viz Newton 2003c, str. 2). To bylo způsobeno toky rozdílných typů PZI do příslušných zemí.

1.2.1. Typy přímých zahraničních investic

Přímé zahraniční investice mohou vstupovat do hostitelských zemí několika způsoby. Mezi základní formy patří investice na **zelené louce** (greenfield), které jsou realizovány výstavbou nového podniku v hostitelské krajině. Tento typ investice má tu výhodu, že umožní investorovi realizovat projekt přesně podle svých představ. Nevýhody pak souvisí s časovou náročností výstavby a zaškolení pracovníků.

¹ Jen samotné USA přispěly k poklesu globálních PZI o 40 %, jelikož příliv PZI se zde propadl z 314 mld. USD v roce 2000 na pouhých 30 mld. USD v roce 2002 (viz Newton 2003c, str. 2).

Investice, při kterých dochází k převzetí již existujícího podniku, popřípadě ke splynutí více podniků v jeden subjekt, se nazývají **fúze a akvizice** (Mergers & Acquisitions; M&A). Investor tak přebírá podnik, který disponuje určitou výhodou, jako je zavedená značka či know-how. Podle Newton (2003c, str.3) jsou M&A hlavním způsobem vstupu investorů zejména do vyspělých zemí, zatímco v rozvojových zemích a tranzitivních zemích je jejich podíl na PZI výrazně nižší (až na privatizační PZI).

V současnosti se také vžil pojem investice na **hnědé louce** (brownfields)¹, který spadá formálně pod M&A. Existující podnik, do kterého investor vstupuje, je však třeba značně restrukturalizovat. Tento typ investice je nákladnější a časově náročnější než „čisté“ M&A. Do této kategorie spadá podle Srhoce (2004) většina privatizačních PZI.

Kromě tohoto základního rozdělení podle způsobu vstupu se můžeme setkat i s několika dalšími typy dělení. Jde například o dělení podle míry kontroly zahraničního subjektu v domácím podniku, podle specializace mateřské firmy, popřípadě můžeme nahlížet na PZI podle motivu vstupu zahraničního investora do hostitelské země.

Podle Roota (1994) mají firmy k investování v zahraničí převážně dva hlavní motivy. První je z důvodu hledání nového trhu, kde by firma mohla začít působit. Tento typ investice Root označuje jako tzv. „market-seeking“. Druhým, neméně podstatným důvodem, je motiv hledání výrobních faktorů („factor-seeking“ investments), který se pak může ještě dělit na další dva typy - motiv hledání materiálu (tyto druhy investic vyhledávají přírodní zdroje, které chybí v zemi, ze které investor pochází) a investice, které jsou motivovány rozdílností v nákladech (low-cost production-seeking).

Každý typ PZI má svá určitá specifika, podle nichž můžeme předvídat, jak se bude investice vyvíjet, jaké budou její hlavní cíle, nebo jaké budou její dopady v hostitelské zemi. Můžeme tak odhadnout, jaký budou mít PZI v dlouhodobém horizontu vliv na obchodní bilanci. Zda budou podporovat export hostitelské země, a nebo právě naopak. Tyto skutečnosti hrají důležitou roli v analýze vlivů PZI na měnový kurz, a proto se této problematice budeme ještě věnovat v empirické

¹ Pojem „brownfield“ se taktéž používá pro opuštěné průmyslové zóny, které již nejsou vhodné pro moderní výrobu.

analýze v závěru této práce, kde se pokusíme na základě motivu vstupu PZI určit jejich vliv na PB.

1.2.2. Dopady PZI v hostitelské ekonomice

Přestože jsou PZI složitým jevem jak na straně příčin, tak na straně dopadů na ekonomiku hostitelské země, jsou stále považovány za významný faktor ekonomického rozvoje, protože v sobě zahrnují celou řadu pozitiv, které lze jen obtížně substituovat. „*Stále častěji se ve světě při analýze PZI dochází k závěru, že nemají v globalizovaném světě ve svých funkcích náhradu*“ (Benáček 2000, str. 12).

Mezi nejvíce ceněná pozitiva se řadí např. přínos volných finančních zdrojů, které tak doplňují nedostatečné úspory v hostitelské zemi, přínos moderních technologií a manažerských dovedností, zlepšení stavu institucionálního systému nebo zajištění přístupu na mezinárodní trhy. Dochází však i k dalším vedlejším efektům¹, jako je vytvoření vazeb domácích společností na zahraniční, kdy „*zařazení domácích firem mezi dodavatele nadnárodních společností zvyšuje jejich konkurenceschopnost*“ (Newton 2001b, str. 1).

Je třeba si taktéž ale všimnout negativ, které mohou být s PZI spojená. Vytěsnění domácích úspor, vznik duální ekonomiky², inflační tlaky způsobené růstem peněžní zásoby při přílivu PZI, zvyšování mezd v domácích podnicích bez odpovídajícího růstu produktivity práce. V krátkém období způsobuje příliv PZI tlak na posílení kurzu domácí měny a vytváří tak problémy exportně orientovaným podnikům, a tím způsobuje růst deficitu obchodní bilance. Taktéž problém reinvestování zisků, může zase v dlouhodobém horizontu zapříčinit problémy s vnější rovnováhou země (mnohé z těchto zmíněných efektů budou podrobněji diskutovány v následujících částech práce).

Tyto negativa jsou však podle Benáčka (2000, str. 21) běžnými problémy spojené s realokacemi faktorů, se kterými se potýká každá otevřená ekonomika. V mnoha ohledech jde o tzv. kreativní destrukci, kdy úpadek jedné části celku je

¹ Odborná ekonomická literatura rozlišuje mezi přímými a nepřímými (vedlejšími) efekty, které jsou s přílivem PZI do země spojené (viz Newton 2001b).

² Vznik duální ekonomiky nastává, když na jedné straně se v domácí ekonomice nachází prosperující společnosti se zahraniční účastí a na straně druhé skomírající domácí firmy, které jsou na samé hranici bankrotu.

více než kompenzován rozvojem v jiné části ekonomiky. Schopnost překonávat tyto strukturální obtíže je ale v podstatě způsob k dosažení vyšší prosperity země.

1.2.3. Přímé zahraniční investice v tranzitivních zemích

V transformujících se zemích hrají PZI významnou roli jako zdroj financí, potřebný k přechodu na tržní ekonomiku. Převedení státních podniků do soukromých rukou si vyžaduje značné množství kapitálu, ten může do značné míry dodat právě zahraniční investor. Navíc privatizace přímým prodejem do rukou zahraničního investora je spojena s dopadem na platební bilanci i na veřejné finance, protože privatizační PZI nejenže nedluhově¹ financují deficit běžného účtu, ale znamenají i příjmy veřejných financí.²

V prostředí vysokého přílivu PZI tedy země může udržovat relativně výrazný deficit běžného účtu i vysoké výdaje státního rozpočtu bez vyhrocení vnější rovnováhy. Problémy však mohou snadno nastat v okamžiku, kdy s dokončením privatizace dojde k rychlému snížení přílivu PZI a deficit běžného účtu už nebude moci být touto formou financován. Především v zemích, které na příliv PZI spoléhaly, může tento pokles vyvolat problémy s vnější rovnováhou. Je proto důležité si uvědomit, že jakkoliv vysoký příliv PZI může náhle ustát. Privatizační PZI by měla být o to více spíše brána jako jednorázová injekce do veřejného rozpočtu, která by měla být využita k reformě veřejných financí dříve, než k tomu bude vláda donucena v důsledku vyhrocení rovnováhy po odeznění hlavní vlny privatizačních PZI (viz NEWTON 2003c. str. 12).

Evropské tranzitivní ekonomiky zaznamenávají od druhé poloviny devadesátých let minulého století vlnu vysokého přílivu PZI. Tento fakt dokonce v rozvojových zemích Asie, Afriky a Latinské Ameriky podnítil domněnky, že některé z minulých a také budoucích PZI, které směřují do těchto zemí, byly původně určeny jim (viz Agarwal, 1996, str. 756). Spojujícím motivem přílivu většiny PZI je snaha využít levné pracovní síly, zabezpečit si v těchto zemích podíl na trhu a v mnoha případech využít dalších výhod, které jsou spojené s investičními pobídkami (např. daňové prázdny). Investoři pochopili, že dochází k rozdělování

¹ Přestože jsou obecně PZI brány jako nedluhový zdroj financování, objevují se i názory na nepravdivost těchto tvrzení (viz Srholec 2004b).

² Tento jev bývá označován jako pozitivní „twin“ efekt, který může nabrat i zcela opačný ráz, pokud je spojen s lákáním investic v systému investičních pobídek, který představuje výdaje veřejných financí v podobě přímých dotací a ztráty daňových příjmů vlivem daňových úlev .

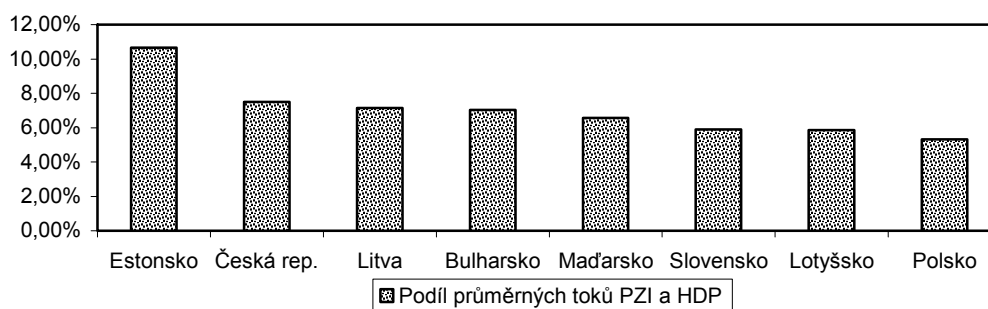
sfér obchodních zájmů a pozdější pronikání na tyto trhy by bylo mnohem nákladnější. Neméně důležitou roli hrála existence předpokladů politické stability a kvalifikované pracovní síly.

Vysoký příliv PZI do tranzitivních zemí nebyl v zásadě ani utlumen celosvětovým propadem investiční aktivity v roce 2001 (viz graf č.4). Tuto skutečnost lze vysvětlit tím, že tento propad v tocích PZI byl způsoben poklesem investic typu M&A, které spíše směřují do vyspělých států (viz Newton 2003c, str.3).¹ Také k významnému toku PZI do tranzitivních zemí dochází vlivem privatizačních akcí, což je samozřejmě pouze dočasný zdroj motivací přílivu PZI a nelze s ním po ukončení privatizace nadále v budoucnu počítat. Také plánované rozšíření EU o další země SVE působilo v daném období jako další motiv pro investory do těchto zemí vstoupit. Díky všem zmíněným skutečnostem se tak pokles přílivu PZI neprojevil v tak velké míře jako ve vyspělých zemích. Je však třeba dodat, že ne všechny tranzitivní státy se tomuto poklesu přílivu PZI ubránily.²

Navzdory všem úskalím, které mohou PZI pro domácí ekonomiku znamenat, hrají důležitou roli pro úspěch transformace a jsou nutnou potřebou zemí SVE pro přiblížení se ekonomickému standardu zemí vyspělých (viz Vannini 1996, str.400)

Graf 5

Podíl průměrných přílivů PZI a HDP za období 1993-2004



Zdroj: Eurostat (2005), vlastní výpočty

¹ Jistý problém ovšem představuje samotném měření M&A, protože metodologie platební bilance ani národních účtů formu vstupu PZI nerozlišují a nejsou proto dostupné z oficiálních statistik. Jediným zdrojem údajů o M&A jsou databáze tvořené soukromými firmami, jejichž metodologie není s tou oficiální plně srovnatelná. Dochází pak k situacím, kdy řada akvizic a fúzí je ve statistikách nezachycena a jiné se tam objeví, ačkoliv podle oficiální metodologie nemusí vůbec patřit pod PZI.

² Jde např. o propad přílivu PZI v Polsku, Bulharsku, Estonsku a Maďarsku, ke kterému došlo v letech 2001 a 2002. V Maďarsku však příliv PZI kulminoval již v roce 1995.

2. Působení přímých zahraničních investic v platební bilanci

Platební bilanci prochází veškeré vztahy, které nabývají podobu finančních, peněžních nebo zbožových toků mezi domácí ekonomikou a vnějším světem. Platební bilance tak odráží relace mezi domácí ekonomikou a zahraničím, které jsou v době liberalizovaných ekonomik natolik významné, že ovlivňují další klíčové makroekonomické veličiny jako je hrubý domácí produkt, zaměstnanost, úroveň cen zboží a služeb, úroková míra a v neposlední řadě také devizový kurz, na který bude v této práci zaměřena největší pozornost.

Většina operací zaznamenaných v platební bilanci¹ se v konečném efektu projeví v poptávce či nabídce deviz na devizovém trhu. Vývoj jednotlivých kategorií platební bilance tak leccos napovídá o budoucím vývoji devizového kurzu domácí měny a samotná platební bilance tak může sloužit jako jistý indikátor vývoje devizového kurzu, resp. tlaků, které mohou vést k jeho zhodnocení nebo znehodnocení.

Tento přístup je někdy označován jako platebně-bilanční (viz Durčáková a Mandel, 2003), protože devizový kurz v tomto pojetí závisí na vývoji platební bilance. Přesněji, že změna devizového kurzu je funkcí salda platební bilance. Pokud je celkové saldo PB určité země aktivní, poptávka po její měně na devizovém trhu roste a kurs se proto zhodnocuje a naopak. Jelikož je tento přístup postaven na saldu platební bilance, je někdy brán jako „tokový“. Je však třeba brát v úvahu i určité stavové veličiny (např. zadlužení země), protože ani relativně vysoký roční deficit PB nemusí vést k depreciační kursu, pokud je čisté zadlužení země nízké.

Rostoucí příliv PZI do ČR, ale i do dalších zemí, ovlivňují stále více jednotlivé kategorie platební bilance a tím tak získávají podstatný vliv na celkovém vývoji platební bilance hostitelské země. Z toho důvodu je důležité ukázat, jak významně a jakými způsoby se PZI v PB projevují a působí tak na vývoj měnového kurzu v hostitelské ekonomice.

2.1. Kategorie platební bilance

Platební bilanci chápeme jako systematický účetní výkaz, který zachycuje veškeré ekonomické transakce mezi rezidenty domácí země a rezidenty ostatních zemí, které se uskutečnily za určité období. Položky, které jsou spojeny s tvorbou

¹ Kromě např. reinvestovaných zisků, kterými se budeme zabývat podrobněji v části 3.2

deviz, značíme jako kreditní. Transakce, které vedou k vynakládání deviz, jsou naopak položky debetní. Kreditní transakce jsou tedy takové, které znamenají příjem platby od cizích rezidentů (na devizovém trhu je nabízena zahraniční měna). Debetní záznamy naopak zachycují platbu cizím rezidentům (na devizovém trhu je nabízena v tomto případě domácí měna). Vzhledem tomu, že je platební bilance sestavená dle pravidel podvojného účetnictví, pak každá kreditní položka musí mít svůj kompenzující debetní záznam.¹

Přehled 1
Dělení Platební bilance
A: Běžný účet
B: Kapitálový účet
C: Finanční účet
D: Saldo chyb a opomenutí, kursové rozdíly
E: Změna devizových rezerv (- nárůst)
Zdroj: ČNB (2005)

Jak bylo již řečeno, na základě vývoje platební bilance, přesněji řečeno jeho salda, bývá často usuzováno na vývoj měny. Problém spočívá v tom, že pojem saldo platební bilance je trochu nepřesný a možná i matoucí, uvědomíme-li si, že je platební bilance díky podvojnému zápisu vždycky vyrovnaná a ze samotné definice nemůže mít ani deficit ani přebytek. Samozřejmě jednotlivé položky PB salda mít mohou, celková platební bilance je však vždy vyrovnaná. Hovoříme-li o saldu platební bilance, nemyslíme tím tedy součet všech jednotlivých účtů, které jsou v Přehledu č. 1 zobrazeny, ale jen několika z nich.

To vychází ze skutečnosti, že se mezinárodní transakce rozdělují na transakce autonomní, které jsou výsledkem nezávislého motivu spojeného s mezinárodním ochodem a investováním a akomodující, které směřují k vyrovnaní neboli profinancování autonomních transakcí, jejich smyslem tedy je vyrovnavat účty. V závislosti na rozdělení transakcí podle tohoto kritéria se pak vyberou účty, které se pokládají za autonomní a rozdíl jejich kreditních a debetních záznamů se pak označuje za celkové saldo platební bilance. Vzhledem k tomu, že rozdělení transakcí na autonomní a akomodující není úplně jednoznačné, existuje několik definic salda platební bilance, nejčastěji se však jedná o saldo běžného, kapitálového a finančního účtu.

2.1.1. Běžný účet platební bilance

Běžný účet platební bilance se skládá z obchodní bilance, bilance služeb, bilance důchodů a bilance transferů a díky této struktuře tak celkově zachycuje toky zboží a služeb, výnosy z kapitálu, investic a práce a také kompenzující položky

¹ Z pohledu účetnictví debetní záznam odráží zvýšení aktiv, nebo snížení pasiv a kreditní záznam naopak růst pasiv, nebo pokles aktiv (Frait 1996, str. 20).

k reálným a finančním zdrojům poskytnutým či získaným bez protihodnoty. Saldo běžného účtu je jedním z hlavních indikátorů v oblasti vnější nerovnováhy a jeho procentuální podíl k HDP je pozorně sledovaný makroekonomický ukazatel.

Vývoj běžného účtu je ovlivňován celou řadou faktorů¹, mezi něž patří i PZI. Ve statistikách platební bilance se však zpravidla transakce ryze domácích subjektů neoddělují od transakcí subjektů pod zahraniční kontrolou². To samotnou analýzu dopadů PZI na platební bilanci komplikuje, protože nám nejde pouze o vlivy vycházející z definice zápisu PZI v platební bilanci, ale také o jejich další nepřímé efekty, které souvisí s motivy jednotlivých investic a také s celkovou strukturou PZI v domácí ekonomice.

Lze totiž předpokládat odlišné chování zahraničních investorů, kteří investují do sektoru služeb a těch, kteří investují např. do zpracovatelského průmyslu. Z toho vyplývá, že PZI neovlivňují běžný účet pouze přes bilanci výnosů, jak by se na první pohled mohlo zdát, ale nepřímými dopady ovlivňují podstatně i obchodní bilanci a následky mají i v bilanci služeb. Jejich vliv na celkový běžný účet je tedy značný. V následujícím textu se proto pokusíme vlivy PZI podrobněji popsat a některé fakta budeme ilustrovat na konkrétních datech ČR.

~ **Obchodní bilance**

Obchodní bilance představuje důležitou část běžného účtu a její vývoj je s vývojem běžného účtu většinou souběžný. Je také důležitým ukazatelem, protože vypovídá o tom, jak se daří domácí zboží vyvážet, čili do jaké míry je konkurenceschopné. Na druhé straně je třeba dodat, že jí často bývá věnována nadměrná pozornost a mnohdy jsou z jejího vývoje předčasně vyvozovány závěry o budoucím vývoji měny. Jak ale uvádí Frait (1996, str. 23), „*pro tyto úvahy je ale obchodní bilance příliš „úzký“ ukazatel*“.

V ideálním případě by měl příliv PZI zvýšit exportní výkonnost a snížit tak schodek obchodní bilance. V krátkém časovém horizontu se ale nejdříve projeví tlak na prohloubení obchodního deficitu díky tlakům na zhodnocení měny vytvářející problémy domácím vývozcům a díky vyššímu dovozu investičního zboží (tento rys je nejvýraznější u PZI na zelené louce v době výstavby a před úplným rozjezdem výroby). V krátkém období lze tedy očekávat spíše jejich negativní do-

¹ Jako je např. měnový kurz, fáze cyklu domácí i zahraničních ekonomik, popřípadě další mikroekonomické faktory.

² Pro obchodní bilanci jsou však k dispozici údaje z celních statistik zahraničního obchodu v členění na PZI a domácí podniky.

pad na saldo obchodní bilance. Pokud je však tento schodek tažen právě vysokou mírou investic, je možné v následujících letech očekávat růst vývozní výkonnosti. Dlouhodobě by mělo tedy dojít k růstu vývozu. Samozřejmě, důležitým faktorem je odvětvová struktura přílivu PZI.

Investice, směřující do bankovníctví, pojišťovnictví a obecně do služeb, mají exportní potenciál velice malý. Navíc investice typu „obchodních řetězců“ se vyznačují silným nasáváním importů. Exportní sílu spíše představuje výrobní sektor a právě PZI směřující tímto směrem by měly znamenat budoucí zvyšování vývozu. Ale ani vysoká vývozní výkonnost těchto odvětví nemusí situaci běžného účtu zlepšit, protože se současně odráží ve zvýšené ziskovosti, a tím i ve zvýšeném odlivu zisků zpět do zahraničí. Z tohoto důvodu proto nelze se zlepšováním obchodní bilance očekávat stejné zlepšování celkového běžného účtu PB. Ve struktuře běžného účtu tak může docházet k rozevírání pomyslných nůžek mezi saldem obchodní bilance a bilance výnosů jen s nejistým efektem na celkovou bilanci běžného účtu.

Tabulka 1

Příliv PZI do ČR podle odvětví v procentech celkových toků v daném roce

Rok Pořadí	2001		2002		2003		2004		2005 1.-3.čtvrt.	
	Odvětví	%	Odvětví	%	Odvětví	%	Odvětví	%	Odvětví	%
1	ZP	29	DT	52	ZP	52	ZP	48	DT	51
2	FZ	28	FZ	17	FZ	18	OO	17	NSPP	20
3	DT	15	ZP	12	OO	11	NSPP	12	ZP	12

ZP ... zpracovatelský průmysl

DT ... doprava a telekomunikace

NSPP ... nemovitosti a služby pro podniky

FZ ... finanční zprostředkování

OO ... obchod a opravy

Zdroj: ČNB (2005), vlastní výpočty

V ČR dochází od roku 2002 ke stálému zlepšování obchodní bilance (viz graf č.7). V této souvislosti se poukazuje právě na pozitivní změny ve struktuře PZI.¹ Podle MPO (2002, str. 107) se v roce 2001 podniky pod zahraniční kontrolou podílely zhruba 60 % na vývozu i dovozu a jejich výsledná bilance byla záporná (95,3 mld. Kč) a tvořila čtyři pětiny celkového deficitu. Jednou z příčin mohla být skutečnost, že výrobní sektor v celkovém stavu PZI na konci roku 2001

¹ Zlepšování celkové obchodní bilance bylo způsobeno výrazným růstem přebytku zejména v jedné zbožíové skupině - SITC 7 (stroje a dopravní prostředky), která představuje tradiční klíčový segment vývozu a její produkce je přímo či nepřímo svázaná s předchozím přílivem PZI.

představoval pouze 37 %. PZI byly koncentrované ve službách (60,5 %), které velkou exportní výkonnost nemají (ČNB 2003). Jak ale ukazuje předchozí tabulka, v dalších letech se investice do zpracovatelského průmyslu staly významnou částí všech toků PZI směřujících do ČR, což způsobilo posílení celkového stavu PZI ve výrobním sektoru a mělo proto pozitivní dopad na obchodní bilanci. Na začátku roku 2004 tak sektor služeb zaujímal na celkovém stavu PZI 47,4 % a výrobní sféra se zvýšila na necelých 42 % (ČNB 2005b). Klesajícím deficitem obchodní bilance tak byla přerušena pětiletá tendence růstu deficitu běžného účtu platební bilance (viz ČNB 2004a, str. 19, 21). Dalo by se proto usoudit, že PZI v posledních letech působí v celkovém součtu na obchodní bilanci pozitivně, což lze zdůvodnit jejich strukturální proměnou. V konkrétním případě ČR tak PZI exporty zlepšují. Obecně však nelze říct, že PZI mají na export pouze kladný vliv a je skutečně potřeba blíže prozkoumat motivy, se kterými PZI do hostitelské země vstupují.¹

Další příčina, kterou se zhoršuje celkový běžný účet, je rostoucí objem dovozu služeb, protože zahraniční firmy působící v hostitelské zemi zvyšují poptávku spíše po službách poskytovaných zahraničními společnostmi. V důsledku těchto hospodářských vazeb na přidružené podniky dochází k dovozu služeb i v ČR (ČNB 2004a, str. 2).

~ **Bilance výnosů**

Přehled 2
Nákladová část Bilance výnosů
Náklady
náklady na práci cizinců v ČR
výnosy z investic
přímé investice
dividendy
zisky reinvestované v ČR
úroky
portfoliové investice
dividendy
úroky
ostatní investice
Zdroj: ČNB (2005)

Podle manuálu platební bilance vydaného IMF (5. vydání) se bilance výnosů skládá z výnosů dvou faktorů, práce a kapitálu. Výnosy z kapitálu se ještě dělí na výnosy z přímých, portfoliových a ostatních investic. Kromě obchodní bilance tudíž příliv PZI významně ovlivňuje i položky bilance výnosů v podobě pracovních příjmů cizinců, úroků z přijatých úvěrů v podnicích pod zahraniční kontrolou a zejména repatriovanými a reinvestovanými zisky.

Reinvestované zisky představují hodnotu zadržovaných zisků v podnicích se zahraniční účastí, které byly reinvesto-

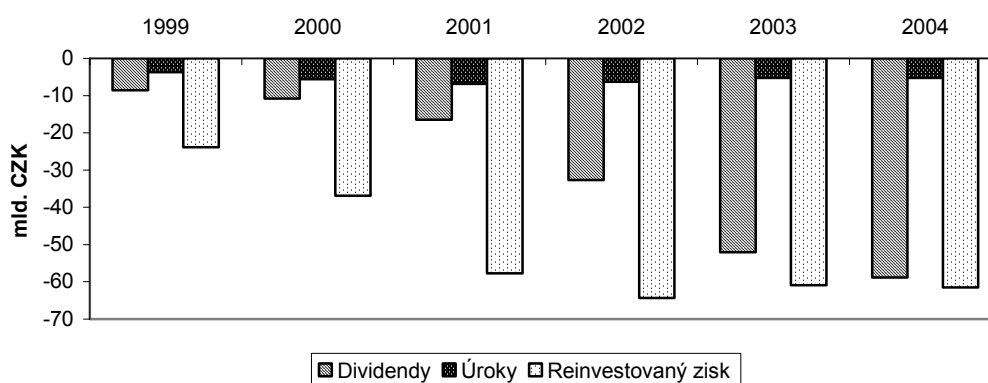
¹ Jak ukazuje Benáček, Prokop a Víšek (2003), stavy PZI představuje v OLS testech pro export i import do ČR signifikantní vysvětlující proměnnou.

vány v hostitelské zemi. Přesná definice položky reinvestovaného zisku v platební bilanci je jako „*podíl přímého investora (v poměru k přímé majetkové účasti) na zisku (ztrátě), sníženém o proplacené dividendy*“. Výpočet reinvestovaného zisku lze vyjádřit vztahem: $\text{Reinvestovaný zisk} = \text{zisk běžného roku po zdanění} - \text{ztráta běžného roku} - \text{dividendy}$ (ČNB 2002, str. 59). Jak z definice zápisu PZI v bilanci výnosů vyplývá (Přehled č. 2), položka reinvestovaných zisků zvyšuje deficit běžného účtu, protože se v bilanci výnosů zapisuje jako debetní položka. Skutečnost je ale taková, že toto navýšení deficitu reinvestovanými zisky je pouze „optické“ zkreslení. Jak významné toto zkreslení může být a zda může znamenat problémy pro hostitelskou zemi, bude podrobněji probráno v kapitole 3.2.

Položka dividendy zachycuje repatriované zisky a může být taktéž důvodem výrazného zvýšení deficitu, především v období, kdy původní zahraniční investice již dospěly do stádia, ve kterém se tvořené zisky neinvestují zpět do výroby, ale vrací se zpátky investorovi. Jde o přirozený vývoj, proti kterému se lze stěží nějak bránit¹. Zahraniční investoři jsou motivováni tvorbou zisků, kterého si dříve či později budou chtít užít. Repatriace zisků ve velkém měřítku se tak může stát významným faktorem, spoluurčujícím nejen vývoj směnného kurzu, ale i vnější ekonomické rovnováhy.

Graf 6

Struktura PZI v nákladové části bilance výnosů v ČR



Zdroj: ČNB (2005a), vlastní úpravy

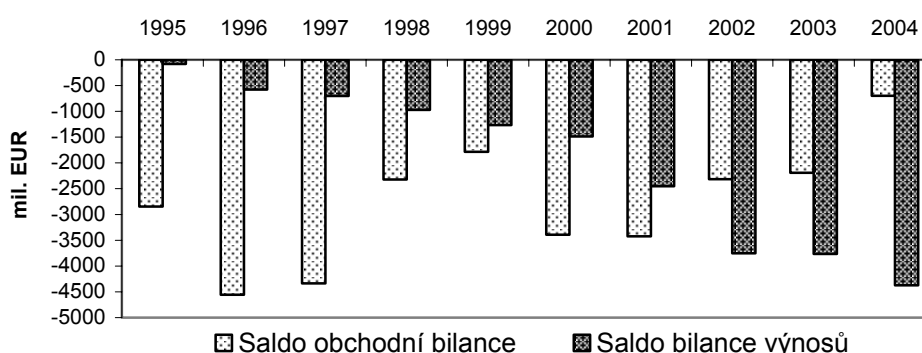
K podobné situaci dochází i v ČR, kde příznivé hospodářské výsledky podniků s majoritní účastí zahraničního kapitálu znamenají stále větší růst objemu vyplácených dividend zahraničním vlastníkům při snižování (nebo stagnaci) objemu reinvestování. Tuto situaci popisuje graf č. 6. Na první pohled je patrné, že

¹ K posunu od reinvestic k vyplácení výnosů může navíc docházet skrytě přes transfer pricing.

množství vyplácených dividend se stále zvyšuje, zatímco v roce 1999 byly vyplácené dividendy ve výši 8,6 mld. Kč, v roce 2004 již dosáhly 58,8 mld. Kč. Dividendy tak začaly dosahovat téměř stejné výše jako reinvestované zisky. Z celkového salda bilance výnosů představovaly repatriované dividendy v roce 2004 neuvěřitelných 42 %. Rostoucí hodnoty repatriovaných zisků společně s reinvestovanými zisky tak dopadají negativně na celkovou bilanci výnosů, která vykazuje rok od roku stále vyšší pasivní saldo, jehož vývoj je zaznamenán v grafu č. 7.

Graf 7

Vývoj salda bilance výnosů a obchodní bilance v ČR



Zdroj: ČNB (2005a), vlastní úpravy

„Rozdíl oproti předchozím rokům však je, že dříve značná část tohoto schodku byla jen účetní položkou, v současnosti ovšem ve stále větší míře dochází k placení účtů za předchozí příliv kapitálu“ (Patria 2004, str. 4). Současný schodek je tedy závažnější, protože není způsoben pouze zápisem reinvestovaných zisků, ale skutečnými změnami na devizovém trhu způsobené repatriovaným ziskem.

2.1.2. Kapitálový účet platební bilance

V roce 1993 byla metodika platební bilance podle IMF zpřesněna, aby lépe odpovídala metodologii systému národních účtů. Kapitálové transakce, které doposud do kapitálového účtu patřily, začaly být zaznamenávány na finančním účtu platební bilance. V současnosti už tedy kapitálový účet nemá s PZI nic společného, protože nezobrazuje toky kapitálu v tradičním pojetí, ale pouze tzv. kapitálové transfery, kam se řadí např. transfery související s migrací obyvatelstva, promíjením dluhů nebo převody nevýrobních nefinančních hmotných aktiv a nehmotných práv, jako jsou patenty, autorská práva apod. Jak lze vidět, kapitálový účet změnil zcela svůj původní obsah, často se však můžeme i v novější lite-

ratuře setkat s jeho původním pojetím. Z toho důvodu je zde kapitálový účet v souvislostech PZI zmíněn.

2.1.3. Finanční účet platební bilance

Jak ukazuje Přehled č.3, v platební bilanci se podle metodiky IMF (1993) vykazují PZI jako položka finančního účtu v členění na investice do základního kapitálu, reinvestice zisků a ostatní kapitál (dlouhodobé úvěry od mateřské společnosti). Rozlišují se zde PZI, které směřují do zahraničí a PZI, které proudí do sledované země. Saldo těchto dvou toků představuje čistý příliv PZI.

Reinvestované zisky jsou tedy vykazovány jako kreditní položka v rámci přímých zahraničních investic na finančním účtu¹ a zároveň jsou zaznamenávány jako debetní položka v bilanci výnosů v rámci běžného účtu. Tato zápis vychází z podvojného principu platební bilance, o kterém jsme již hovořili. Ostatní kapitál představuje mezipodnikové úvěry.

Vyplácení dividend se taktéž projevuje jako snížení stavu PZI, neboť do vlastního kapitálu společnosti se zahrnují i fondy vytvořené ze zisku. Dojde - li pak k vyplácení dividend nejen z výsledků hospodaření běžného roku, ale i z výnosů nakumulovaných v předchozích letech, projeví se tato repatriace zisků docela znatelně ve snížení stavu PZI.

2.2. Možná zkreslení PB

Podle metodiky IMF² může při analýze toků PZI v PB dojít k několika možným zkreslením, které je nutno mít na paměti. Jak ukážeme, některé zkreslení mohou být docela podstatná a jejich opomenutí by představovalo velmi nepřesné a místy zavádějící závěry.

První možné zkreslení nastává v případě, kdy zahraniční investor získá nejprve podíl v dané firmě nižší než je 10 % a po roce nebo několika letech navýší svůj

Přehled 3

PZI ve Finančním účtu PB

Přímé investice

České v zahraničí
základní kapitál
reinvestovaný zisk
ostatní kapitál

Zahraniční v České republice
základní kapitál
reinvestovaný zisk
ostatní kapitál

Zdroj: ČNB (2005)

¹ To vyjadřuje navýšení zahraniční investice v podobě růstu základního jmění v podniku pod zahraniční kontrolou.

² Přesněji podle 5. manuálu platební bilance vydaného Mezinárodním měnovým fondem (IMF 1993).

podíl o další část, která opět nedosahuje 10 %, ale v součtu s předchozím podílem už ano. V platební bilanci budou obě tyto transakce evidovány jako portfoliové investice v daném roce, ale ve skutečnosti podíl zahraničního investora dosáhl potřebných 10 % a v investiční pozici země bude zařazen mezi PZI. Toto zkreslení vzniká zpětným nepřepočítáváním platební bilance a způsobuje, že součet hodnoty přílivu PZI v jednotlivých letech se nerovná stavu PZI ke konci období v investiční pozici.

Další možné zkreslení pramení z toho, „... že ve statistikách PZI není zobrazeno jejich případné financování úvěry od zahraničních či domácích bank, které si na jejich krytí také mohou půjčovat v zahraničí“ (NEWTON 2003b, str. 2). Tento druh transakcí se v platební bilanci projeví jako příliv ostatního kapitálu. Pokud by ale bankovní úvěr nejdříve čerpala sama mateřská společnost a následovně by ho pak poskytla jako vnitropodnikový úvěr, spadala by tato transakce již pod PZI. Tento problém zapřičiňuje v jistém smyslu podhodnocování PZI.

Problém se zkreslením hodnoty PZI také nastává díky způsobu vykazování transakcí s podniky nepřímo vlastněnými nerezidenty. Jak již bylo řečeno, za PZI se nepovažují pouze podniky přímo vlastněné ze zahraničí, ale i další podniky v hostitelské zemi, kde mají zahraniční investoři více než 10% vlastnický podíl. V případě řetězového vlastnictví, kdy podnik se zahraniční účastí dále investuje do domácích podniků a tyto podniky rovněž dále investují do dalších podniků, by se tyto transakce do podniků položených níže ve vlastnické pyramidě měly podle IMF také vykazovat jako PZI. Tyto transakce se odehrávají pouze v rámci hostitelské země, neznamenají toky deviz a jejich zařazení do platební bilance je proto stejně diskutabilní jako v případě reinvestovaných zisků. Navíc zjišťování těchto vlastnických vazeb je docela nákladné, a proto v tomto směru pravidlům IMF plně neodpovídají ani statistiky PZI v mnoha vyspělých zemích (viz Srholec 2004b, str. 72).

Benáček (2000, str. 8-9) poukazuje na další nepřesnosti ve vykazování PZI, ke kterým může dojít při výkyvech měnového kurzu a následném přepočítávání PZI pomocí průměrného měnového kurzu. „*Způsob oceňování může ovlivnit i hodnotu PZI ve vlastním jmění akciových společností při trvalých změnách cen akcií*“ (Srholec 2004, str. 72), protože podle pravidel IMF by se ve statistikách PZI měla odrážet tržní hodnota, nikoliv účetní.

Podle metodiky IMF jsou v platební bilanci zaznamenávány i transakce, které nepředstavují reálný pohyb deviz na devizovém trhu. Příkladem takového záznamu jsou už zmíněné reinvestované zisky zahraničních společností.

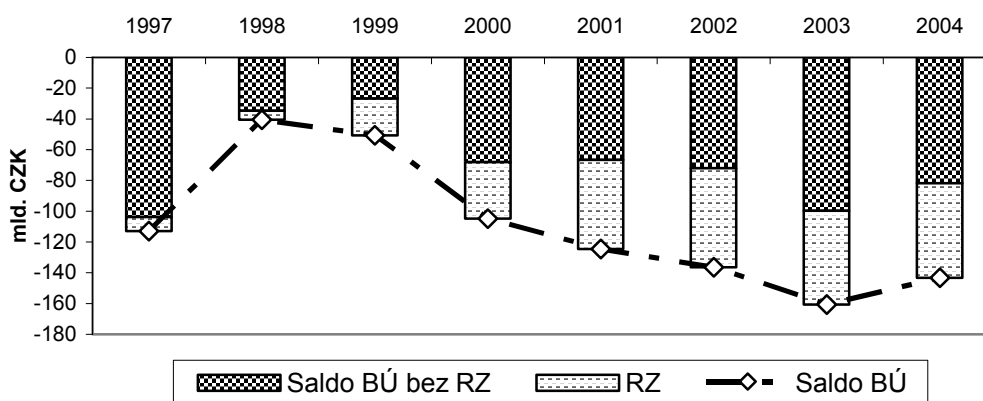
2.2.1. Problémy reinvestovaných zisků

Jak už bylo v předchozím textu řečeno, zisky zahraničních společností mohou být formou dividend repatriovány zpět do mateřské společnosti nebo mohou být reinvestovány v hostitelské zemi jako reinvestovaný zisk, který navyšuje původní investici. Obě tyto transakce jsou zaznamenány jako debetní položka v bilanci výnosů. Ve skutečnosti však reinvestovaný zisk nemá skutečný dopad na devizový trh, protože nezvyšují poptávku po zahraniční měně. Při reinvestování zisků k žádné konverzi měny nedochází a vnější rovnováha z pohledu nabídky a poptávky deviz tak není ovlivněna.

Země, které v odstupu několika let přilákaly značně vysoký příliv PZI, jež začínají tvořit zisk¹, se mohou potýkat s rostoucím deficitem běžného účtu platební bilance právě díky růstu deficitu bilance výnosů. Rostoucí deficit však nemusí znamenat narušení vnější rovnováhy země, pokud je zapříčiněn nárůstem položky reinvestovaných zisků, protože jde spíše o optický nárůst. Z toho důvodu je při hodnocení vnější rovnováhy nutné uvážit i výši jednotlivých položek běžného účtu a jejich skutečný dopad na devizový trh.

Graf 8

Dopad reinvestovaných zisků na saldo běžného účtu v ČR



Zdroj: ČNB (2005a), vlastní úpravy

V ČR se taktéž setkáváme s poměrně velkým reinvestováním zisků, které ovlivňují deficit běžného účtu. Graf č. 8 ukazuje, jak by vypadal deficit bez zápisu reinvestovaných zisků v bilanci výnosů. Důvodem pro zařazení reinvestovaných zisků do platební bilance je její propojení a sjednocení s metodikou národního účetnictví. Reinvestované zisky zahraničních investorů představují totiž důchody

¹ Kdy investice přechází do fáze reinvestování zisků souvisí s životním cyklem investice, který bude probíráán v poslední kapitole.

nerezidentů, které vstupují do rozdílu mezi hodnotou HDP a hrubého národního důchodu (HND).

Výše reinvestovaného zisku, a tím i zkreslení vnější nerovnováhy země, může být ovlivněno několika faktory. Jedním z nich je stav PZI v dané zemi. Čím je větší podíl stavu PZI na velikost ekonomiky¹, tím více peněz může být časem repatriováno do zahraničí, což bude mít za následek zvýšení poptávky po zahraniční měně a následné znehodnocení domácí měny. Dalšími faktory ovlivňující výši reinvestovaných zisků jsou konkrétní charakteristiky domácí země. Mezi ně můžeme řadit rating popřípadě jeho očekávaná změna, daňový systém, či možnost alternativního financování rozvoje investic. Taktéž ovšem závisí na typu investora. Ze statistických údajů vyplývá značně rozdílně chování zahraničních investorů z různých geografických oblastí. Investoři z Evropské unie a Ameriky na našem území zisky reinvestují ve velké míře, investoři z Afriky pouze minimálně a investoři Asie a Austrálie je dokonce transferují z naší země ihned pryč (viz Ivaniškin 2004).

Posledním faktorem, který v souvislosti s výší reinvestovaných zisků je potřeba zmínit, je životní cyklus investic, který patří mezi důležité determinant poměru mezi reinvesticemi a dividendy vytvořeného zisku. Jeho podrobnějšímu popisu a samotnému ověřování je věnována pozornost ve čtvrté kapitole. Reinvestované zisky však nejsou jediným zdrojem zkreslení. Samotná položka dividendy může taktéž způsobit jisté nepřesnosti.

2.2.2. Problémy vyplácených dividend

Vytvořený zisk investice, pokud není zpět reinvestován, je vykázán jako dividenda. Ta však ve skutečnosti také nemusí projít devizovým trhem, protože se akcionáři mohou rozhodnout pro další zhodnocování zisků přímo v hostitelské zemi. Pokud bude dividenda uložena na účtech domácích bank, pak se tato transakce v platební bilanci projeví jako příliv ostatního kapitálu. Pokud by byla dividenda investována do nákupu cenných papírů, tak se bude jednat o navýšení portfoliových investic. Ani jeden z uvedených případů však nebude znamenat změnu a pohyb na devizovém trhu.

Rozhodnutí investorů, zde dividendy zůstanou v hostitelské zemi však závisí na určitých specifických podmínkách jako je očekávané zhodnocení měny,

¹ Měřeno hrubým domácím produktem.

úrokový diferenciál apod. Velké převody zisků, jakých jsme byli svědky v ČR, lze zdůvodnit i vstupem republiky do EU, což daňově zvýhodnilo vlastníky ze zemí unie. Ti tak mohli začít rozdělovat dříve zadržené peníze.

Zkreslení vnější rovnováhy plynoucí z reinvestovaných dividend však není podle NEWTON (2003a) natolik závažné, jako je zkreslení reinvestovanými zisky (navíc se v tomto případě jedná o zkreslení, které vychází pouze z definice záznamu reinvestovaných zisků v platební bilanci).

Reinvestované dividendy a ostatní výše zmíněné problémy nemusí způsobovat velké zkreslení, jejich vliv se však může časem zvětšovat, a proto je dobré mít je na paměti. Nejen v současnosti často zmiňované reinvestované zisky tak mohou představovat zkreslení mezi saldem platební bilance a skutečnou vnější nerovnováhou ekonomiky.

2.2.3. Nebezpečí zkreslení

Vlivem reinvestovaných zisků může dojít k zavádějícím zkreslením a následně špatné interpretaci základních makroekonomických ukazatelů. Rychlý růst reinvestovaných zisků, který opticky zvyšuje deficit běžného účtu, může v některých okamžicích dokonce nepříznivě ovlivnit stabilitu měny a napomoci tak ke vzniku měnové krize, protože řada investorů se nezabývá hlubší analýzou položek platební bilance. Deficit běžného účtu přesahující 5 % HDP tak může prvotním impulsem nepříznivého vývoje ekonomiky (viz Novotný 2004, str. 743).

Zejména spekulativní zahraniční investoři si tuto metodologickou zvláštnost nemusí při interpretaci deficitu běžného účtu uvědomit a zprávy o růstu deficitu mohou znamenat prvotní impuls pro změnu jejich sentimentu a převedení investic z domácí měny na eura nebo dolary. Tím samozřejmě začne odliv kapitálu ze země.

Tuto specifickou reinvestovaných zisků je proto třeba brát v úvahu při činnosti jakýchkoliv závěrů o vývoji deficitu běžného účtu platební bilance. Přestože IMF doporučuje pravidelně vykazovat reinvestované zisky ve statistikách platební bilance, existují stále i v členských zemích jisté metodologické rozdíly¹. Jednotlivé

¹ Metodologické problémy jsou spojeny i se srovnáváním samotných toků PZI mezi jednotlivými zeměmi. Na konci devadesátých let min. století bylo sice dosaženo velkého pokroku v jejich harmonizaci, dřívější údaje by však měly být posuzovány s vědomím, že některé výkyvy v přílivu PZI v určitých zemích mohou být způsobeny změnou metodologie. Např. v České republice nebyly do roku 1998 součástí statistik přílivu PZI reinvestované zisky a ostatní kapitál (dvě ze tří základních složek PZI). Dalším příkladem by mohlo být Maďarsko, kde reinvestované zisky začali vykazovat

země začaly vykazovat reinvestované zisky v různých časových obdobích, jiné se je teprve vykazovat chystají, proto je někdy komplikované zjistit, nakolik reinvestované zisky ukazatelé vnější nerovnováhy v dané zemi zkreslují.

Jak podstatně dokáží reinvestované zisky ovlivnit indikátor podílu salda běžného účtu k HDP ukazuje Tabulka č. 1. V ČR tak od roku 2001 překročil ukazatel 5% hranici, je ale patrné, že na vině jsou ve značné míře skutečně reinvestované zisky, protože bez nich by ukazatel zdaleka těchto hodnot nedosáhl a pohyboval by se mezi dvěma až třemi procenty.

Tabulka 2

Zkreslení ukazatele BU/HDP reinvestovanými zisky v ČR

Rok	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
BU/HDP	6,33 %	2,06 %	2,48 %	4,88 %	5,38 %	5,65 %	6,28 %	5,18 %
BU/HDP bez RZ	5,82 %	1,77 %	1,31 %	3,16 %	2,88 %	2,98 %	3,90 %	2,95 %

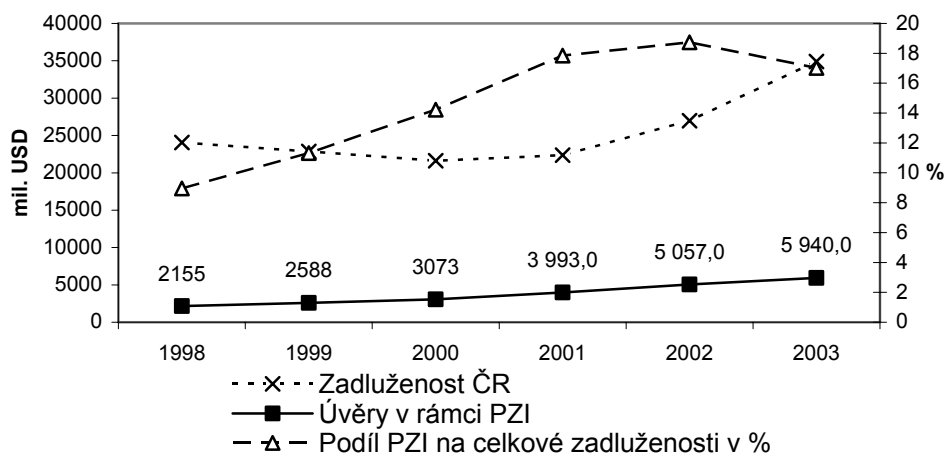
Zdroj: ČNB (2005a), Český statistický úřad, vlastní výpočty

Vzhledem k tomu, že jsou PZI považovány za relativně bezpečný způsob profinancování deficitu běžného účtu, stává se, že se příliv PZI od deficitu běžného účtu odečítá a deficit je tak snižován. Jde však o zlehčování situace, protože přece jen je běžný účet financován kapitálem, pro který není problém v případě nepříznivého vývoje ekonomiky odplout do jiné země, a tak způsobit značné problémy.

Jak podotýká Srholec (2004a), další problém je skutečnost, že PZI nemusí představovat pouze „nedluhový kapitál“, jak je většinou prezentováno. Mezipodnikové úvěry¹ patřící do PZI se promítají přímo do zadluženosti země. Taktéž čerpání zahraničních úvěrů podniky pod zahraniční kontrolou se projevuje v rostoucí zadluženosti hostitelské ekonomiky. Následující graf ukazuje, jakou procentuální část tvoří tyto úvěry v celkovém zadlužení ČR.

až počátkem roku 2004. Do té doby muselo docházet k významnému podhodnocení toků PZI. Je třeba proto brát při analýze PZI tyto odlišnosti v úvahu.

¹ Je však otázkou, jak uvádí Srholec (2004a), zda tyto úvěry znamenají skutečnou hrozbu. Přestože znamenají dluhové financování a promítají se do zadlužení země, v řadě ohledů se od tradičních bankovních úvěrů liší. Některé z nich jsou např. bezúročné.

Graf 9**Podíl PZI na celkovém zadlužení ČR**

Zdroj: ČSÚ (2005, 2003), IMF (2005), vlastní úpravy

V roce 2002 přesáhl podíl zadluženosti vzniklý úvěry PZI 18 %. To ukazuje, že PZI mohou představovat významnou část na celkovém zadlužení hostitelské země. Zmíněné skutečnosti pak zpochybňují roli PZI jako bezpečného a nedluhového zdroje financování BÚ. Při hodnocení dopadu PZI na vnější rovnováhu země je proto nutné brát v úvahu i tyto zmíněné skutečnosti.

3. Měnový kurz a přímé zahraniční investice

Měnový kurz patří bezesporu k velmi sledovaným národohospodářským veličinám, neboť významně ovlivňuje vývoj celé ekonomiky. Společně s úrokovou mírou je nejvýznamnější „cenou“ ekonomiky a ovlivňuje jak makroekonomické, tak mikroekonomické veličiny. Jeho vliv roste přímo úměrně s otevřeností ekonomiky, ovlivňuje tržby exportérů a náklady importérů zboží, výnosy zahraničního kapitálu, náklady na zahraniční půjčky apod. Je tedy významným determinantem (ne)rovnováhy platební bilance.

Modely determinace měnového kurzu vyzdvihují různé faktory, které měnový kurz ovlivňují. Historicky se tyto modely vyvíjely souběžně s vývojem ekonomické teorie, ale i hospodářské praxe. Významný rozvoj těchto modelů nastal hlavně v 70. letech po rozpadu Breton - woodského uspořádání. Členské země Mezinárodního měnového fondu udržovaly svou oficiální paritu, která byla stanovena ve vztahu k dolaru i ke zlatu. Oproti systému zlatého standardu zde byla možnost přizpůsobování měnových kurzů v případech, kdy došlo k nerovnováze. Vzhledem k poměrně omezené mobilitě kapitálu, byl v té době měnový kurz ovlivňován zejména pohybem zboží a služeb.

Problémy jednotlivých vlád s udržením oficiálních kurzových parit nakonec vedlo ke zrušení Breton-woodského systému a jednotlivé státy si zvolily vlastní systém měnových kurzů¹. Nejčastěji šlo o modifikace pružného systému (floating)². Pohyby měnového kurzu už tak nebylo možné vysvětlovat na základě teorie parity kupní síly, tj. pouze na rozdílne výši inflace v jednotlivých zemích a začíná se přikládat velký význam právě tokům kapitálu, které se začínají v té době (jak bylo uvedeno v kapitole 2) výrazně zvyšovat. Vzhledem k faktu, že PZI mezi nimi zabírají stále větší podíl, jejich dopady na měnový kurz nebudou zcela zanedbatelné.

¹ V dosavadním vývoji devizových režimů můžeme vymezit několik základních typů kurzů:

a) Fixovaný kurz, který je odvozen buďto od parit hmotností drahých kovů nebo administrativním vymezením.

b) Flexibilní kurz, který je převážně odvozen od vztahu mezi nabídkou a poptávkou po dané národní měně na domácích a zahraničních devizových trzích. Pokud není intervenován centrálními měnovými orgány, jde o tzv. „freely floating“. Pokud je kurz intervenován, aby byl udržen v předem vymezeném pásmu, jde o tzv. „managed flexible“ a pokud je kurz intervenován bez předem vymezených hranic jeho výkyvů, tak jde o tzv. „dirty floating“ (viz Bureš 1991).

² Zcela volný pohyb devizového kurzu si může dovolit pouze několik ekonomicky nejsilnějších zemí, ostatní země pomocí intervencí pohyb svých kurzů ve větší či menší míře ovlivňují. Centrální banky tak provádějí intervence s cílem vyhnout se příliš velkému fluktuacím.

3.1. Základní vztahy měnových kurzů a PZI

3.1.1. Vhodná volba kurzového režimu

Zvolený režim devizového kurzu výrazně ovlivňuje makroekonomickou stabilitu a celkovou ekonomickou aktivitu země. To platí zejména pro velmi otevřené ekonomiky, které jsou na zahraničním obchodě závislé a devizový kurz představuje spojovací mechanismus mezi domácí zemí a vnějším trhem.

Pro kapitálové toky je režim pevného kurzu výhodný z hlediska eliminace potenciálního kurzového rizika¹. Může se zdát, že pro PZI (stejně tak pro dlouhodobé portfoliové investice) není kurzová změna natolik důležitá. Pokud však vycházíme z předpokladu, že zahraniční kapitál je motivován především tvorbou zisku, který bude dříve či později repatriován, není závislost PZI na typu měnového kurzu zcela nereálná.

Silný příliv kapitálu je podporován spíše fixním měnovým kurzem, který vytváří u investorů falešný pocit bezpečí. V případě nerovnováhy ekonomiky je však i fixní kurz pod silným tlakem. Nejistota se tak přesune do mnohem závažnější nejistoty, týkající se základních ekonomických faktorů, jako je budoucí vývoj vnitřních cen, možnost samotné konvertibility domácí měny atd. Tyto nejistoty jsou způsobeny důsledky administrativních zásahů, které jsou často méně předvídatelné, než by tomu bylo v případě působení trhu (viz Bureš 1991, str. 6).

Navíc při fixním kurzu a mezinárodních tocích kapitálu je měnová politika centrální banky natolik svázaná potřebou intervenovat, že nemůže účinně řídit peněžní zásobu a ztrácí svou autonomii (nezávislost na vnějších faktorech) při řízení úrokových sazeb.² Následná sterilizace intervencí ztrácí v delším období účinnost, neboť tlačí úrokové sazby vzhůru, a tím zvyšuje případný úrokový diferenciál. Nehledě na samotné náklady sterilizace, které centrální bance vznikají. Z toho důvodu Jonáš (1999, str. 235) podotýká, že *„fixní kurz by měly být zachován jen do té doby, dokud je makroekonomická politika a celkový vývoj ekonomiky s jeho udr-*

¹ Režim pevného kurzu je bezesporu ideální pro příliv krátkodobého spekulativního kapitálu, který tak při absenci kurzového rizika těží z úrokového diferenciálu. Uvážíme – li rizika „horkých peněz“ (hot money) v podobně jejich vrtkavosti, může se tak systém pevného kurzu stát paradoxně ohniskem inflačních tlaků. Ani zavedení oscilačního pásma nemusí zvýšit rizikovost, a tím odradit spekulativní kapitál, protože kurz nebude pravděpodobně využívat celou šířku pásma a vlivem revaluačních tlaků kapitálového přílivu se „přilepí“ na jeho spodní okraj (viz Dědek, Derviz, 1996).

² Další náhled na účinnost fiskální a monetární politiky v situaci volného pohybu mezinárodního kapitálu (alespoň pro krátké období, kdy je cenová hladina stabilní) dává už tradiční Mundell – Flemingův model, podle něhož je v systému pohyblivého měn. kurzu měnová politika účinná, zatímco fiskální je bezmocná. V systému fixních kurzů je tomu naopak.

*žitelností slučitelný, jinými slovy, pokud může být zachován bez nutnosti udržovat permanentně vysoké úrokové míry brzdící hospodářský růst*⁴. Je však také pravda, že ani flexibilní kurz neposkytuje domácí měnové politice autonomii v případě malých a vysoce otevřených ekonomik. To dosvědčuje i praxe české ekonomiky (viz Janáčková 2000, str. 774). Příčinou je podle zmíněné autorky velký vliv cen dováženého zboží na domácí inflaci. Tato skutečnost pak narušuje autonomii při určování inflačních cílů.

K omezení těchto externích vlivů na inflaci, přicházející přes dovozní ceny, používají někdy centrální banky malých otevřených ekonomik režim řízeného plování, který má za cíl spojit výhody obou případů – fixního i flexibilního kurzu. Jak však uvádí Janáčková (2000, str. 774), může tento typ kurzového režimu spíše kombinovat nevýhody fixního a plovoucího kurzu. Jednak možnosti centrální banky řídit kurz jsou omezené a hrozí konflikt mezi jejími inflačními a kurzovými cíly. Řízené plování kurzu také nemůže zcela zastavit zpětnou vazbu změn kurzu do inflace přes dovozní ceny, a přestože je řízené plování schopno odradit část spekulativního kapitálu, nemá větší vliv na příliv PZI, které tak mohou „podkopávat“ inflační cíle zvětšováním peněžní zásoby.

Jaký typ kurzového režimu je nejvhodnější pro malou otevřenou ekonomiku, je stále nevyjasněná otázka. Přestože si liberalizované kapitálové toky spíše žádají upustit od režimu pevného kurzu, flexibilní kurz také nemusí poskytovat dostatečně účinnou měnovou politiku. Pokud ani „hybridní“ systém nezaručí optimální řešení, pak lze porozumět některým názorům¹ na vhodnost zavedení režimu „currency board“ (popřípadě vstupu do měnové unie) i za cenu ztráty měnové politiky.

3.1.2. Reálný měnový kurz

Zatímco nominální měnový kurz je definován jako cena zahraniční měny vyjádřená v domácí měně, reálný měnový kurz představuje vyjádření kupní síly domácí měny ve vztahu k zahraničí, jinými slovy udává poměr zahraniční a domácí cenové hladiny (vyjádřené ve stejné měně), jak naznačuje uvedený vztah.

$$(1) \quad R = \frac{E \cdot P^*}{P},$$

¹ V roce 1999 při návštěvě ČR doporučoval např. vstup do režimu „currency board“ Robert Mundell nejen pro ČR, ale i pro další tranzitivní země.

kde E představuje nominální kurz, P* zahraniční cenovou hladinu (v zahraniční měně) a P domácí cenovou hladinu (v domácí měně).

Sama konstrukce reálného měnového kurzu není mnohdy zcela jednoznačná, protože lze sledovat relativní jednotkové náklady na práci, exportní ceny, či reálné kurzy založené na deflátoch HDP, na indexech spotřebitelských cen, popřípadě velkoobchodních či průmyslových cen (viz Kreidl 1997, str. 581). Existuje tedy několik typů¹ reálného měnového kurzu, které vedou mnohdy k odlišným závěrům.

Přesto však je reálný měnový kurz považován za základní ukazatel vývoje externí konkurenceschopnosti ekonomiky. Jak uvádí Komárek (1998), reálné zhodnocení měny může být interpretováno dvěma způsoby.

- a) jako ztráta konkurenceschopnosti v případě, kdy se reálný kurz stane nadhodnocený vzhledem k rovnovážnému reálnému kurzu.
- b) jako růst konkurenceschopnosti v případě, kdy roste produktivita dané ekonomiky.

Je tedy nutné posuzovat změny reálného kurzu na základě vývoje fundamentálních faktorů a teprve pak lze možno posoudit, zda je reálné zhodnocení příčinou klesající konkurenceschopnosti, nebo naopak důsledkem rostoucí konkurenceschopnosti.

Velký vliv na reálné kurzy transformujících se ekonomik měl v 90. letech rozsáhlý příliv kapitálu. Navzdory tomu, že příliv kapitálu se obvykle promítne do značného reálného zhodnocení, je velmi obtížné stanovit, zda dochází k nadhodnocení kurzu, či ne. *„Pokud příliv kapitálu financuje růst produktivní kapitálové zásoby země vedoucí k růstu produktivity sektoru obchodovatelného zboží, může vzniknout permanentní reálné zhodnocení, aniž je snížena konkurenceschopnost. Pokud však příliv kapitálu financuje spotřebu nebo investice, které nevedou k růstu produktivity sektoru obchodovatelného zboží, může být zhodnocení jen dočasné“* (Frait, Komárek, 1999a, str. 16). Následně pak může dojít k potřebě znehodnocení, aby byly zdroje realokovány právě směrem k sektoru obchodního zboží.

Uvedeme ještě jeden koncept reálného měn. kurzu, který s PZI přímo souvisí, a proto by neměl v tomto textu chybět.

¹ Benáček dokonce hovoří o 8 různých typech reálného měn. kurzu (viz Komárek 1998, str.26)

3.1.3. Dluhově přizpůsobený reálný kurz a PZI

Jak uvádí Frait (1999), při konstrukci standardně používaných reálných měnových kurzů dochází k problému, že není dostatečně bráno v úvahu financování deficitu běžného účtu zahraničním kapitálem. K tomu však dochází v mnoha méně rozvinutých ekonomikách, které mají relativně vysokou zahraniční zadluženost, což je příznačné i pro tranzitivní země. Chceme - li však tento problém zohlednit v reálném kurzu, „*můžeme odhadnout dluhově přizpůsobený reálný devizový kurz – DARER, který by měl adekvátněji odhadnout reálnou cenu dané měny v případech, kdy je ekonomika nucena řešit financování deficitu běžného účtu platební bilance růstem zahraniční zadluženosti*“ (Frait 1999, str. 15). DARER¹ nepředstavuje rovnovážný měnový kurz, jde spíše o přesnější vyjádření reálného kurzu vypovídající o tom, zda je měna důsledkem zadlužení nadhodnocena, či nikoli.

Koncepce DARERu vychází ze skutečnosti, že zahraniční kapitál umožňuje udržovat nadhodnocenou úroveň měnového kurzu díky potlačení domácí cenové hladiny. „*Pokud by ekonomika nemohla nadále dovážet na dluh zboží ze zahraničí, musely by domácí ceny vzrůst, aby došlo k obnovení rovnováhy mezi domácí agregátní poptávkou a nabídkou*“ (Durčáková, Mandel, 2003, str. 87). Pokud tedy země řeší rostoucí deficit BÚ zahraničním zadlužováním, dostává se dráha DARERu pod úroveň skutečného reálného kurzu. Reálné zhodnocování je tak rychlejší, než vypovídá standardně počítaný reálný kurz (viz Fabella 1996).

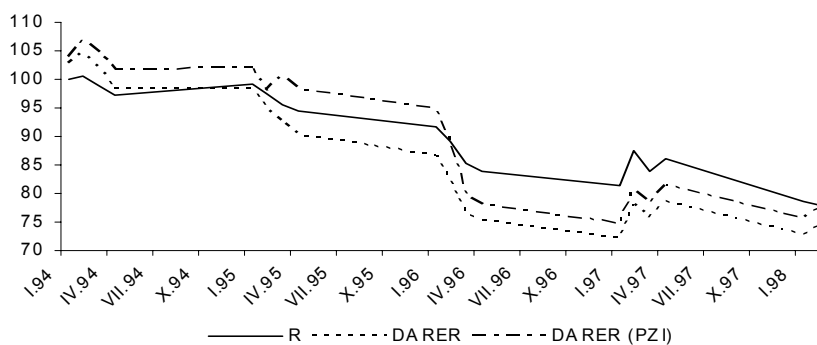
Omezením DARERu je však předpoklad, že každý deficit BÚ musí být dříve, či později splacen. Nebere se dostatečně v potaz nedluhové financování těchto deficitů. Jedním z možných řešení je zohlednit příliv PZI², který je brán jako nedluhový zdroj financování. Takto konstruovaný měnový kurz bude oproti typickému DARERu podhodnocen.

Uvážíme - li fakt, že PZI nepředstavují dokonale nedluhový zdroj financování, pak „skutečné“ reálné nadhodnocení, nebo podhodnocení měny se bude nacházet mezi pásmem tvořící obě varianty DARERu.

Pro ilustraci je vývoj obou variant DARERu pro ČR v následujícím grafu.

¹ DARER (Debt Adjusted Real Exchange Rate)

² Zohlednění PZI spočívá v přičtení toků PZI k saldu BÚ. Tím se zmenší deficit BÚ, který je tak nutné splatit (viz Frait 1999).

Graf 10**Vývoj reálného měnového kurzu a DARERu (CPI)**

Zdroj: Frait (1997, str. 25,32), vlastní úpravy

3.2. Vlivy PZI na měnový kurz v kratším období

Příchod zahraničního investora je obvykle spojen s nutností financovat investice v měně hostitelské země. Nárůst poptávky po této měně se tak na devizovém trhu projeví tlakem na její zhodnocování. Pokud je konverzovaná částka vzhledem k výkonnosti země dostatečně vysoká, příchod PZI dokáže měnu hostitelské země s flexibilním měnovým kurzem (popř. s fluktuacním pásmem) skutečně zhodnotit. Nachází-li se v této zemi režim fixního kurzu (popř. oscilační pásmo nestačí), musí v případě výraznějších tlaků zasáhnout centrální měnová autorita, aby nedošlo k vychýlení stanoveného kurzu.

Zmíněné zhodnocení kurzu je však vyvoláno pouze nárazovým zvýšením poptávky důsledkem vstupu investora. Po odeznění těchto vlivů se kurz opět vrátí (*ceteris paribus*) na svou původní pozici.

3.2.1. Vliv očekávání přílivu PZI na měnový kurz

Pouze očekávání přílivu PZI může také ovlivnit vývoj na devizovém trhu a způsobit výkyvy na vývoji měnového kurzu. V pozadí těchto jevů stojí spekulativní úvahy, že zahraniční kapitál přicházející s PZI bude muset být na devizovém trhu konvertován, a tím bude vytvářet tlak na zhodnocení domácí měny. V tranzitivních zemích může v pozadí taktéž stát očekávání budoucích vysokých privatizačních příjmů, které budou muset být dříve či později směněny.

Trh tak začne očekávat posilování měnového kurzu, což vede ke zvýšené poptávce po této měně za účelem její následné výhodné konverze. Na základě tohoto jednání pak začne domácí měna následkem zvýšené poptávky skutečně po-

silovat. Zhodnocování však stojí pouze na spekulativním chování a nikoliv na reálném vývoji ekonomiky. Tato situace pak zhoršuje konkurenceschopnost domácího vývozu s následným zhoršením salda BÚ a vnější rovnováhy.

Podle ČNB (2001, str. 2) bude muset následně dojít k opětovnému oslabení kurzu zpět k fundamentálně podložené hodnotě, uvedené kurzové výkyvy však mají na ekonomiku negativní konsekvence. Je proto pochopitelné, že existují snahy toto spekulativní chování omezit. V ČR byla tato situace řešená dohodou mezi ČNB a MF s cílem odložit konverzi devizových příjmů státu do korun, a tím vyslat trhu signál, že příjmy z privatizace nebudou v následujícím období vypuštěny na devizový trh.

Devizové příjmy tak bude stát „odkládat“ na devizovém účtu u ČNB se snahou je využít bez nutnosti konverze na Kč. Aby byly devizové příjmy státu k dispozici pro pokrytí aktuálních korunových potřeb (bez nutnosti konverze na devizovém trhu), bude je ČNB odkupovat přímo do svých rezerv. Tyto transakce však přináší na centrální banku určité náklady, proto ČNB bude následně účtovat za přímé konverze privatizačních příjmů státu poplatek za ztráty spojené se sterilizací těchto operací¹. Vzhledem k faktu, že v případě prodeje privatizačních výnosů na trhu by došlo ke značnému jednorázovému posílení kurzu, které by snížilo korunovou hodnotu devizových příjmů státu, poplatek státu lze chápat jako určitou „investici“ ke snížení tohoto vlivu (viz ČNB 2001).

3.3. Vlivy PZI na měnový kurz v delším období

Dopady PZI na měnový kurz v delším časovém horizontu byly částečně diskutovány již v kapitole druhé na základě působení PZI v platební bilanci. Tato část práce již proto nebude déle rozvíjet úvahy o struktuře PZI a jeho souvisejícího vlivu na obchodní bilanci, ani o problému repatriovaných zisků, kterému bude ještě zvlášť věnovaná pozornost v poslední kapitole. V popředí zájmu bude vliv PZI na měnový kurz vlivem rostoucí cenové hladiny v hostitelské zemi způsobené právě samotnými PZI.

Jejich vliv na růst cenové hladiny je sice spíše nepřímý v kombinaci s dalšími faktory, podstatné je však to, že i tyto nepřímé efekty mohou být dostatečně vý-

¹ Ty plynou ze skutečnosti, že náklady sterilizace devizových rezerv v podobě dvoutýdenní repo-sazby převyšují součet úrokových a kurzových výnosů ČNB z devizových rezerv (viz ČNB 2001, str. 3).

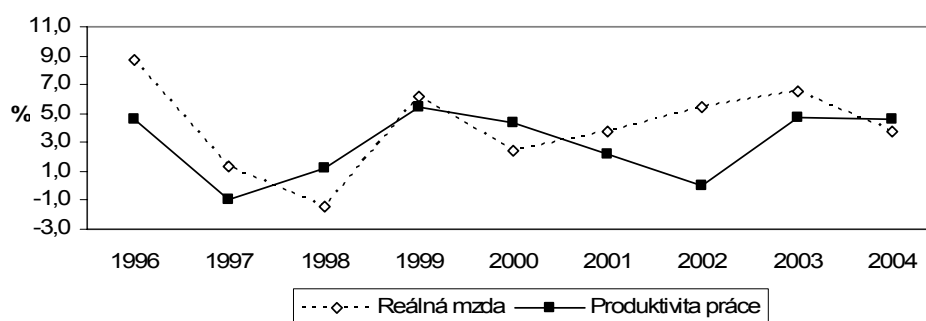
znamné. V této části práce se proto pokusíme podrobněji přiblížit způsoby, jakými se PZI promítají do růstu cenové hladiny.

3.3.1. Růst mezd a produktivity práce

Často zmiňovaným pozitivem PZI je vyšší produktivita práce, která se projevuje ve vyšších mzdách oproti domácím podnikům. PZI sice využívají v domácí ekonomice relativně levnější pracovní síly, ale na místním trhu práce své zaměstnance oproti domácím podnikům výrazně přelácejí. Vývoj růstu reálných mezd a produktivity práce v ČR ukazuje následující graf. Lze vidět, že meziroční

Graf 11

Růst reálných mezd a produktivity práce



Zdroj: ČSÚ (2005), Dědek (2000, str. 610), vlastní úpravy

růst je v průměru vyšší u reálných mezd, které tak předstihují růst produktivity práce.

Vyšší produktivita práce doprovázena růstem mezd v podnicích pod zahraniční kontrolou může ale tak přispět k působení tzv. Balassova – Samuelsonova efektu (viz Srholec 2004b, str. 65)¹. Předpokládá se totiž, že mzdy mají tendenci růst stejnou měrou ve všech sektorech ekonomiky.² To je způsobeno vlivem přesunu nabídky práce do sektorů s vyššími mzdami a snížením nabídky práce v ostatních sektorech s následným tlakem na růst mezd. Je však logické, že sektory s rostoucími mzdovými náklady nedoprovázenými rostoucí produktivitou práce musí pro pokrytí svých nákladů a udržení požadované rentability zvyšovat ceny. Dochází tak k růstu cenové hladiny.

¹ Podle Srholec 2004 totiž můžeme v B-S efektu rozlišovat sektory nejen na sektor obchodovatelných a neobchodovatelných statků, ale můžeme také přidat rozdělení na podniky pod zahraniční kontrolou a domácí podniky.

² Holman (1993, str.63) však uvádí, že růst mezd v neobchodovatelném zboží bude o něco menší z důvodu segmentace trhů, na kterém vystupují vzájemně si nekonkurující profese. To by znamenalo, že práce odvětví obchodního a neobchodního zboží není zcela zastupitelná.

Tuto situaci můžeme formalizovat zjednodušeným modelem (viz Kreidl 1997). Ceny obchodovatelného zboží (popřípadě zboží exportujících podniků pod zahraniční kontrolou) jsou určeny na mezinárodním trhu – označme je P_T . Ceny neobchodovatelného zboží pak označme P_N . Platí pro ně následující vztah:

$$(1) \quad P_T = E \cdot P_T^*$$

kde E je nominální měnový kurz a hvězdička označuje zahraniční veličiny. Jsou – li ceny přímo úměrné mzdovým nákladům, pak platí:

$$(2) \quad P_T = (1+k) \cdot \frac{W}{A} \quad \text{a} \quad P_N = (1+k) \cdot \frac{W}{B}$$

kde k představuje přírážku ke mzdě¹, W je mzda, A je produktivita práce v sektoru obchodovatelného zboží (budeme pod tímto pojmem chápat i sektor podniků pod zahraniční kontrolou vyvážející zboží) a B je produktivita práce v sektoru neobchodovatelného zboží (budeme tím rozumět i sektor domácích podniků). Za předpokladu stejných mezd ve všech sektorech je pak mzda odvozována od vyšší mzdy v sektoru obchodovatelného zboží a můžeme ji vyjádřit následovně:

$$(3) \quad W = \frac{P_T A}{1+k} = \frac{E \cdot P_T^* \cdot A}{1+k}$$

po dosazení vztahu (3) do druhé části (2) dostáváme:

$$(4) \quad P_N = (1+k) \cdot \frac{E P_T^* \cdot A}{(1+k) \cdot B} = E P_T^* \cdot \frac{A}{B}$$

Domácí cenovou hladinu pak můžeme vyjádřit následovně:

$$(5) \quad P = P_T^\alpha \cdot P_T^{(1-\alpha)} = (E P_T^*)^\alpha \cdot \left(E P_T^* \frac{A}{B} \right)^{(1-\alpha)} = E P_T^* \left(\frac{A}{B} \right)^{(1-\alpha)}$$

kde α je podíl sektoru obchodovatelného zboží na HDP. Z rovnice (5) lze vidět, že růst produktivity A vede při fixním měnovém kurzu k růstu domácí cenové hladiny (naopak růst produktivity B vede k jejímu poklesu). To za předpokladu neměnné zahraniční cenové hladiny (nebo alespoň při jejím pomalejším růstu) znamená reálné zhodnocení měnového kurzu².

Při plovoucím měnovém kurzu se podle Srhoľce (2004b, str. 65) B–S efekt vzniklý vyšší produktivitou práce v podnicích pod zahraniční kontrolou rozdělí

¹ Předpokládáme stejnou přírážku k jak v sektoru obchodovatelného, tak neobchodovatelného zboží.

² Jak ale uvádí Kreidl (1997, str. 589), kurz se v tomto případě zhodnotí, pokud je vyjádřen pomocí indexů obsahujících jak obchodovatelné, tak neobchodovatelné zboží. Např. index používající PPI by tento efekt neodrazil.

mezi nominální zhodnocení měny a růst relativní cenové hladiny. K té dojde nejen zvyšováním cen v podnicích s menší produktivitou díky růstu mezd, ale taktéž následkem zhodnocení nominálního kurzu, které zapříčiní růst cen importovaných surovin. Při pevném kurzu se B-S efekt plně přelije pouze do růstu cenové hladiny. Výsledkem bude reálné zhodnocení měny, což znamená růst jednotkových mzdových nákladů v cizí měně a pokles cenové konkurenceschopnosti na vývozním trhu. V dlouhém období tak mají domácí podniky s nižší produktivitou pouze dvě možnosti. Buďto odejdou z trhu, nebo zvýší produktivitu práce na úroveň podniků pod zahraniční kontrolou. Přes uvedené efekty tak PZI přispívá k reálné a cenové konvergenci k úrovni vyspělých států (viz Janečková 2000, str. 778).

Posilování měnového kurzu pak následně mění i strukturu a hodnotu přílivu PZI, protože úroveň jednotkových mzdových nákladů podstatně ovlivňuje lokalizační rozhodnutí investorů a může zpomalit jejich příliv nebo naopak urychlit přesun investic do ekonomik s levnější pracovní silou. Hranice zhodnocení kurzu, která je pro domácí nebo zahraniční podnik kritická, je však vlivem mezery v produktivitě nastavena podstatně níže pro domácí firmy, které tak jsou z trhu vytlačovány.

3.3.2. PZI jako příčina růstu peněžní zásoby

Jak už bylo řečeno, příliv PZI zvyšuje poptávku po domácí měně, a tím působí na její zhodnocení. Pokud CB usoudí nutnost intervencí, bude nakupovat zahraniční měnu, a tím emitovat nové peníze, čímž způsobí růst peněžní zásoby. K motivům intervencí nejčastěji patří vyhlazování měnového kurzu, omezení krátkodobých kurzových pohybů, udržování určitého cílového kurzu, nebo ovlivňování kurzové dráhy. Růst peněžní zásoby je tak primárně způsoben intervencemi CB, která se snaží eliminovat kurzové dopady PZI. Růst peněžní zásoby se ale snaží CB následně utlumit cestou tzv. sterilizace.¹

¹ Centrální banky se snaží dopady svých intervencí sterilizovat, neboli neutralizovat jejich vlivy na vývoj peněžní zásoby. K tomuto účelu používá operace na volném trhu¹, kterými tak snižuje (v případě snížení M2 následkem intervencí pak zvyšuje) likviditu bank. Uvažujeme – li případ zvýšení peněžní zásoby, který vzniká přílivem PZI, pak sterilizace znamená růst úrokových sazeb, protože je nutné obchodní banky stimulovat k držbě stále většího dluhu centrální banky. To pak následně vede k nižší investiční aktivitě (viz Newton 2001b).

Z uvedeného pak vyplývá, že v malé otevřené ekonomice nelze ani dlouhodobě sterilizované intervence provádět, protože zvýšením úrokového diferenciálu dochází k dalšímu přílivu zahraničního kapitálu¹ a vzniká tzv. „začarovaný kruh“ sterilizační politiky (viz Koderová 2005, str.99). „Taktéž je třeba zmínit kumulovanou účetní ztrátu CB, která je příjemcem nižších úroků z devizových ak-

Kromě těchto “nepřímých“ dopadů na M2 vlivem intervencí CB, mohou PZI zvyšovat peněžní zásobu i dalšími způsoby. K jejich přiblížení využijeme měnového přehledu bankovní soustavy, který je vyjádřen v přehledu č. 4.

Peněžní zásoba jako primární zdroj¹ bankovní soustavy je definována peněžním agregátem M2. Na pasivní nabídkové straně se M2 skládá z agregátu M1 a quasi peněz, na straně aktiv pak z čistých zahraničních aktiv (saldo pohledávek a závazků bankovní soustavy ve vztahu k nerezidentům² v domácí i zahraničních měnách) a z čistých domácích aktiv (rozdíl likvidních pasiv a čistých zahraničních aktiv).

Přehled 4	
Měnový přehled bankovní soustavy	
Aktiva	Pasiva
Čistá zahraniční aktiva (ČZA)	Peněžní zásoba (M2)
ČZA ČNB	Peníze (M1)
ČZA ostatních měn. instit.	- oběživo
Čistá domácí aktiva (ČDA)	- netermínované vklady
Domácí úvěry	Quasi peníze (M2 – M1)
- čistý úvěr vládě	- termínové vklady v Kč
- čistý úvěr FNM	- vklady v cizí měně
- úvěry v Kč	- depozitní směnky
- úvěry v cizí měně	a ostatní dluhopisy
Ostatní čisté položky	

Zdroj: ČSÚ (2005, kap. 7), vlastní úpravy

PZI se tak mohou v růstu peněžní zásoby projevit několika způsoby. Pokud zahraniční investor koupí od rezidenta část podniku (uvažujme pro ilustraci větší než 10% podíl, abychom mohli hovořit o PZI) a platbu provede v zahraniční měně, která bude uložena na účet prodejce u jeho domácí banky, objeví se tato částka v pasivní straně měnového přehledu jako vklad v cizí měně. Dochází tak k růstu quasi peněz, a tím i peněžní zásoby. Tímto mechanismem pak příliv PZI dokáže zvyšovat likviditu domácích bank, což se může projevit ve zvýšené úvěrové emisi a dalším růstem peněžní zásoby.

Růst peněžní zásoby se ale neodvíjí pouze od nabídkové strany. K jejímu růstu prostřednictvím úvěrové emise je zapotřebí dostatečné poptávky po úvěrech,

tiv a plátcem vyšších úroků z korunových pasiv. Tato ztráta výrazně narůstá s každým procentním bodem kursového zhodnocení“ (Dědek 2000, str. 620).

Sterilizované intervence mohou být tedy účinné pouze v krátkém období a dlouhodobě mají nevýznamný účinek (viz Frait 1997, str. 630, 631).

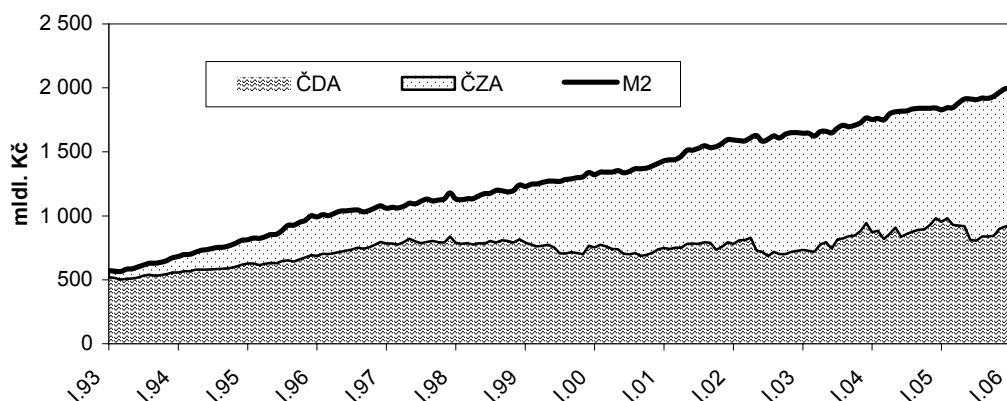
¹ Po vyloučení vkladů FNM, zdravotních pojišťoven a vkladů místních a centrálních vládních orgánů s výjimkou mimorozpočtových prostředků rozpočtových organizací (viz ČNB 2006b, str. 87).

² Kritériem pro rozlišení rezidentského a nerezidentského subjektu je především ekonomické území, země, střed ekonomického zájmu, sídlo subjektu nebo trvalé bydliště a hledisko času. Vymezení rezidentů a nerezidentů vychází ze systému národních účtů a z 5. vydání manuálu IMF k platební bilanci z roku 1993 (viz ČNB 2006b, str. 87- 88).

kteřá vřak nemusí pramenit pouze od domáćích subjektů. Někteří zahranićní investoři mají také zájem o úvěry v Kč z důvodů financování svých kapitálových vstupů do českých podniků. Mezi ně pak mohou patřit i investoři plánující PZI.

Graf 12

Struktura aktiv peněžní zásoby v ČR



Zdroj: ČNB (2006a), vlastní úpravy

Tvorba peněz tak může ve skutečnosti probíhat i přes nerezidentní okruh zvýšenou emisí úvěrů nerezidentům. Růst korunových pohledávek vůči nerezidentům se ve struktuře peněžní zásoby projeví růstem čistých zahraničních aktiv¹ (viz ČNB 1999). Vývoj struktury aktiv peněžní zásoby v ČR ukazuje následující graf.

Je patrné, že dlouhodobě podíl ČZA ve struktuře peněžní zásoby roste. To je způsobeno obecně zahraničním kapitálem, jak však uvádí Marek (2001), přírůstek čistých zahraničních aktiv významně souvisí s růstem PZI. Je však třeba ještě posoudit, jaký je dopad růstu peněžní zásoby na měnový kurz.

3.3.3. Vliv peněžní zásoby na reálný měnový kurz

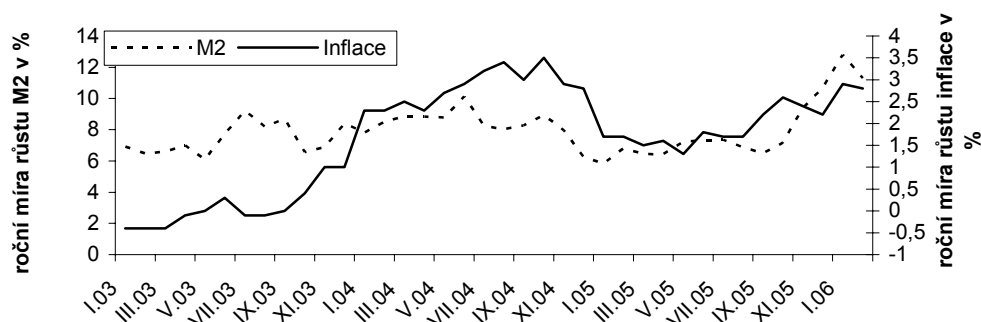
Roste – li cenová hladina v ekonomice rychleji než v zahraničí, reálná kupní síla se při omezené možnosti změny nominálního měnového kurzu dané úzkým fluktuačním pásmem zvyšuje. Dochází tak k reálnému nadhodnocení měny a reálný kurz posiluje. Vzhledem k vlivům PZI na peněžní zásobu, které jsme právě ukázali, nás bude momentálně zajímat právě vliv peněžního agregátu M2 na reálný měnový kurz. K tomuto účelu však musíme zjistit souvislosti mezi vývojem peněžní zásoby a inflace.

¹ Z měnového přehledu 4, který vyjadřuje soubornou bilanci všech bank emitujících v zemi peníze, vyplývá, že přírůstek peněžní zásoby lze vyjádřit účetní identitou: (1) $\Delta M = \Delta ČDA + \Delta ČZA$, která tak říká, že změna peněžní zásoby je dána součtem změn čistých domácích a zahraničních aktiv bankovního sektoru. Růst ČZA tak ceteris paribus zvyšuje i M2.

Vztah mezi vývojem peněžní zásoby a inflací je často diskutovaný problém a různé ekonomické teorie mu přiřkládají rozdílnou důležitost (viz ČNB 2004b, ročník 96, str. 66). Krajní variantu tohoto vztahu vyjadřuje známá kvantitativní teorie peněz (viz např. Holman 2004), která vychází z předpokladu stabilní poptávky po penězích (tedy i důchodové rychlosti oběhu peněz) a stavu ekonomiky na úrovni potenciálního produktu. Za těchto předpokladů je vztah mezi růstem peněžní zásoby a cenové hladiny proporcionální¹.

Graf 13

Roční růst M2 a inflace v ČR



Zdroj: ČNB (2006a), vlastní úpravy

Zmíněné předpoklady jsou však v reálném světě splněny jen zřídka. Nachází-li se ekonomika v době recese pod hranici plného využití kapacit, mohou změny v množství peněz v oběhu vést k růstu produkce a cenovou hladinu ovlivnit jen minimálně. Další kritiku pak představuje teorie endogenních peněz, která klade důraz na opačnou závislost mezi penězi a makroekonomickými veličinami (viz Holub 1997b). Přes uvedené výhrady však bylo empirickými analýzami ukázáno (viz Číhák, Holub 1998, Holub 1997b), že v ČR kauzalita mezi M2 a inflací existuje (sice ne proporcionální, jak tvrdí monetaristická teorie). Ovšem díky pomalému přizpůsobování na trhu statků a peněz existuje mezi vývojem peněžní zásoby a inflací časové zpoždění². Někteří autoři hovoří o zpoždění 6 - 12 měsíců (viz Lazarová, Tůma, 1995), jiní o 4 – 7 měsíčním (viz Holub 1997b).

Graf 10 ukazuje míru inflace vyjádřenou přírůstkem spotřebitelských cen ke stejnému měsíci předchozího roku společně s ročním procentuálním vývojem peněžní zásoby. Vidíme, že tyto dvě řady mají skutečně tendenci pohybovat se

¹ Tzn. zvýšení růstu M2 o 1 procentní bod se projeví zvýšením inflace také o jeden procentní bod.

² Doba zpoždění se může pro různé empirické odhady lišit v závislosti na analyzovaném časovém období. Rychlost ekonomických subjektů na změny monetární politiky je taktéž závislá na tom, zda ji očekávali či nikoliv (viz Holub 1997b, str. 711).

společně, přičemž růst spotřebitelských cen následuje vývoj peněžní zásoby s určitým zpožděním.¹

Z výše uvedeného vyplývá, že vývoj peněžní zásoby M2 v ČR má dopad na vývoj cenové hladiny. Pokud bude tento růst rychlejší než růst cenové hladiny v zahraničí (což v nízkoinflační EU není natolik složité), pak bude růst peněžní zásoby způsobovat reálnou apreciaci měnového kurzu.

¹ Jonáš (1996) však uvádí, že na počátku transformace růst M2 nezpůsobil razantně vyšší inflaci díky poklesu rychlosti obrátu M2 ve vztahu k nominálnímu HDP.

4. Empirické verifikace hypotéz

V předchozím textu už bylo ukázáno, jak se PZI projevují v PB a jak se tyto vlivy mohou následně promítat do vývoje měnového kurzu. V této části práce se proto pokusíme některé dopady přímých investic na PB blíže teoreticky popsat a pak následně empiricky ověřit. Provedené testy by tak měly poskytnout další poznatky o vlivech PZI na PB a na měnový kurz.

4.1. Hypotéza obchodní bilance

V kapitole č. 2 se hovořilo o motivech zahraničních investorů, na jejichž základě lze odhadovat budoucí vliv investice v hostitelské zemi. Nyní se pokusíme tento koncept blíže přiblížit. Budeme přitom vycházet z přístupu Roota (1994), který určil základní typy motivů zahraničních investorů (viz kap. 2). Na těchto úvahách pak Brouthers (1996) formuloval základní hypotézy o dopadech PZI na obchodní bilanci hostitelské ekonomiky. Tyto hypotézy se pokusíme ověřit u 25 států Evropské unie.

4.1.1. Teoretický rámec modelu

Podle Broutherse (1996) může odlišná motivace vstupujících PZI mít rozdílný dopad na obchodní bilanci hostitelské země. Přestože je pravděpodobné, že většina zemí bude příjemcem obou druhů investic, totožné charakteristiky jednotlivých států však mohou způsobit, že v přílivu PZI převáží shodně motivovaný typ investice.¹ Rozdělíme-li země těchto podobných vlastností na rozvíjející se země (RZ) a vyspělé země (VZ)², můžeme pak předpokládat, že PZI směřující do RZ jsou motivovány levnějšími výrobními faktory, zatímco do VZ investují firmy především z důvodu hledání nových trhů (chtějí totiž získat podíl na trhu, který by pro ně byl díky skutečné nebo očekávané ochranářské politice hostitelské země nepřístupný).

Do vyspělých států mohou samozřejmě také směřovat investice motivované hledáním nových výrobních faktorů. Často mají hlavní cíl využít jistou kompa-

¹ Toto tvrzení můžeme ilustrovat následujícím příkladem. Firma, která je motivována hledáním levnějších výrobních faktorů, investuje např. do země, ve které jsou nižší mzdy. Další firmy motivované stejným cílem pak budou do této země investovat také, protože se dá předpokládat, že mzdy budou nižší i v jiných oborech (Root, 1994, cit. Brouthers, str. 360).

² Dělení zemí pro testování bude na základě IMF (2001).

rativní výhodu daného státu a pak hotové výrobky zpět reimportovat na domácí trh (viz Nauwelaerts 2004, str. 17). Tento druh investic, který není zaměřen na poptávku v hostitelské zemi a chce výrobky reimportovat, bude samozřejmě přispívat k zvýšení exportů hostitelské země.¹ Jak ovšem podotýká Root, náklady, spojené se vstupem do vyspělé země, jsou poměrně vysoké a zvyšují tak stupeň svázanosti investice s danou zemí. Tento fakt společně se snahou o navrácení investice a dosažení zisků vytváří předpoklady pro další investování v hostitelské zemi – tentokrát však už k proniknutí na domácí trh. Je tedy pravděpodobně, že ačkoli původní investice byla v duchu „defenzivní strategie“, následující reinvestování už má spíše ofenzivní charakter, zaměřený na hledání nového trhu v hostitelské zemi, bez motivu reimportování.

Orr (1991) se ve své práci také přiklání k závěru, že investice vyhledávající trh, mají spíše negativní dopad na obchodní bilanci hostitelské ekonomiky. Za určitých specifických podmínek, kdy by vstupující PZI využívaly domácí dodavatele a vyráběly takové zboží, které substituuje importované komodity, a které je zároveň ze země vyváženo, by působily na celkové saldo obchodní bilance pozitivně. Pokud však tyto podmínky nejsou splněny, „*investice zaměřené na hledání nových trhů vedou k obchodnímu deficitu*“ (Brouthers, 1996 str. 360). Co se týče investic směřující do RZ s motivem využívat levnějších výrobních faktorů, je pravděpodobné, že budou hotové výrobky z hostitelské země vyvážet a celkově tak působit na obchodní bilanci kladně.

4.1.2. Sestavení testovaných hypotéz

V předchozím textu jsme přijali předpoklad, že PZI motivované hledáním nových trhů směřují do vyspělých států, kde mají většinou negativní dopad na obchodní bilanci. Můžeme tak z toho usoudit, že VZ s vysokým přílivem přímých investic by měly mít, na rozdíl od těch s nízkými přílivy, horší saldo obchodní bilance. RZ jsou dle předchozích úvah příjemci exportně orientovaných PZI hledající levnější výrobní faktory. U rozvojových států se většinou očekává, že budou mít negativní obchodní bilanci.² Pokud se však RZ stane příjemcem vysokého množ-

¹ Tento druh investic zaměřený na reimport zboží je v anglicky psané literatuře označován jako „defensive“ narozdíl od investic, které jsou zaměřeny na domácí trh, které jsou shrnuty pod pojmem „offensive“ (viz Nauwelaerts 2004).

² To je způsobeno skutečností, že exporty RZ nejsou dostatečně velké k profinancování dovážených statků (díky menší konkurenceschopnosti) a díky nepříliš velkým rezervám, které by mohly financovat série deficitů.

ství exportně orientovaných PZI, bude to mít na obchodní bilanci určitě znatelný dopad a její saldo bude podstatně lepší než u RZ s nízkým přílivem těchto investic. Podobně jako v předchozím odstavci tak můžeme i pro RZ dát do souvislosti množství přitékajících PZI a obchodní bilanci. Především závěry tvoří jádro modelu, který se bude na základě typu země a toků PZI do těchto zemí snažit vysvětlit dopad na jejich obchodní bilanci. Naše hypotézy budeme testovat modelem, jehož rámec je vyjádřen v následujícím přehledu.

		Toky PZI	
		Nadprůměrné (v rámci skupiny)	Podprůměrné (v rámci skupiny)
Typ země	VZ	saldo OB je horší než průměrné saldo ve VZ	saldo OB je lepší než průměrné saldo ve VZ
	RZ	saldo OB je lepší než průměrné saldo v RZ	saldo OB je horší než průměrné saldo v RZ

Zdroj: Brouthers (1996), str. 364, vlastní úpravy

V modelu se nachází 2 faktory: 1) množství toku PZI a 2) typ země. Na jejich základě po předchozí diskuzi usuzujeme, že saldo OB bude obecně lepší v RZ s vysokým přílivem PZI a ve VZ s nízkým přílivem. A naopak, bude horší v RZ s nízkým přítokem PZI a ve VZ s vysokým přílivem PZI. Je však třeba určit, co znamená „vysoký a nízký tok“ PZI a jak budeme mezi sebou srovnávat salda OB. K tomuto účelu poslouží průměrné hodnoty obou veličin v příslušných skupinách zemí. Vyspělé země s nadprůměrným přílivem PZI v rámci této skupiny zemí by tak měly podle našich úvah mít horší hodnoty salda OB, než je průměrné saldo v těchto zemích. Pro jednotlivé země s různými toky PZI jsou předpokládané závěry vyjádřeny v přehledu č.5.

Tento popisný model nám pomůže určit procento zemí splňující naše očekávání. Naše pozornost bude zaměřena na 25 zemí současné Evropské unie. Abychom se vyhnuli jednoletým výkyvům a celkově tak ustálili testovaný vzorek, použijeme zprůměrovaná data z let 2001 – 2004. Průměrné hodnoty toků PZI jednotlivých států ještě upravíme vydělením průměrným HDP příslušného státu z let 2001-2004. Tím snížíme rozdílnost hodnot v tocích PZI dané výkonností a bohatstvím států a budeme tak moci lépe určit, zda předpokládané hypotézy země splňují, či nikoliv. Veškerá potřebná data byla získána z internetového statistického

zdroje Eurostat (2005). Zařazení zemí do skupiny RZ nebo VZ proběhlo na základě IMF (2001).¹

Průměr relativních toků PZI v rámci skupiny vyspělých zemí byl vypočítán bez Lucemburska, protože tato extrémní hodnota ovlivnila průměr natolik, že všechny ostatní VZ byly pod touto hodnotou. Testování modelu v této podobě by pak nemělo význam.²

4.1.3. Výsledek testu

Výsledky jsou vyjádřeny v následující tabulce, ve které sloupce rozdělují země na základě jejich typu a toku PZI. Hvězdičkou jsou pak označeny státy, které naše očekávání nesplnily.

Ze všech 25 testovaných států vyhovovalo předpovědi pouze 13 z nich, což není dostatečný počet pro přijetí předpokládaných tvrzení našeho modelu, ale nadpoloviční úspěšnost taktéž nedovoluje model zcela zavrhnout.

Tabulka 3

Výsledky testu Brouthersovy hypotézy obchodní bilance

Vyspělé země		Rozvíjející se země	
Průměrné toky PZI / HDP ve skupině: 0,0487 Průměrné saldo obchodní bilance: 7024 mil. Eur		Průměrné toky PZI / HDP ve skupině: 0,08 Průměrné saldo obchodní bilance: -1662 mil Eur	
Nadprůměrné toky PZI	Podprůměrné toky PZI	Nadprůměrné toky PZI	Podprůměrné toky PZI
Očekávané horší než průměrné saldo OB	Očekávané lepší než průměrné saldo OB	Očekávané lepší než průměrné saldo OB	Očekávané horší než průměrné saldo OB
Země (OB ; PZI)	Země (OB ; PZI)	Země (OB ; PZI)	Země (OB ; PZI)
Belgie* (9231; 0,102)	Dánsko (8272; 0,033)	Česká rep.* (-2142; 0,108)	Litva (-1774; 0,053)
Irsko* (32588; 0,189)	Německo (129767; 0,009)	Estonsko (-1247; 0,144)	Lotyšsko* (-1513; 0,071)
Lucembursko (-2499; 3,84)	Řecko* (-23023; 0,029)	Malta (-573; 0,084)	Maďarsko (-2508; 0,071)
Nizozemí* (26788; 0,067)	Francie* (2115; 0,03)	Kypr* (-2979; 0,1)	Polsko (6471; 0,043)
Španělsko (-41971; 0,049)	Itálie (12557; 0,016)	Slovensko (-1595; 0,092)	Slovinsko* (-624; 0,037)
	Rakousko* (1456; 0,019)		
	Portugal.* (-14347; 0,036)		
	Finsko (12357; 0,034)		
	Švédsko (17180; 0,03)		
	Velká Brit.* (-74633; 0,04)		
Splňuje 40 % zemí	Splňuje 50 % zemí	Splňuje 60 % zemí	Splňuje 60 % zemí
V rámci VZ splňuje 46,6 % zemí		V rámci RZ splňuje 60 % zemí	
Celkově naše očekávání splnilo 52 % testovaných zemí			

Zdroj: vlastní výpočty na základě dat Eurostatu (2005) a IMF (2001)

¹ Některé země, jako je ČR, Slovinsko, Malta či Kypr, jsou tak pro testování brány stále jako rozvíjející se země, ačkoliv v současnosti už tento status nemají. O tom, do které skupiny zemí se zařadí bylo nutno rozhodnout k jednomu z roků 2001-2004. Pro naše účely tak „status“ země k prvnímu roku, pro něž byly získávána data, byl nevhodnější.

² Ze stejného důvodu byl průměr salda OB pro skupinu RZ počítán bez obchodní bilance Polska.

Lepších výsledků bylo dosaženo pro skupinu RZ, ve které 60 % zemí s nadprůměrnými přílivy PZI mělo skutečně saldo OB v rámci RZ-průměru lepší. Stejně procento zemí s podprůměrnými přílivy PZI mělo saldo OB také podprůměrné. Pokud by tak předpoklady modelu platily, mohli bychom pro tyto země do jisté míry objasnit „nepřímé“ efekty PZI na PB (pro delší období).

Vysoký příliv PZI bude v krátkém období díky jednorázovým tlakům na apreciaci domácí měny sice obchodní bilanci zhoršovat (viz kapitola č.2). Ovšem přicházející investice budou díky svým motivům exportně orientované (podle předpokladů modelu) a budou na obchodní bilanci po odeznění krátkodobých vlivů působit pozitivně. Tím také budou působit na zhodnocování měny hostitelské země (v případě vysokého deficitu BÚ, který nebude zcela profinancován přílivem zahraničního kapitálu, budou PZI svým proexportním zaměřením zmírňovat případné tlaky na znehodnocování měny).

V rámci skupiny VZ byla úspěšnost modelu menší než 50 %. Znamená to tedy, že Brouthersovy předpoklady o vývoji obchodní bilance na základě toků a motivů PZI do VZ nemůžeme potvrdit (alespoň pro testované vyspělé země v rámci EU). Výpočty spíše naopak ukazují, že i pro skupinu VZ platí stejné předpoklady o průměrných tocích PZI a průměrném saldu obchodní bilance, jako pro skupinu RZ.¹

Výsledky nebyly pro námi testované země natolik jednoznačné, abychom mohli přijmout předpoklady modelu a vyvodit tak konkrétní závěry o vlivech PZI na OB hostitelské země. Při troše zjednodušení bychom však mohli říci, že pro nadpoloviční počet testovaných států se potvrdilo, že země s vysokým přílivem PZI mají v průměru lepší saldo OB narozdíl od zemí s nízkým přílivem, které pak mají saldo obchodní bilance v průměru horší. To by ukazovalo na exportní charakter přitékajících PZI s příslušnými pozitivními dopady na saldo OB a s tím souvisejícími vlivy na měnový kurz.

¹ Tento závěr je však třeba díky malému počtu zemí ve skupině vyspělých zemí s nadprůměrnými toky PZI brát s jistou rezervou.

4.2. Test životního cyklu PZI

V kapitole 3.2 byl zmíněn životní cyklus investice (FDI financial life cycle) jako jeden z faktorů, který ovlivňuje výši reinvestovaných zisků PZI v hostitelské zemi. Reinvestované zisky však nepředstavují žádný pohyb na devizovém trhu a kromě nepřímých efektů vznikajících na základě zkreslení ukazatelů vnější rovnováhy země tak nemají žádný přímý vliv na vývoj měnového kurzu domácí ekonomiky.

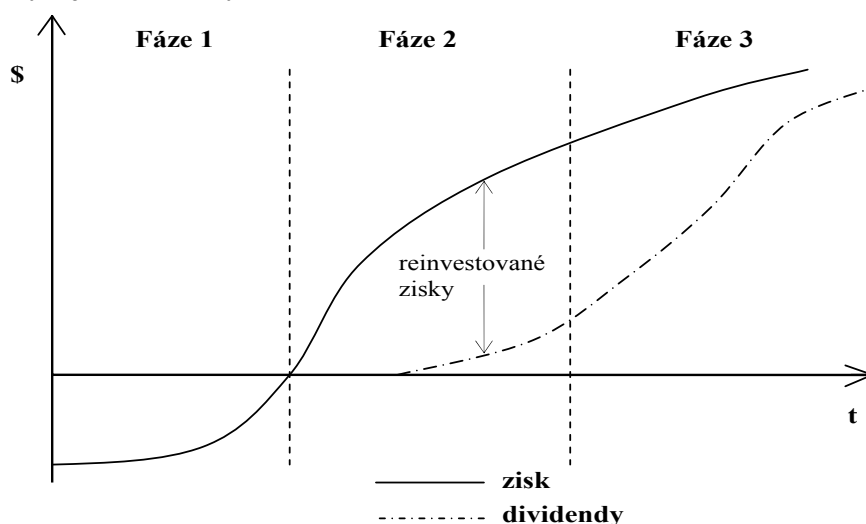
Jiná situace nastává v případě repatriování dividend. Hromadná konverze zisků do zahraničních měn mateřských společností pak už může představovat významný tlak na kurz hostitelské země. Zda se investoři rozhodnou repatriovat zisky závisí také na životním cyklu PZI. Z tohoto důvodu se pokusíme tento koncept podrobněji popsat a následně u vybraných tranzitivních států empiricky ověřit. Potvrzení platnosti v těchto státech by pak mohlo přinést další odpovědi v otázkách budoucích vlivů PZI na měnový kurz.

4.2.1. Teoretický popis cyklu

Životní cyklus investice se podle tohoto přístupu teoreticky dělí do třech období, jak je ukázáno v grafu č. 14¹.

Graf 14

Vývoj životního cyklu PZI



Zdroj: Brada, Tomšík (2003, str. 22), vlastní úpravy

¹ Časové rozdělení jednotlivých fází je pouze ilustrativní.

Vlivem vysokých počátečních nákladů je investice v prvním období ztrátová. Délka této první fáze „života“ se může pro různé typy investic podstatně lišit. V případě akvizic¹ je obvykle kratší, pokud se investorovi podaří původní firmu správně a rychle reorganizovat. U investic na zelené louce je doba potřebná k vybudování zařízení a k zaškolení pracovníků delší, proto i první fáze cyklu trvá déle.

V druhém období životního cyklu se firma dostává ze ztráty k tvoření zisku. Výkonnost podniku roste stejně tak jeho konkurenceschopnost. S úspěšným rozvojem podniku jsou však spojeny potřeby dalších dodatečných investic za účelem rozšíření výrobních kapacit a získání většího podílu na trhu. Proto v okamžiku tvorby prvního zisku je tento kapitál zpět reinvestován (NEWTON 2003a, str. 4).

Výše reinvestovaných zisků a samotná délka druhého období se odvíjí od konkrétní situace na trzích, na které se firma zaměřuje. To je pro firmu hlavním ukazatelem, do jaké míry je potřeba pokračovat s rozšiřováním svých kapacit. Dividendy v tomto období cyklu tak nejsou vypláceny vůbec, nebo jen v minimálním poměru k výši reinvestovaného zisku.

V poslední třetí fázi podnik dosáhne tzv. „dospělosti“ a jeho podíl na trhu, stejně tak jeho ziskovost, se stabilizuje. Je více než pravděpodobné, že se mateřská společnost v této fázi rozhodne repatriovat zisky ve formě výplaty dividend. Reinvestované zisky pak samozřejmě poklesnou v poměru k celkovým ziskům² (viz Brada, Tomšík 2003).

Životní cyklus investice se může jevit významný především v tranzitivních ekonomikách, kde byl stav PZI na počátku transformace minimální. Během předchozích 15 let se ale těmto zemím podařilo přilákat významné množství přímých investic. Přestože délka jednotlivých „životních“ cyklů se pro různé typy investic liší, většina PZI se v současnosti může nacházet ve stejné fázi a jejich společný přesun do fáze repatriování zisků by mohl způsobit významný tlak na znehodnocení domácí měny.

Následujícím testem se proto pokusíme ukázat, zda životní cyklus PZI platí v deseti tranzitivních zemích³ během let 1993-2004. Díky už zmíněné sku-

¹ V tranzitivních zemích jsou to převážně privatizační PZI.

² Podle Brady a Tomšíka (2003) míra reinvestovaných zisků klesá rychleji v tranzitivních zemích ve srovnání s vyspělými zeměmi.

³ Použili jsme data těchto zemí: Bulharsko, Česká republika, Chorvatsko, Estonsko, Maďarsko, Litva, Lotyšsko, Polsko, Slovensko a Slovinsko.

tečnosti o minimálních stavech PZI v těchto zemích na počátku 90. let, jsou tyto země vhodné i pro testování platnosti samotného životního cyklu PZI. Problém může nastat v případě, že PZI ještě v některých zemích všech fází cyklu nedosáhly, což se týká zejména poslední fáze repatriování zisků. Tato skutečnost by pak mohla zapříčinit zamítnutí testované hypotézy i v případě, že hypotéza platí, ale máme k testování nedostatečně dlouhou časovou řadu.

4.2.2. Testované hypotézy

Základní myšlenka testu vychází z práce NEWTONu (2003a). Samotné testování je založeno na ověření dvou hypotéz, které blíže souvisí s hypotézou životního cyklu. První **hypotéza** říká, že postupem času by mělo docházet k růstu ziskovosti investice. Podle **hypotézy** druhé by firma měla s rostoucí ziskovostí přecházet z fáze reinvestování do stádia vyplácení dividend, tzn., že podíl dividend na celkovém zisku z investice by měl růst.

Ztěžující skutečností ovšem je, že je třeba brát v úvahu časovou souvislost v přílivu, ziskovosti a dividendami PZI. V roli vysvětlující proměnné proto musí stát veličina, které zohlední nejen výši přílivu PZI, ale také její „stáří“. Nadefinujeme pomocnou proměnnou vintage¹, která starším investicím přiřadí z důvodu již předpokládané tvorby zisku vyšší váhu. Proměnná vintage V_t je definovaná:

$$V_t = \frac{PZI_{t-1} + 2.PZI_{t-2} + 3.PZI_{t-3} + \dots + n.PZI_{t-n}}{PZI_{t-1} + PZI_{t-2} + PZI_{t-3} + \dots + PZI_{t-n}}$$

kde index t představuje sledovaný rok a PZI_t je výše přílivu přímých zahraničních investic ve sledovaném roce t . Pro rok 1994 je tedy proměnná vintage

rovná jedné, protože: $V_{1994} = \frac{PZI_{1993}}{PZI_{1993}} = 1$. Předpokládá se tak, že stav PZI na počátku roku 1993 byl nulový². Dvě výše zmíněné hypotézy pak můžeme vyjádřit následujícími rovnicemi, které využívají pomocné proměnné vintage V_t .

$$(1) \quad \frac{P_t}{PZI_t} = a + b.V_t$$

¹ Názvosloví je přejato z použitých zdrojů (viz Brada, Tomšík 2003, Newton Holding, a.s. 2003).

V tomto významu by se dalo přeložit jako „stáří“ investice, čili doba, kterou je investice v hostitelské zemi.

² Uvážíme-li, že příliv PZI v době centrální plánované ekonomiky a na počátku 90. let byl minimální, není pak tento předpoklad úplně nereálný. Např. celkový stav PZI v ČR na počátku roku 1993 byl pouhých 6% ze stavu PZI na konci roku 2003, Zdroj dat: Matejašák (2004, str. 62), ČNB, vlastní výpočty.

$$(2) \quad \frac{D_t}{P_t} = c + d.V_t$$

kde index t opět představuje příslušný rok, P_t vyjadřuje zisk v roce t ze stavu PZI a D_t je výše dividend repatriovaných zahraničními investory v příslušném roce t . Z teorie pak vyplývá, že hodnoty b a d by měly být v případě potvrzení hypotézy kladné, aby tak vystihovaly pozitivní závislost vysvětlující proměnné *Vintage* na podíl zisku a stavu PZI - rovnice (1) a na podíl dividend a celkového zisku - rovnice (2).

K ověření výše uvedených hypotéz je potřeba znát roční data o stavu, výši zisků a dividend PZI v jednotlivých zemích. Data pro všechny testované státy byla získána z IMF (2005). Pro počáteční roky testování (1993 -1995) jsme se potýkali u některých států (Bulharsko, Litva, Slovensko) s chybějícími daty a to především u množství vyplacených dividend z PZI. Ostatní státy už měly data kompletnější. Testovaný vzorek by tak měl být pro naše účely dostatečný.

4.2.3. Výsledek testu

Vzhledem k charakteru dat byly použity pro testování metody pro panelová data, konkrétně model s fixním a náhodným efektem, které nám pomohou se lépe vyrovnat s rozdílnými charakteristikami testovaných států (viz Wooldridge 2003 kap. 14). Pro samotné testování však potřebujeme do rovnic (1) a (2) přidat jistý stochastický prvek. Budeme proto každou rovnici zvlášť testovat v následujícím tvaru:

$$(1^*) \quad \frac{P_{it}}{PZI_{it}} = a_i + b.V_{it} + u_{it}$$

$$(2^*) \quad \frac{D_{it}}{P_{it}} = c_i + d.V_{it} + v_{it}$$

kde t je časový index a i představuje index jednotlivých zemí. V modelu s fixním efektem je pak a_i (c_i) parametr, zatímco v modelu s náhodným efektem představuje a_i (c_i) náhodnou proměnnou.

Díky nekompletním záznamům pro testované země však musíme pracovat s nebalancovaným panelem, což v jistých případech může způsobit vychýlení odhadu. Příčina scházejících dat však není korelována s charakteristickou chybou u_{it} (v_{it}), jelikož je způsobena spíše technickými obtížemi, a proto by nebalancovaný

panel neměl v tomto případě způsobovat problémy (viz Wooldridge 2003 kap. 14). Odhady pro rovnici (1*) jsou uvedeny v následující tabulce.

Odhady fixních efektů v tomto i následujícím testu nebudou uvedeny, protože nejsou pro naši interpretaci relevantní. Na základě Hausmanova testu jsme nemohli na 5% hladině významnosti zamítnout hypotézu o nekorelovanosti disturbancí s vysvětlující proměnnou a tedy o vhodnosti použití modelu s náhodným efektem.

Tabulka 4

Odhady rovnice (1*) panelovou regresí s fixním a náhodným efektem

Model s fixními efekty				
Parametr	Odhad	Směr. odchylka	t- statistika	p- value
b	0,00821	0,002748	2,989	[0.004]
R²	Upravené R²	Počet pozorování	Rozptyl reziduí	
0.4348	0.3623	89	0.0007144	
Model s náhodnými efekty				
Parametr	Odhad	Směr. odchylka	t- statistika	p- value
b	0.009235	0.002689	3.435	[0.001]
R²	Upravené R²	Počet pozorování	Rozptyl a_i	Rozptyl u_{it}
0.1521	0.142	89	0.0002464	0.0007144

Zdroj: vlastní výpočty na základě dat IMF (2005)

V obou modelech však výsledek testu hovoří shodně, a to ve prospěch testované hypotézy, neboť je koeficient u proměnné V_{it} kladný a statisticky významný. Z toho lze usuzovat, že podíl zisku na celkovém stavu kapitálu roste v závislosti na proměnné Vintage, která zohledňuje časovou složku v přílivu PZI. Jednodušeji řečeno jsme tak potvrdili, že ziskovost zahraničních investic roste v čase.

Testováním druhé části hypotézy o rostoucím poměru vyplácených dividend na celkových ziscích, která je vyjádřena rovnicí (2*), dostáváme odhady uvedené v další tabulce. Opět jsme nuceni použít nebalancovaný panel. Stejně tak jako v předchozím případě by to však nemělo způsobit vychýlení odhadu. Na základě výsledku Hausmanova testu odhadujeme i model s náhodným efektem.

Oba odhady opět hovoří shodně, tentokrát však v neprospěch hypotézy. Znaménka odhadů jsou záporná, tzn. že by měl poměr vyplácených dividend a zisků reagovat nepřímo úměrně na vývoj proměnné vintage. Taktéž statistická signifikance odhadů není příliš značná.

Tabulka 5

Odhady rovnice (2*) panelovou regresí s fixním a náhodným efektem

Model s fixními efekty				
Parametr	Odhad	Směr. odchylka	t- statistika	p- value
d	-0,0276	0,0313	-0,88218	[0.38]
R ²	Upravené R ²	Počet pozorování	Rozptyl reziduí	
0,21146	0,1263	100	0,121	
Model s náhodnými efekty				
Parametr	Odhad	Směr. odchylka	t- statistika	p- value
d	-0,0287	0,03084	-0,932	[0.351]
R ²	Upravené R ²	Počet pozorování	Rozptyl c _i	Rozptyl v _{it}
0,0083	0,00177	100	0,01775	0,121

Zdroj: vlastní výpočty na základě dat IMF (2005)

Odhady rovnice (2*) naznačují, že podíl dividend na celkovém zisku neroste. Tato skutečnost však ještě nemusí znamenat zamítnutí hypotézy životního cyklu. Jednak v některých zemích i přes narůstající podíl vyplácených dividend neroste podíl $\frac{D}{P}$ následkem stále rostoucích reinvestovaných zisků. Dalším podstatným důvodem pro negativní výsledky odhadů může být skutečnost, že testujeme i na datech z počátku přílivu PZI (od roku 1993). Vstupující PZI v následujících letech však neměly dostatek času na to, aby dosáhl již třetí fáze cyklu a začaly repatriovat zisk. Dá se proto usuzovat, že v tomto období byly výplaty dividend skutečně minimální. Odhady pak mohou být značně ovlivněny několika počátečními roky.

Pokusíme proto rovnici (2*) otestovat pro data z let 1997 – 2004. V tomto případě již máme k dispozici balancovaný panel. Výsledky jsou prezentovány tabulkou č.6.

Na základě Hausmanova testu opět uvádíme odhady pro model s fixním i náhodným efektem. Jak je možné vidět, vynechání počátečních let způsobilo v odhadu rovnice (2*) významné změny. Odhad je v tomto případě kladný a statisticky významný na 10% hladině významnosti. Lze tedy vyvodit závěr, že od roku 1997 podíl dividend na celkovém zisku roste.

Tabulka 6

Odhady rovnice (2*) pro data z let 1997-2004

Model s fixními efekty				
Parametr	Odhad	Směr. odchylka	t- statistika	p- value
d	0,0667	0,03569	1,87032	[0,066]
R ²	Upravené R ²	Počet pozorování	Rozptyl reziduí	
0,452	0,372	80	0,0778	
Model s náhodnými efekty				
Parametr	Odhad	Směr. odchylka	t- statistika	p- value
d	0,0657	0,03502	1,8767	[0,061]
R ²	Upravené R ²	Počet pozorování	Rozptyl c _i	Rozptyl v _{it}
0,0289	0,0165	80	0,04417	0,07782

Zdroj: vlastní výpočty na základě dat IMF (2005)

Provedené odhady ukazují, že životní cyklus PZI v testovaných tranzitivních zemích skutečně platí. Nejenže se ukázalo, že podíl zisku na celkovém stavu kapitálu roste, ale také se potvrdilo, že podíl dividend se na celkovém zisku časem zvětšuje. K tomuto růstu však nedochází od samého počátku přílivu PZI, ale s několika ročním zpožděním, což vystihuje dobu nutnou k přesunu investice z počáteční fáze do fáze repatriování zisků.

Doporučení pro další navazující zkoumání v tomto směru by se týkalo právě možnosti odhadnutí doby trvání jednotlivých fází životního cyklu. Také provedení testu životního cyklu na základě odvětví PZI by přispělo k možným predikcím vývoje měnového kurzu hostitelské země na základě struktury PZI v této zemi a bylo by proto přínosné. Dalším zajímavým upřesněním by mohlo být testování rozdílností v životním cyklu PZI a podniků, které nejsou pod zahraniční kontrolou.

Díky potvrzení životního cyklu investice v tranzitivních zemích tak můžeme vyslovit několik závěrů. Jednak narůstající deficit bilance výnosů (a tím i BÚ) vlivem PZI začne odpovídat skutečné nerovnováze ekonomiky, nepůjde tak již pouze o účetní zkrácení vlivem reinvestovaných zisků. Konverze zisků z dividend do zahraničních měn mateřských společností bude vytvářet tlaky na znehodnocení domácí měny. A vzhledem k faktu, že velké množství PZI se může v tranzitivních zemích nacházet ve stejné fázi cyklu, jejich hromadný přesun do fáze repatriování by mohl výše zmíněné efekty podstatně zesílit, což by mohlo narušit vnější rovnováhu země. Z uvedeného vyplývá, že PZI mohou skutečně působit jako významný faktor vývoje měnového kurzu.

◆ Závěr

Přímé zahraniční investice jsou důsledkem mnoha efektů, které se v hostitelské ekonomice obvykle neprojeví jednoznačně, což platí i pro jejich dopady na měnový kurz. Také díky poměrně krátkým zkušenostem, které většina zemí s přílivem PZI má, je analýza všech jejich dopadů místy komplikovaná a nedává jednoznačné závěry. Dílčí vlivy PZI na měnový kurz mohou působit v protichůdných směrech a celkový dopad pak závisí na velikosti jednotlivých efektů. Z tohoto důvodu se práce snažila právě přiblížit dílčí vlivy PZI na měnový kurz, přičemž některé konkrétní případy ilustrovala na datech ČR, popřípadě dalších tranzitivních států. Struktura práce byla rozdělena do čtyř základních částí.

První kapitola se týkala obecněji kapitálových toků a vymezení PZI mezi nimi. Snažila se objasnit, jaké faktory a události způsobily rostoucí integraci finančních trhů, která vedla k současné vysoké kapitálové mobilitě. Poukázala však i na to, že rozsah kapitálových toků měřený k relacím k HDP je v současnosti srovnatelný s obdobím zlatého standardu, a není proto třeba ho považovat za zcela výjimečný. První kapitola také naznačuje, jakými formami a s jakými motivy mohou PZI do hostitelské země vstupovat a poukazuje tak na to, že každý typ PZI má svá určitá specifika, na jejichž základě pak lze předvídat možné dopady na hostitelskou zemi. Tyto skutečnosti mohou hrát důležitou roli i v analýze vlivů PZI na měnový kurz a je jim proto věnována pozornost i v dalších částech práce.

Kapitola druhá se zabývala dopady PZI na platební bilanci a ukazovala, jak PZI svým vstupem a následným působením v hostitelské zemi ovlivňují finanční a obchodní poměry mezi domácí ekonomikou a vnějším světem. Vzhledem ke skutečnosti, že většina operací, zaznamenaných v platební bilanci, se v konečném důsledku projeví na devizovém trhu, analýza dopadů PZI na platební bilanci mohla leccos napovědět o jejich vlivech na měnový kurz.

Bylo ukázáno, že hlavní dopady PZI na běžný účet PB přichází přes bilanci výnosů a obchodní bilanci. V krátkém časovém horizontu způsobují PZI svým vstupem prohloubení obchodního deficitu následkem zhodnocení měny a vyššímu dovozu investičního zboží potřebného pro zahájení provozu. V delším časovém horizontu se bude vliv PZI na obchodní bilanci odvíjet především od motivů, se kterými inves-

toři do hostitelské země vstupují. Lze totiž očekávat odlišnou exportní výkonnost investic na základě sektorů, do kterých směřují.

Bilance výnosů je pak ovlivněna především reinvestovanými zisky, které však nepředstavují skutečný pohyb na devizovém trhu a opticky tak deficit BÚ navyšují. Tím je způsobeno zkreslení ukazatelů vnější rovnováhy ekonomiky, což může „vylekat“ investory a zapříčinit tak nárazový odliv kapitálu způsobující tlaky na znehodnocení měny. Časem se bude navíc deficit bilance výnosů zvyšovat díky repatriovaným ziskům, které už většinou devizovým trhem prochází.

Další část práce se snažila přiblížit dopady PZI na měnový kurz z časového hlediska. Mezi vlivy, projevujícími se v kratším období, patří např. nárůst poptávky po domácí měně související se vstupem PZI a nutností financovat investici v měně hostitelské země nebo pouze očekávání přílivu PZI. To dokáže také významně ovlivnit kurzový vývoj, protože očekávání budoucí směny deviz za domácí měnu, a tím její zhodnocení, se projeví ve zvýšené poptávce po této měně s cílem její budoucí výhodné konverze.

Dopady PZI v dlouhodobějším horizontu byly už zmiňovány v souvislostech s motivy vstupu investice. Kromě těchto vlivů způsobují však PZI i další následky, projevující se např. růstem cenové hladiny. Jednou z příčin jsou vyšší mzdy v podnicích se zahraniční kontrolou, což se časem může promítnout i do růstu mezd v domácích podnicích bez patřičné produktivity práce. Dochází tak k působení tzv. B - S efektu. Růst mzdových nákladů bez růstu produktivity musí být ale kompenzován zvyšováním cen, aby byla udržena požadovaná rentabilita a dochází tak ke zvýšení cenové hladiny. Při systému fixního kurzu se růst cenové hladiny, za předpokladu pomalejšího růstu zahraniční cenové hladiny projeví reálným zhodnocením kurzu. Při systému plovoucího měnovém kurzu se pak působení B-S efektu rozdělí mezi nominální zhodnocení měny a růst relativní cenové hladiny.

Pokud budeme předpokládat, že růst peněžní zásoby se může za určitých okolností odrazit také v růstu cenové hladiny, dostáváme se tak k dalšímu „kanálu“, kterým mohou PZI měnový kurz ovlivnit. PZI totiž působí poměrně významně na růst peněžní zásoby. K tomu dochází jednak nepřímo vlivem intervencí centrální banky, ale také přímo díky růstu likvidity domácích bank a následným zvýšením úvěrové emise. Růst peněžní zásoby je však ovlivněn i poptávkou stranou, tj. poptávkou po úvěrech. Vzhledem tomu, že zahraniční investoři mohou mít také zájem o úvěry v měně hostitelské země, tvorba peněz tak může probíhat i přes nerezidentní

okruh zvýšenou emisí úvěrů nerezidentům. Pokud se tento nárůst M2 projeví v růstu cenové hladiny, bude to mít za určitých podmínek už výše zmíněné dopady na reálný, popř. nominální měnový kurz.

Poslední kapitola se snažila navázat na některé již připomenuté teorie popisující vlivy PZI na PB s cílem tyto přístupy podrobněji přiblížit a následně empiricky ověřit. Testovány byly dvě hypotézy. První z nich se týkala vlivů PZI na obchodní bilanci hostitelské ekonomiky na základě motivů vstupu investice, druhá hypotéza fáze životního cyklu PZI.

Při sestavování prvního modelu jsme vycházeli z předpokladů, že PZI motivované hledáním výrobních faktorů budou spíše exportně orientované (tzn. budou zlepšovat OB hostitelské země) na rozdíl od investic, které hledají nový trh. Následně jsme ukázali, že podobné charakteristiky zemí mohou způsobit, že v přílivu PZI do těchto států budou převažovat shodně motivované investice. Na základě těchto úvah byl sestaven testovaný model, že RZ s relativně velkým přílivem PZI budou mít obecně lepší saldo OB než RZ s nízkým přílivem, protože jsou cílem exportně orientovaných PZI. Zatímco VZ s relativně vysokým přílivem PZI by měly mít horší saldo OB než VZ s nízkým přílivem, protože budou do nich směřovat spíše importně orientované investice.

Testování proběhlo pro 25 zemí současné EU na základě dat z let 2001 – 2004. Pro skupinu RZ splnilo naše předpoklady 60 % z nich. Pro skupinu VZ pouze necelých 47 %. Na základě výsledků tak nelze předpoklady testovaného modelu přijmout a učinit tak jednoznačné závěry o vlivu PZI na OB a souvisejících vlivech na měnový kurz. Pro nadpoloviční většinu testovaných států (včetně VZ) se ale ukázalo, že státy s nadprůměrným přílivem PZI mají obecně lepší saldo OB.

V druhé části této kapitoly jsme testovali hypotézu životního cyklu PZI, která rozlišuje 3 základní období investice. V prvním je investice díky počátečním nákladům ztrátová, ve druhé fázi se již dostává ze ztrát k tvoření zisku a tento kapitál z důvodu rozšiřování kapacit zpět reinvestuje, v třetí fázi je už investice stabilizovaná a místo reinvestování začne zisky repatriovat formou dividend. Životní cyklus PZI se může jevit významný především v tranzitivních zemích, které přilákaly v předchozích letech významné množství PZI, jež mohou v současnosti společně přecházet do poslední fáze „repatriování“. Tento hromadný přesun by pak mohl znamenat významné tlaky na devizovém trhu.

Na základě dat deseti tranzitivních zemí z let 1993-2004 se nám podařilo ukázat, že životní cyklus investice v těchto zemích skutečně platí. Narůstající deficit BÚ vlivem reinvestování tak začne repatriováním zisků odpovídat skutečné nerovnováze ekonomiky a konverze dividend do měn mateřských společností bude vytvářet tlaky na znehodnocování domácí měny. V případě hromadného přechodu investic do poslední fáze cyklu by to mohlo pro domácí ekonomiku znamenat vážné měnové problémy.

Jak je z práce patrné, PZI mohou působit na měnový kurz jak ve směru jeho zhodnocování, tak i opačně. To jen nasvědčuje už dříve zmíněnému tvrzení, že PZI jsou poměrně složitým jevem, který se promítá do mnoha oblastí domácí ekonomiky a přímo, či nepřímo ji pak ovlivňuje. Tato nejednoznačnost pak komplikuje formulovat konkrétní závěr aplikovatelný na jakoukoliv zemi. Jednou z možností porozumět vlivům PZI na měnový kurz je právě přes analýzu jejich dílčích efektů, což bylo také hlavní náplní této práce...

◆ Literatura:

Agarwal, J. P. (1996): *Přímé zahraniční investice v transformujících se evropských zemích – důsledky pro rozvojové země*. Politická ekonomie, 1996, č. 6.

Benáček, Prokop, Víšek (2003): *Determining Factors of the Czech Foreign Trade Balance: Structural Issues in Trade Creation*, ČNB, Working paper č. 3, 2003.

Benáček, V. (2000): *Přímé zahraniční investice v české ekonomice*, Politická ekonomie, 2000, č.1.

Brada, J. C., Tomšík, V. (2003): *Reinvested Earnings Bias, the „Five-Percent“ Rule and the Interpretatio of the Balance of Payments – with an Application to Transition Economies*. The William Davidson Institute, WD Working Paper Numer 543, February 2003, dostupné na <http://econpapers.repec.org/paper/wdipapers/2003-543.htm> (14. 12. 2005).

Brouthers, (1996): *The agregate impact of firm's FDI strategie on the trade balance sof host countries*, Journal of International Business Studies, Vol. 27, No. 2, 1996, str. 359 – 373, dostupné na www.jstor.org.

Bureš, Jiří (1991): *Devizový kurs a makroekonomická politika v období přechodu k tržní ekonomice*, Finance a úvěr, 1991, č. 2.

CIA (2005): *The World Factbook*, Central Inteligence Agency, 2005, ISSN 1553-8133, dostupné na: <http://www.cia.gov/cia/publications/factbook/index.html> (4.4.2006).

Cohen, J., Cohen, P. (1975): *Applied Multiple Regression / Correlation analyzis for the Behavioral science*, Halsted Press Division John Wiley & \Sons, Inc., New York, 1975, 490 s., ISBN: 0-470-16360-7.

Crook, Clive (1992): *Fear of finance*, The Economists, World economy survey, 19.9.1992, dostupné na <http://search.epnet.com/login.aspx?direct=true&db=aph&an=9210193345> (20. 1. 2006).

Čihák, M., Holub, T. (1998): *Cilování inflace v ČR: staré víno v nových lahvích*, Finance a úvěr, 1998, č. 4.

ČNB (1999): *Analýza vývoje peněžní zásoby*, Česká národní banka, Praha, červenec 1999, dostupné na: http://www.cnb.cz/www.cnb.cz/cz/menova_politika/zpravy_o_inflaci/boxy_a_prilohy/mp_zpinflace_prilohy_c_99_cervenec_b1.html, (15. 4. 2006).

ČNB (2001): *Strategie řešení kursových dopadů přílivu kapitálu z privatizace státního majetku a z dalších devizových příjmů státu*, dostupné na: <http://www.cnb.cz> (3. 4. 2006).

ČNB (2003): *Přímé zahraniční investice - 2001*, Česká národní banka, Praha, březen 2003.

ČNB (2004a): *Zprávy o vývoji platební bilance*, Statistické publikace. Praha, Česká národní banka, 2004 -1997, dostupné na http://www.cnb.cz/www.cnb.cz/cz/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/zpravy_vyvoj_pb/index.html (21. 3. 2006).

ČNB (2004b): *Výroční zprávy české národní banky*, ČNB, 2004 - 1995, dostupné na http://www.cnb.cz/www.cnb.cz/cz/o_cnb/hospodareni/vyrocnizpravy.html (6. 4. 2006).

ČNB (2005a): *Statistika platební bilance*, Praha, Česká národní banka, prosinec 2005.

ČNB (2005b): *Přímé zahraniční investice - 2003*, Česká národní banka, Praha, březen 2005.

ČNB (2006a): *Databáze agregovaných časových řad ARAD – verze web*, Česká národní banka, 2006, dostupné na: <http://www.cnb.cz/docs/ARADY/html/index.htm>.

ČNB (2006b): *Indikátory měnového a hospodářského vývoje*, Česká národní banka, Praha, únor 2006, dostupné na: http://www.uddz.cz/www.cnb.cz/cz/statistika/dalsi_statistiky/INDIKATORY_CS.PDF (21. 4. 2006).

ČSÚ (2005): *Statistická ročenka České republiky 2005*, Český statistický úřad, Praha, 2005, dostupné na: http://www.czso.cz/csu/edicniplan.nsf/publ/10n1-05-_2005.

Dědek, O (2000): *Příčiny a průběh měnových turbulencí v ČR v roce 1997*, Politická ekonomie, 2000, č. 5.

Dědek, O., Derviz, A. (1996): *Kurová politika rozšířeného oscilačního pásma*, Politická ekonomie, 1996, č. 5.

Durčáková, J., Mandel, M. (2003): *Mezinárodní finance*. 2 doplněné vydání, Management press, Praha 2003, 394 s., ISBN: 80-7261-090-2.

Dvořák, Tomáš: (1996): *Je příliv kapitálu do české republiky inflační?*, Politická ekonomie, 1996, č. 4.

Eurostat (2005): *Volně dostupná statistická databáze pro EU*, dostupné na: <http://europa.eu.int/comm/eurostat/>.

Fabella, R.(1996): *The Debt- Adjusted Real Exchange Rate*. Journal of International Money and Finance, 1996, č. 3.

Fernandes, Arias (1996): *The new wave of private capital inflows: Push or Pull?*, Journal of Development Economics 48, str. 389-418.

Frait, J. (1996): *Mezinárodní peněžní teorie*. 1. vydání, Ostrava, VŠB-TU 1996, ISBN: 80-7078-395-8.

Frait, J. (1997): *Intervence na devizových trzích v teorii a empirii*, Finance a úvěr, 1997, č. 10.

Frait, J. (1999): *Dluhově přizpůsobený reálný devizový kurz české koruny*, Politická ekonomie, 1999, č. 1.

Frait, J., Komárek, L. (1999a): *Dlouhodobý rovnovážný reálný měnový kurz koruny a jeho determinanty*, ČNB, VP č. 9, 1999.

Frait, J., Komárek, L. (1999b): *Zahraniční dluh, kapitálové toky a reálný měnový kurz*, ČNB, VP č. 4, 1999.

Frait, J., Komárek, L. (1999c): *Kapitálové toky a měnové kurzy v globalizované ekonomice*, Studie Národohospodářského ústavu Josefa Hlávky, březen 1999.

Hernandez, L. (2001): *Determinants of private capital flows in the 1970s and 1990s*. IMF Working Paper 01/64.

Holman, Robert (1993): *Reálný devizový kurs, diferencovaná zboží a neobchodní zboží*, Finance a úvěr, 1993, č. 2.

- Holman, Robert** (2004): *Makroekonomie- středně pokročilý kurz*, C. H. Beck, Praha, 2004, 424 s., ISBN: 80-7179-764-2.
- Holub, Tomáš** (1997a): *Příliv zahraničního kapitálu do ČR*, Finance a úvěr, 1997, č. 9.
- Holub, Tomáš** (1997b): *Analýza inflace v ČR*, Finance a úvěr, 1997, č. 12.
- IMF** (1997): *Capital flows to emerging markets - a historical perspective (Annex VI)*, Washington, D.C., IMF, 1997, dostupné na: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/97icm/pdf/file14.pdf>.
- IMF** (2001): *Direction of Trade Statistics Yearbook*, Washington, D.C., IMF, 2001.
- IMF** (2005): *Balance of Payments Statistics Yearbook, Part 1: Country Tables*, Washington, D. C., IMF, 2005, Vol. 56, ISBN: 1-58906-4607.
- Ivaniškin, R.** (2004): *Přímé zahraniční investice: ohrožení ČR?*, StudentWeb, 4. 2. 2004.
- Janáčková, S.** (2000): *Chiméra autonomní měnové politiky v malé otevřené ekonomice*, Politická ekonomie, 2000, č. 6.
- Janáčková, S.** (2002): *Malá otevřená ekonomika, kurzové režimy a měnově politická autonomie*, In *Ekonomika, právo, politika*, Sborník č. 4. CEP, 2002.
- Jarolímek P.** (2005): *Vnitřní a vnější (ne)rovnováha ekonomiky (přístup a aplikace v ČR a vybrané země)*, Analýza ČSU, Kód: 1122-05, 2005.
- Jonáš, J.** (1995): *Měnový kurz a platební bilance*, Finance a úvěr, 1995, č. 3.
- Jonáš, J.** (1996): *Měnová politika a měnový kurz*, Finance a úvěr, 1996, č. 1.
- Jonáš, J.** (1999): *Důsledky finanční krize v Asii pro liberalizaci pohybu kapitálu*, Politická ekonomie, 1999, č.2.
- Koderová, J.** (2005): *Monetární teorie v českém ekonomickém myšlení 90. let 20. století*, New Perspectives on Political Economy, 2005, č. 1. ISSN: 1801-0938.
- Komárek, L.** (1998): *Reálný měnový kurz: hledání jeho rovnovážné hodnoty*, Pátý seminář České společnosti ekonomické, 1998, dostupné na: <http://www.cse.cz/soubory/bulletiny/etce-05.pdf> (7. 4. 2006).
- Kreidl, V.** (1997): *Rovnovážný měnový kurz*, Finance a úvěr. 1997, č. 10.
- Manzocchi, Stefano** (1999): *Foreign Capital in Developing Economies*, MacMillan press LTD, London. 1999, str.199, ISBN 0-333-74703-8.
- Mandel, Martin** (1998): *Cílování inflace a peněžní zásoby při exogenních šocích*, Finance a úvěr, 1998, č. 4.
- Mandel, M., Tomšík, V.** (2003): *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*, Management press, Praha, 2003, 287 s., ISBN: 80-7261-094-5.
- Marek, David** (2001): *Je v ČR v oběhu dost, málo nebo příliš peněz?*, Hospodářské noviny, 16. 1. 2001. dostupné v archivu na www.hn.ihned.cz.
- Matejašák, Milan** (2004): *Příliv přímých zahraničních investic do České a Slovenské republiky v letech 1993 – 2003*. Bakalářská práce, IES, 2004.

- MPO** (2002): *Analýza vývoje ekonomiky ČR a odvětví v působnosti MPO za rok 2001*. Praha, Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR, duben 2002.
- MPO** (2003): *Analýza vývoje ekonomiky ČR a odvětví v působnosti MPO za rok 2002*. Praha, Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR, duben 2003.
- MPO** (2004): *Analýza vývoje ekonomiky ČR a odvětví v působnosti MPO za rok 2003*. Praha, Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR, duben 2004.
- MPO** (2005): *Analýza vývoje ekonomiky ČR a odvětví v působnosti MPO za rok 2004*. Praha, Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR, duben 2005.
- MPO** (2006): *Analýza vývoje ekonomiky ČR a odvětví v působnosti MPO za 1. – 3. čtvrtletí 2005*. Praha, Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR, leden 2006.
- Nauwelaerts, Y.** (2004): *The role of labor cista for a competitive, internationla apparel industry*. 2004, dostupné na: http://www.devinci.fr/esce/dlw/cahier_rech4.pdf (11.3.2006).
- Newton** (2001a): *Přímé zahraniční investice a udržitelnost vnější rovnováhy České republiky*, Newton Holding, a.s., Ekonomická analýza. Praha, červenec 2001.
- Newton** (2001b): *Různé pohledy na přímé zahraniční investice*, Newton Holding, a.s., Ekonomická analýza. Praha, duben 2001.
- Newton** (2003a): *Přímé zahraniční investice a měnové krize*. Newton Holding, a.s., Ekonomická analýza, Praha, srpen 2003.
- Newton** (2003b): *Efekty přímých zahraničních investic na platební bilanci*, Newton Holding, a.s., Ekonomická analýza. Praha, duben 2003.
- Newton** (2003c): *Příliv PZI do zemí Střední a Východní Evropy: Vývoj proti globálním trendům?*, Newton Holding, a.s., Ekonomická analýza. Praha, Listopad 2003.
- Novotný, Filip** (2004): *Výnosy z přímých zahraničních investic a jejich rozdělení v České republice*, Politické ekonomie, 2004, č. 6.
- Orr, James** (1991): *The trade balance effects of foreign direkt investment in U.S. manufacturing*, Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, New York, 1991, vol. 16. (Proquest 5000).
- Patria** (2004): *Přímé zahraniční investice – čas placení dluhů*. Analýza. Patria, červenec 2004.
- Root, Franklin** (1994): *Entry strategies for international markets*, New York, Macmillan, 1994.
- Sammo, Kang** (2002): *Understanding the Determinant sof Capital Flows*, dostupné na: <http://www.tufts.edu/~skim20/paper/kkkw.pdf> (31. 1. 2006).
- Srholec, Martin** (2004a): *Mýtus o přímých zahraničních investicích*, Ekonom, 9. 7. 2004.
- Srholec, Martin** (2004b): *Přímé zahraniční investice v české republice, Teorie a praxe v mezinárodním srovnání*, Linde, Praha, 2004. 171 s. ISBN: 80-86131-52-1.
- UNCTAD** (2005a): *Handbook of statistics*, United Nations, New York a Geneva, 2005, 485 s., ISBN:92-1-012060-4.

UNCTAD (2005b): *World Investment Report*, United Nations, New York a Geneva, 2005, 366 s., ISBN:92-1-112667-3.

Vannini, Stefano (1996): *Role přímých zahraničních investic v zemích střední a východní Evropy*, Politická ekonomie, 1996, č. 3.

Vejmělek, J. (2000): *Monetaristický model měnového kurzu a jeho aplikace na českou ekonomiku*, Politická ekonomie, 2000, č.2.

Vojtíšek, P., Olšovský, R. (1994): *Přiliv zahraničního kapitálu do ČR a jeho měnové aspekty*, Finance a úvěr, 1994, č. 12.

WIIW (2003): *Handbook of statistics: Countries in Transition 2003*, WIIW-WIFO, Vinna, 2003.

Woicke, Peter (2002): *Speech of Peter Woicke at International Finance Corporation meeting*, 30.9.2002, Washington DC, dostupné na: <http://www.ifc.org/ifcext/home.nsf/AttachmentsByTitle/SpeechatIFCClientLuncheon.pdf> (15. 1. 2006).

Wooldridge, J. (2003): *Introductory Econometrics – modern approach*, 2E, South-Western, Mason, Ohio, 2003, 863. s.

Lazarová, S., Tůma, Z.: (1995): *Sterilizace není řešení*, Ekonom, 1995, č. 8.

Halpern, L., Wyplosz, Ch. (1997): *Equilibrium real exchange rates in transition economies*. IMF staff Papers, No 4, December 1997.

Projekt bakalářské práce

Termín bakalářské zkoušky:

letní semestr 2005/2006

Autor bakalářské práce:

Jakub Seidler

Vedoucí bakalářské práce:

PhDr. Michal Hlaváček, Ph.D.

Téma:

Dopady přímých zahraničních investic na měnový kurz

Cíl práce:

Toky kapitálu související s přílivem přímých zahraničních investic (PZI) představuje v ČR, ale i v mnoha dalších zemích, stále významnější část na celkovém množství peněz směřující do těchto zemí z ciziny. Je proto nezbytné vědět, jak se tyto přílivy peněz projeví v hostitelské zemi, na jaké makroekonomické veličiny mají vliv a jak jsou zpětně těmito změnami ovlivňovány. Proto je cílem mé práce popsat souvislosti mezi přímými zahraničními investicemi a jednou z nejvýznamnějších veličin každé otevřené ekonomiky – devizovým kurzem. V popředí mého zájmu bude snaha objasnit princip vlivu PZI na vývoj a predikci devizového kurzu.

V práci budu hledat odpověď na následující otázky:

Proč se staly přímé zahraniční investice tak významnou položkou PB?

Jakým způsobem přílivy zahraničního kapitálu ovlivňují měnové aspekty země?

Jak přímé zahraniční investice ovlivňují platební bilanci a následně devizový kurz?

Osnova:

- **Úvod**
- **Kapitálové toky a přímé zahraniční investice**
 - Vymezení kapitálových toků
 - Charakteristika PZI
- **Působení přímých zahraničních investic v platební bilanci**
 - Kategorie platební bilance
 - Možná zkreslení PB
- **Měnový kurz a přímé zahraniční investice**
 - Vlivy PZI na měnový kurz v kratším období
 - Vlivy PZI na měnový kurz v delším období
- **Empirické verifikace hypotéz**
- **Závěr**

Literatura:

Dewenter, Kathryn (1995): Do exchange rate changes drive foreign direct investment, The Journal of business, Vol 68, No.3.

Kenneth A. Froot, Jeremy C. Stein (1991): Exchange rates and Foreign Direct Investment, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 106, No. 4 (Nov, 1991).

Vojtíšek Petr, Rudolf Olšovský (1994): Příliv zahraničního kapitálu do ČR a jeho měnové aspekty, Finance u úvěr, 1994/12.

Frait, Jan (1999): Kapitálové toky a měnové kurzy v globalizované ekonomice, Národohospodářský ústav Josefa Hlávky.

Frait, Jan (1996): Mezinárodní peněžní teorie, Vysoká škola báňská – Technická univerzita.

Jonáš, Jiří (1994): Měnový kurz a platební bilance, Finance a úvěr, 1995/3.

Hlušek Martin, Singer Miroslav (1997): Predikční model vztahu zahraničního obchodu a kurzu koruny, Finance a úvěr, 1997/10.

Zahradník, Petr (1993): Politika devizového kurzu, Finance a úvěr, 1993/3.

Žamberský, Pavel (2003): Ekonomie měnového kurzu, Oeconomica, 2003.

V Praze dne

Podpis vedoucího bakalářské práce

Podpis autora