

# Analýza efektu přímých zahraničních investic na vnější rovnováhu z pohledu platební bilance<sup>#</sup>

Jana Marková\*

## Úvod

Globalizace světové ekonomiky je neodmyslitelně spojena s pohybem kapitálu mezi jednotlivými zeměmi. Stejně jako jsou různé jeho formy a různý časový horizont jeho umístování v hostitelské zemi, jsou i různé motivy pohybu tohoto kapitálu u jednotlivých investorů. Ti se snaží najít pro své investice nejvhodnější umístění z hlediska výnosnosti, likvidity a rizika.

Zahraniční investice, ať už ve formě přímých nebo portfoliových investic, jsou považovány za hnací motor ekonomického růstu, především v tranzitivních ekonomikách, kde nahrazují nedostatek domácího kapitálu. Přesto mezi ekonomy a politiky není názorová jednotna na optimální zapojení zahraničního kapitálu, především ve formě přímých zahraničních investic. Zatímco jedni zastávají názor že „čím víc, tím líp“ a lákají zahraniční investory různými investičními pobídkami, jiní volají po obezřetnosti s poukazem na možnou ztrátu politické a ekonomické nezávislosti a na problém rostoucího odlivu zisku z těchto investic do zahraničí. Nejinak je tomu i v České republice. Nesporné je, že přímé zahraniční investice mají vliv na všechny makroekonomické ukazatele, ale je velice obtížné většinu těchto vlivů přesně kvantifikovat.

Záměrem tohoto příspěvku je analýza vlivu přílivu přímých zahraničních investic do ČR na vnější ekonomickou rovnováhu z pohledu platební bilance. Pozornost bude věnována především metodickým problémům vykazování přímých zahraničních investic a s nimi souvisejících dalších transakcí v platební bilanci a současně i jejich vlivům na indikátory vnější rovnováhy.

V první části je stručná geneze metodických postupů pro sestavování platební bilance s poukazem na hlavní změny v jednotlivých manuálech, které významným způsobem ovlivnily stávající metodiku zaznamenávání ekonomických transakcí mezi jednotlivými zeměmi. Druhá část analyzuje dopad přímých zahraničních investic na běžný účet a navazující třetí část pak jejich dopad na finanční účet platební bilance. Závěrečná část obsahuje hodnocení indikátorů vnější ekonomické rovnováhy z pohledu jejich vypovídací schopnosti.

## Manuál platební bilance

Platební bilanci můžeme vymezit jako „*systematický účetní výkaz, který souhrnně zachycuje veškeré ekonomické transakce mezi rezidenty domácí země a rezidenty ostatních zemí, které se uskutečnily za určité období, zpravidla jednoho roku.*“ (Durčáková – Mandel, 2010, s. 15)

O systematickém výkazu mluvíme proto, že je sestavován na základě dohodnutých metodických postupů, jejichž cílem je dosažení rychlé a přehledné informace o velkém počtu

---

<sup>#</sup> Příspěvek byl zpracován za podpory grantu *Dynamika cen finančních aktiv a ekonomický cyklus*, IGA F1/2/2012.

\* Doc. Ing. Jana Marková, CSc. – docentka; Katedra měnové teorie a politiky, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <markovaj@vse.cz>.

různých transakcí, realizovaných mezi jednotlivými zeměmi. Stávající metodické postupy jsou výsledkem dlouhodobých snah, především v rámci Mezinárodního měnového fondu, o dosažení unifikace na širokém mezinárodním základě, jak co do klasifikace těchto ekonomických transakcí, tak co do vlastní metodiky sestavování platební bilance.

Manuál pro sestavování platební bilance zaznamenal od svého vzniku do současné doby řadu významných změn, které byly reakcí na vývoj světové ekonomiky a s tím související nárůst ekonomických transakcí a na vznik nových finančních instrumentů. Některé realizované změny v metodice platební bilance byly také odrazem požadavků analytiků na co nejpresnější zachycení těchto transakcí.

Zatímco první manuál, z roku 1948, obsahoval pouze tabulky pro statistické zachycení jednotlivých transakcí a stručný návod k jejich vyplnění, bez jakýchkoliv metodických poznámek k vlastní koncepci platební bilance, byly navazující manuály stále sofistikovanější a kladly důraz na metodickou stránku platební bilance s cílem provázat různá statistická data a zvýšit tak potenciál jejich využití pro analytické účely. Druhý manuál z roku 1950 sice kladl důraz na obsahovou stránku jednotlivých pojmů a vlastní koncepci platební bilance, ale skutečná metodika platební bilance je obsažena až ve třetím manuálu z roku 1961.

Výrazné změny se objevily ve čtvrtém manuálu z roku 1977. Většina těchto změn byla reakcí na krizi mezinárodního měnového systému, jako důsledek rozpadu bretton-woodského měnového systému a s tím souvisejícím nárůstem kapitálových pohybů mezi jednotlivými zeměmi.

Navazující pátý manuál, z roku 1993, byl oproti předchozím verzím na podstatně vyšší kvalitativní úrovni. Objevila se tu jasná snaha o přesné vymezení používaných pojmů a o závaznou strukturu jednotlivých účtů platební bilance. Rovněž došlo k přejmenování kapitálového účtu na finanční účet při zachování kapitálového účtu s jinou obsahovou náplní, a nově byl zaveden pojem investiční pozice vůči zahraničí. Důležitou změnou bylo i zaznamenávání některých transakcí, které nepředstavují reálný pohyb deviz na devizovém trhu jako je např. reinvestovaný zisk. Podle tohoto manuálu byla také sestavována platební bilance Československa po jeho vstupu do Mezinárodního měnového fondu v roce 1990, i když jeho povinná aplikace pro členské země Fondu byla až od roku 1993.

Zatím poslední, šestá verze manuálu zveřejněná v roce 2009 je podrobnější a obsahuje řadu metodických pokynů k zaznamenávání ekonomických transakcí, jejichž nárůst je důsledkem globalizace a finančních inovací. Klade velký důraz na provázanost platební bilance s jinými makroekonomickými statistikami, mezinárodními účetními standardy přijatými OECD a navazujícími speciálními manuály zveřejněnými od doby zavedení pátého manuálu. Základní struktura platební bilance v členění na běžný, kapitálový a finanční účet zůstává zachována. Významnou změnou ve výkazu investiční pozice země vůči zahraničí je vykazování úvěrových vztahů souvisejících s přímými zahraničními investicemi na bázi brutto. To znamená, že úvěrové vztahy mezi mateřskou a dceřinou společností už nebudou vykazovány na netto principu, jak tomu je doposud, ale zvlášť budou vykazovány pohledávky a zvlášť závazky mezi těmito subjekty, což bude mít dopad na ukazatele celkové zahraniční zadluženosti země. Povinné zavedení tohoto manuálu do praxe by mělo být od roku 2014 (IMF, 1993; Olšovský, 2008).

Přes veškeré dosavadní snahy, po co možná nejpresnějším zachycení všech transakcí, které jsou realizovány mezi jednotlivými zeměmi, přetrvávají v platné metodice určité nepřesnosti, které pak mohou zkreslovat skutečnou pozici dané země vůči zahraničí a ovlivnit tak nežádoucím způsobem pohled zahraničních investorů na tuto zemi.

Opomíjíme zde nedostatky v metodice zjišťování či propočtu objemu určitých transakcí (jako jsou údaje o příjmech a výdajích souvisejících s cestovním ruchem, výnosy z práce tuzemců v zahraničí a náklady na práci cizinců v ČR), dále únik některých zejména drobnějších transakcí a časové diskrepance v záznamu určité operace na debetní a kreditní straně platební bilance, což je řešeno v rámci účtu „Chyb a opomenutí“.

### **Vliv přímých zahraničních investic na běžný účet**

V současné době se česká ekonomika, stejně tak jako i jiné tranzitivní ekonomiky, nachází ve stadiu, kdy příliv kapitálu ve formě přímých zahraničních investic má zatím ještě stále rostoucí trend.

Podle devizového zákona 219/1995 Sb. jsou přímé zahraniční investice vymezovány jako *...takové vynaložení peněžních prostředků..., jehož účelem je založení, získání nebo rozšíření trvalých ekonomických vztahů investujícího tuzemce na podnikání v zahraničí nebo investujícího cizozemce na podnikání v tuzemsku, a to některou z těchto forem:*

- a) vznik nebo získání výlučného podílu na podnikání včetně jeho rozšíření
- b) účast v nově vzniklém nebo existujícím podnikání, jestliže investor vlastní nebo získá nejméně 10% podílu na základním jmění obchodní společnosti nebo nejméně 10% podílu na obchodním jmění nebo nejméně 10 % hlasovacích práv
- c) finanční úvěr na 5 nebo více let, poskytnutý investorem na podnikání, na němž má investor účast podle bodu 1 nebo 2, nebo úvěr spojený s dohodou o podílu na rozdělení zisku
- d) užití zisku ze stávající přímé investice do této investice (reinvestice zisku).

Přímými zahraničními investicemi jsou tedy kromě podílu na základním kapitálu i reinvestovaný zisk a ostatní kapitál, zahrnující úvěrové vztahy s přímým investorem. Složení přímých investic lze tedy vyjádřit vztahem:

$$\text{přímá investice} = \text{základní kapitál} + \text{reinvestovaný zisk} + \text{ostatní kapitál}.$$

Příliv přímých zahraničních investic je zachycen na finančním účtu platební bilance jako kreditní operace. Mají ale dopad i na běžný účet, kde se objevují v bilanci výnosů jako náklad (debetní operace) související s výnosy zahraničních investorů ve formě dividend, reinvestovaného zisku a úroků z úvěrů poskytovaných mateřskou společností dceřině společnosti.

Tyto náklady tvoří nejvýznamnější položku v bilanci výnosů a ovlivňují tak výsledné saldo běžného účtu. Přímé zahraniční investice ovlivňují saldo běžného účtu ale také přes obchodní bilanci. Jejich vliv na obchodní bilanci může být pozitivní, to znamená, že přispívají ke zvyšování exportu, a tím i aktivního salda obchodní bilance, ale na druhé straně mohou, zhoršovat saldo obchodní bilance, a tím i celého běžného účtu.

To jaký bude skutečný vliv PZI na obchodní bilanci závisí na tom, o jaké investice se jedná a do jakých odvětví směřují. Pokud jde o investice „na zelené louce“ pak dochází zpravidla k dovozu strojů a zařízení a tato investice pak bude zhoršovat saldo obchodní bilance. Proti tomuto saldu obchodní bilance bude ale stát kreditní položka na finančním účtu ve formě přílivu přímých zahraničních investic. Z tohoto pohledu je možné pohlížet na tento dovoz jako na „spornou“ položku, která sice zvyšuje pasivní saldo obchodní bilance, ale nepředstavuje skutečnou poptávku po devizách.

Jiný dopad na saldo obchodní bilance by měla investice, která by nahradila dovoz tím, že dosud dovážené výrobky by byly produkovány v hostitelské zemi. Tato investice by pak vedla

ke zlepšení salda obchodní bilance. Zde je ale důležité zohlednit, náročnost finální produkce na dovozy.

Přímé zahraniční investice mohou přispívat i k růstu vývozu. To však platí především pro ty investice, které směřují do exportně orientovaných odvětví. Tady je nutné počítat s tím, že pozitivní dopady přímých zahraničních investic na vývoz se projeví s určitým časovým zpožděním, než je jejich vliv na dovoz.

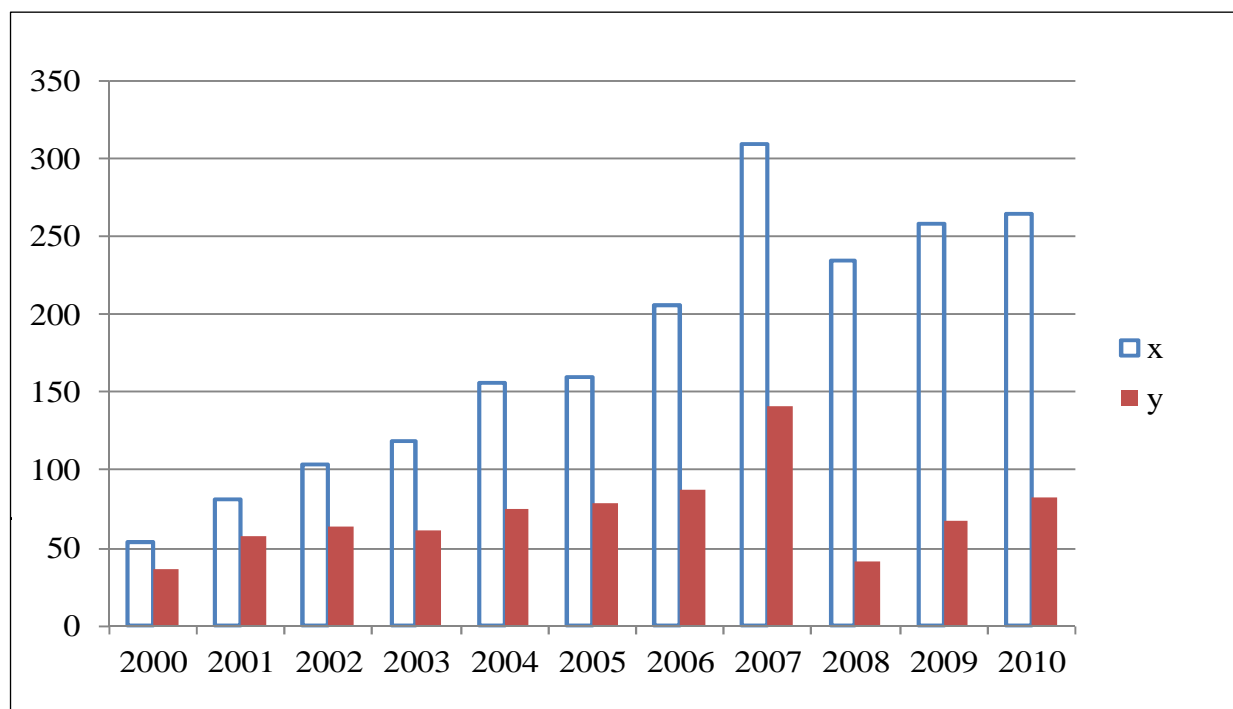
Přímé zahraniční investice mohou ovlivňovat exportní výkonnost ekonomiky i nepřímo a to přes měnový kurs. Pokud povede příliv přímých zahraničních investic k apreciaci domácí měny, pak snížená konkurenceschopnost domácích výrobků ovlivní jejich vývoz.

Nezanedbatelný vliv na exportní výkonnost země má i odvětvová struktura přímých zahraničních investic. Z hlediska pozitivního vlivu na vývoz je žádoucí, aby zahraniční investice proudily do zpracovatelského průmyslu a jiných proexportně orientovaných odvětví. Z tohoto pohledu je nejméně výhodná investice do sektoru obchodu a služeb, neboť zahraniční obchodní řetězce nesporně zhoršují obchodní bilanci v hostitelské zemi, neboť velkou část nabízeného sortimentu zboží dovážejí.

Předmětem našeho zájmu bude ale především vliv přímých zahraničních investic na bilanci výnosů. Ať už připustíme, že z hlediska cílů můžeme přímé zahraniční investice dělit na „investice vyhledávající trh (*market-seeking*), investice vyhledávající vyšší efektivitu (*efficiency-seeking*) a investice vyhledávající přírodní zdroje (*ressource-seeking*)“ (Mandel – Tomšík, 2006, s. 723) vždy platí, že v konečném důsledku je hlavním motivem investorů snaha po dosažení co nejvyššího zhodnocení investovaného kapitálu.

Skutečností je, že zahraniční investoři nepřevádějí celý zisk, vytvořený dceřinou společností v hostitelské zemi, do mateřské firmy, ale velkou část ho reinvestují a zvyšují tak objem stávajících přímých investic. O podílu reinvestovaného zisku na celkovém objemu výnosů z přímých zahraničních investic v ČR vypovídá následující Obr. 1.

**Obr. 1: Vývoj výnosů z PZI a reinvestovaného zisku v jednotlivých letech (v mil. Kč)**



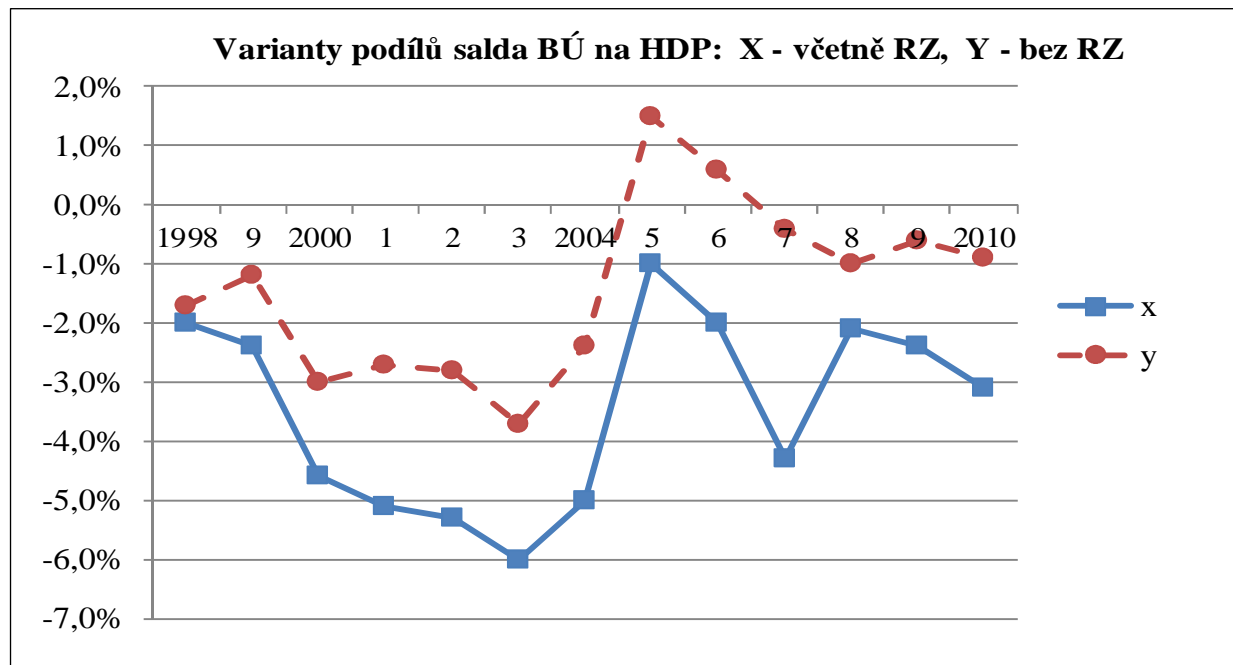
Zdroj: ČNB (2010).

Z Obr. 1 vyplývá, že v posledních letech sice dochází k určitému poklesu podílu reinvestovaného zisku na celkových výnosech z přímých zahraničních investic a nárůstu objemu zisku repatriovaného do zahraničí (abstrahujeme od výnosů z úvěrů, jejichž podíl na celkových výnosech z přímých zahraničních investic se pohybuje kolem 5 %), přesto i nadále velká část zisku z přímých zahraničních investic neopouští hostitelskou zemi a je použita k navyšování původní investice. V průměru za sledované období je podíl reinvestovaného zisku na celkových výnosech z přímých zahraničních investic 46,9 % (v absolutním vyjádření je to za sledované období celkem 896 mld. Kč).

Tento reinvestovaný zisk pak určitým způsobem zkresluje saldo běžného účtu, neboť tu vystupuje jako debetní položka, čili operace, která by měla ovlivňovat devizovou poptávku. Reinvestovaný zisk v bilanci výnosů má svoji protipoložku na finančním účtu jako příliv přímých zahraničních investic ve formě reinvestovaného zisku, čili kreditní položka, která by měla ovlivňovat nabídku deviz. Ve skutečnosti však reinvestovaný zisk nemá vliv ani na devizovou nabídku ani na devizovou poptávku. Z tohoto pohledu můžeme reinvestované zisky chápat jako relativně stabilní a bezpečné zdroje financování deficitu běžného účtu. Jde totiž pouze o účetní navýšení deficitu běžného účtu platební bilance, který je v tomto případě vyrovnán navýšením přímých zahraničních investic. Ty je možné až na výjimky (poskytnuté úvěry mateřskou firmou dceřině společnosti) považovat za nedluhový zdroj krytí pasivního salda běžného účtu.

Nicméně, zahrnování reinvestovaného zisku do bilance výnosů, zhoršuje saldo tohoto účtu a tím i saldo běžného účtu. To pak vede ke zhoršování ukazatele podílu deficitu běžného účtu na HDP. O vlivu reinvestovaného zisku na ukazatel podílu deficitu běžného účtu na HDP vypovídá následující Obr. 2.

**Obr. 2: Vývoj ukazatele podílu běžného účtu na HDP**



Zdroj: ČNB (2010); ČSÚ (2012).

Z Obr. 2 je patrný rozdíl mezi ukazatelem podílu celkového salda běžného účtu na HDP a ukazatelem podílu salda běžného účtu upraveného o reinvestovaný zisk na HDP. Čili je nezpochybnitelné, že zahrnování reinvestovaného zisku do nákladů v bilanci výnosů, výrazným způsobem zhoršuje ukazatel podílu deficitu běžného účtu na HDP. Pokud ovšem

bude pokračovat trend poklesu reinvestovaného zisku ve prospěch repatriovaného zisku, pak by sledovaný ukazatel odrážel skutečný dopad salda bilance výnosů na devizovou poptávku.

I když lze souhlasit s tvrzením, že význam indikátorů zahraniční zadluženosti, mezi které patří i podíl deficitu běžného účtu na HDP, „...je nutné spatřovat zejména v psychologických účincích na chování zahraničních investorů“ (Durčáková – Mandel 2010, s. 441), nelze ho podceňovat, neboť jeho hodnota přesahující 5 % může být zahraničními investory vnímána jako riziková. Rovněž patří mezi tradiční indikátory pravidelně sledované ratingovými agenturami a Mezinárodním měnovým fondem, které ho využívají při hodnocení vnější stability jednotlivých zemí a při predikci možného propuknutí měnové krize.

Podle některých ekonomů by dokonce v zájmu udržení vnější rovnováhy země, měla být věnována pozornost tomuto ukazateli již v okamžiku, kdy se přiblíží hodnotě 5 %, a to bez ohledu na strukturu financování deficitu běžného účtu. (Helísek, 2004). Toto tvrzení se opírá o to, že není vyloučeno, aby se nedluhové financování deficitu běžného účtu pomocí přílivu přímých zahraničních investic změnilo na dluhové, pokud dojde k nárůstu odlivu zisků do zahraničí. Rovněž není vyloučeno, že by mohlo dojít k odlivu přímých zahraničních investic ze země v případě očekávané nestability nebo nejistoty ohledně dalšího ekonomického vývoje. Odliv zahraničních investic může být i důsledkem jejich „životnosti“. (Mandel – Tomšík, 2006, s. 724). Ojedinelé nejsou ani případy, kdy zahraniční investor poté co využije investiční pobídky ze strany vlády hostitelské země, přesunuje své investiční aktivity do sousední země.

K tomu lze ale také namítnout, že na druhé straně, překročení pětiprocentní hranice tohoto ukazatele, nemusí vždy představovat hrozbu možného rizika, neboť jde pouze o tokový přístup, který je nutné konfrontovat s přístupem stavovým, tzn. stavem celkové zahraniční zadluženosti a z ní usuzovat na případnou ochotu zahraničních investorů poskytovat úvěry k vyrovnání salda běžného účtu.

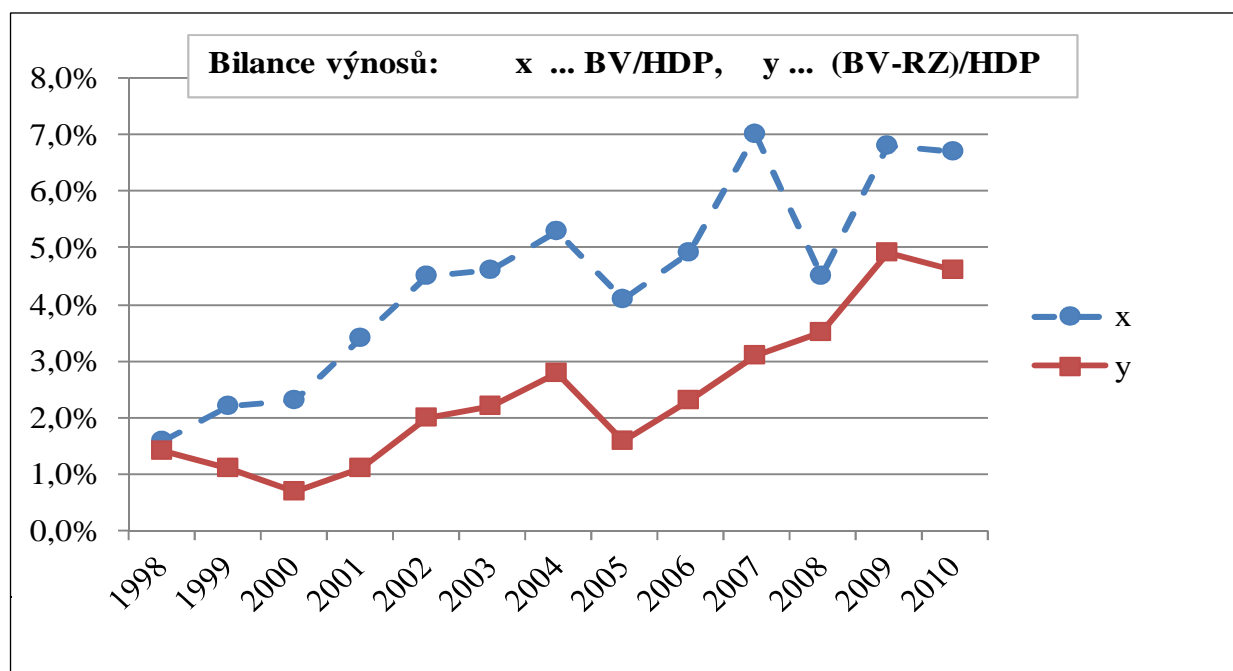
Na druhé straně je nutné vycházet i z toho, že zachycení reinvestovaného zisku na běžném účtu jako nákladová položka je jenom důsledek platné metodiky sestavování platební bilance a že tyto prostředky ve skutečnosti neodplývají ze země, ale objeví se na finančním účtu a zvyšují tak nedluhové zdroje krytí salda běžného účtu. Pak se nabízí otázka, zda by bylo možné tento problém vyřešit tím, že by se reinvestovaný zisk nezahrnoval do bilance výnosů a neovlivňoval tak celkové saldo běžného účtu. Vzhledem k tomu, že takovýto postup by byl v rozporu s platnou metodikou sestavování platební bilance podle Mezinárodního měnového fondu, pak už nezbyvá než doufat, že zahraniční investoři budou s touto specifičností počítat a zohlední ji při posuzování zadluženosti tranzitivních zemí, jakou je i Česká republika.

Stejný problém bychom mohli řešit ale i u dividend z přímých zahraničních investic. Ani ty se nemusí projevit jako skutečná devizová poptávka, přesto, že jsou vykazovány v bilanci výnosů jako debetní položka. Tato situace může nastat v případě, kdy zahraniční investor použije vyplacenou dividendu k nějaké jiné formě investování v hostitelské zemi. Pokud by tyto prostředky uložil jako depozitum nebo investoval do dluhových cenných papírů, pak se na finančním účtu první transakce objeví jako zvýšení ostatních investic a ve druhém případě půjde o zvýšení portfoliových investic bez dopadu na devizovou nabídku.

Problém vnější rovnováhy by tedy neměl být tímto způsobem zjednodušován a neměl by být posuzován pouze z pohledu samotného ukazatele podílu deficitu běžného účtu k HDP, ale je nutné přihlídnout i ke struktuře celého běžného účtu a posuzovat jednotlivé položky z hlediska jejich dopadu na nabídku a poptávku po cizí měně a také jejich vlivu na disponibilní důchod země.

Proto také se jeví jako vhodné rozšířit ukazatele hodnocení zahraniční zadluženosti i o ukazatele podílu salda bilance výnosů k HDP. Jiný dopad na domácí spotřebu bude mít pasivní saldo výkonové bilance způsobené převýšením dovozu zboží a služeb nad jejich vývozem, které zvyšuje domácí spotřebu a jiná situace bude v případě, kdy pasivní saldo běžného účtu je výsledkem pasivního salda bilance výnosů, které pohlcuje růst reálného HDP, čímž dochází ke stagnaci nebo dokonce k poklesu domácí spotřeby. (Durčáková – Mandel 2010, s. 442). O vývoji podílu salda bilance výnosů k HDP vypovídá následující Obr. 3.

**Obr. 3: Podíl salda bilance výnosů na HDP.**



Zdroj: ČNB (2010); ČSÚ (2012).

Z uvedeného Obr. 3 vyplývá rostoucí podíl deficitu bilance výnosů na HDP, což vypovídá o rostoucím objemu HDP, který je nutný k úhradě tohoto salda. I v tomto případě je ale nutné zohlednit specifičnost reinvestovaného zisku z pohledu dopadu na devizovou poptávku a odečíst ho od výnosů převáděných do zahraničí. Pak bude ukazatel podílu upraveného salda bilance výnosů na HDP, jak vyplývá z Obr. 3, vykazovat příznivějších hodnot z hlediska nároků na HDP.

Zde je však potřeba upozornit na vývojovou tendenci poklesu reinvestovaných zisků na úkor rostoucího odlivu dividend. Z tohoto pohledu můžeme očekávat spíše zhoršování ukazatele podílu deficitu běžného účtu na HDP i po očištění bilance výnosů o položku reinvestovaných zisků.

### **Vliv přímých zahraničních investic na saldo finančního účtu**

Přímé zahraniční investice jsou na finančním účtu zachyceny jako kreditní operace v členění na základní kapitál, reinvestovaný zisk a ostatní kapitál. Podílí se tak spolu s ostatními transakcemi finančního účtu, účtu chyb a opomenutí a devizových rezerv na vyrovňování salda běžného účtu. Na rozdíl od portfoliových investic a ostatních investic, které jsou rovněž součástí finančního účtu, jsou přímé investice považovány za nedluhový zdroj vyrovňování salda běžného účtu.

Jak jsme ukázali výše, reinvestovaný zisk stejně jako základní kapitál je možné skutečně považovat za nedluhový zdroj krytí deficitu běžného účtu s tím rozdílem, že reinvestovaný



zisk nepředstavuje skutečnou nabídku cizí měny a kompenzuje tak pouze reinvestovaný zisk v bilanci výnosů. To potvrzuje názor, že by reinvestovaný zisk neměl být vůbec zahrnován v platební bilanci, neboť tak zkresluje skutečný dopad kreditních a debetních operací na nabídku a poptávku po cizí měně.

Za nedluhový zdroj však nelze považovat ostatní kapitál, neboť ten zahrnuje „přijaté a poskytnuté úvěry, včetně dluhových cenných papírů a dodavatelských úvěrů, mezi přímými investory a jejich afilovanými podniky a ostatními podniky ve skupině. Tyto úvěrové vztahy jsou zachyceny v mezipodnikových pohledávkách a závazcích.“ (ČNB, 2011). Podíl těchto mezipodnikových půjček na celkovém objemu přímých zahraničních investic byl sice koncem roku 2010 pouze necelých 10 % ale po vyloučení reinvestovaného zisku z přímých zahraničních investic by tento poměr vzrostl na 16 %.

Závažnější je ale skutečnost, že mezipodnikové půjčky v rámci přímých zahraničních investic zvyšují naši celkovou zahraniční zadluženost. Jejich podíl na celkovém objemu čerpaných úvěrů sice během sledovaného období mírně klesal a to z 18 % v roce 2001 na 13,5 % v roce 2010, ale v každém případě tyto půjčky mají vliv na zvyšování nákladů dluhové služby. V tomto údaji nejsou navíc započítány bankovní úvěry, které zahraniční podniky, působící na našem území, čerpají. Jejich zohlednění by nesporně tento podíl změnilo v náš neprospěch.

To pak nabourává mýty o přímých zahraničních investicích jako nedluhovém financování deficitu běžného účtu a vyvolává pochybnosti o výhodách přílivu přímých zahraničních investic, tak jak jsou často deklarovány. „Se samotným přílivem přímých zahraničních investic je spojen ryze makroekonomický efekt tzn. doplnění úspor v podobě nedluhového financování deficitu běžného účtu.“ (Newton, 2003, s. 3) Na druhé straně lze souhlasit s ekonomy, kteří preferují jednoznačně dovoz přímých zahraničních investic před dovozem dluhového kapitálu, ale už nejde zcela souhlasit s tvrzením, že „Při dovozu přímých investic se nezhoršuje poměr hrubého zahraničního dluhu země k HDP...“ (Mandel – Tomšík, 2006, s. 723)

## Indikátory vnější ekonomické rovnováhy

Zahraniční investoři se při svých rozhodováních o alokaci kapitálu řídí tradičními ukazateli udržitelnosti vnější rovnováhy země, mezi které patří dluhové indikátory. Dluhové indikátory vnější stability jsou zaměřené na hodnocení trendů v oblasti výše a dynamiky zahraničního zadlužení a dluhové služby a tedy schopnosti tyto závazky splácet. Jejich metodické vymezení odpovídá doporučením obsaženým v publikaci Mezinárodního měnového fondu a Světové banky (IMF, 2003).

V zásadě jde o dva druhy dluhových indikátorů. První skupina je založena na poměrování zahraničních závazků k tokovým veličinám (HDP, vývoz zboží a služeb) a druhá ke stavovým veličinám (devizové rezervy). Mezi nejpoužívanější ukazatele patří, vedle výše analyzovaného ukazatele podílu deficitu běžného účtu na HDP, především poměr zahraničního dluhu a dluhové služby k HDP a k vývozu zboží a služeb a podíl krátkodobého dluhu na celkovém dluhu nebo také na celkovém objemu devizových rezerv.

Přestože tyto ukazatele mají řadu metodologických problémů, jsou stanoveny jejich kritické hodnoty, které by daná země neměla z pohledu udržitelnosti vnější rovnováhy překročit, a to i přesto, že výše této limitní hodnoty je jen těžko odůvodnitelná.

Ukazatel podílu zahraničního dluhu k HDP „vypovídá“ o tom, jaká část vytvořeného produktu by byla zapotřebí k pokrytí zahraničních závazků z titulu kumulovaného přílivu dluhového kapitálu. Jde o hrubou zahraniční zadluženost, kam patří kromě úvěrů, dluhopisů,



směnek a vkladů i mezipodnikové půjčky v rámci přímých zahraničních investic a nezohledňují se zahraniční pohledávky. Kritickou hodnotou tohoto ukazatele je 40 %, při jejímž překročení se dá usuzovat na tendenci k vnější nerovnováze. Splátky dluhů se objevují s minusovým znaménkem v položce ostatních investic na finančním účtu a úroky z těchto dluhů jako náklad v bilanci výnosů. Obě položky tak působí deficitně na platební bilanci.

Zahraníční dluh České republiky má dlouhodobě rostoucí tendenci. K největšímu nárůstu zahraniční zadluženosti došlo po roce 2003, kdy zahraniční dluh činil 894,3 mld. Kč a od té doby se do roku 2010 zdvojnásobil na 1,79 bil. Kč. V samotném nárůstu dluhu není nutné spatřovat výraznější hrozbu, neboť je to trend charakteristický pro malé otevřené ekonomiky s intenzivními obchodními vztahy se zahraničím. Větší nebezpečí se skrývá v rostoucím podílu tohoto dluhu na HDP, který překročil již v roce 2007 kritickou hranici 40 %, a v roce 2010 to již bylo 48,8 %.

Mění se také nežádoucím způsobem struktura tohoto dluhu. Od roku 2000 došlo k nárůstu podílu vládního sektoru na celkovém objemu zadluženosti a to z 0,2 % na 25 % v roce 2010. Na zhoršování sledovaného ukazatele má vliv i rostoucí podíl mezipodnikových půjček v rámci přímých zahraničních investic. Dosud jsou tyto úvěrové vztahy mezi mateřskou a dceřinou firmou vykazovány na netto bázi ale podle nové metodiky, která bude aplikovaná od roku 2014, budou tyto vztahy vykazovány na brutto bázi, což naši zadluženost zvýší.

I když tyto úvěry zvyšují dluhové zdroje financování, mají ve srovnání s tradičními bankovními úvěry určité specifické rysy. Podle údajů ČNB mají dvě třetiny těchto půjček splatnost delší než jeden rok a asi jedna třetina má splatnost dokonce delší než čtyři roky. Navíc některé z těchto půjček jsou bezúročné, čili nezvyšují náklady dluhové služby. To by znamenalo, že by v případě krátkodobých problémů nebyly zdrojem napětí způsobeného odlivem krátkodobého kapitálu (ČNB, 2011).

Zatím tedy sice nehrozí, že by Česká republika nebyla schopna své závazky splácet, ale pokud by nastavený trend růstu zahraniční zadluženosti pokračoval, mohlo by to znamenat stagnaci či dokonce pokles domácí spotřeby a v každém případě „...*nárůst zahraničního zadlužení, na rozdíl od nárůstu vnitřního státního dluhu, skutečně vždy představuje „zadlužování budoucích generací dané země“ neboť držitelem pohledávek jsou zahraniční subjekty.*“ (Durčáková – Mandel, 2010, s. 442)

Mezi sledované ukazatele patří i podíl zahraničního dluhu na ročním exportu, který vyjadřuje schopnost splácení dluhu vývozem zboží a služeb. V případě České republiky se tento ukazatel pohybuje stabilně nad 60 % (63 % v roce 2010).

K výši zahraničního dluhu se váže i tzv. dluhová služba. Ukazatel podílu dluhové služby k HDP vypovídá o tom, jaká část HDP by postačila k pokrytí nákladů dluhové služby, tj. jistiny a úroků v daném roce. Tady je kritická hodnota stanovena na úrovni 5 %. Náklady dluhové služby spotřebovávají reálnou výši HDP, a proto hodnoty blízké kritické hodnotě mohou signalizovat nebezpečí rostoucího napětí.

Ke sledovaným indikátorům patří i podíl krátkodobého dluhu na celkovém zahraničním dluhu, který by neměl překročit 40 %. To znamená, že minimálně 60 % z celkového zahraničního dluhu by měl být dluh se splatností delší než jeden rok. Při překročení limitní hodnoty je daná země považována investory za kritickou, neboť při prvních signálech možné krize dochází k přelévání krátkodobého kapitálu do zahraničí.

Analytici ratingových agentur i centrálních bank využívají při analýze vnější rovnováhy další ukazatele. Vedle výše analyzovaného ukazatele podílu deficitu běžného účtu na HDP to je i podíl zahraničního dluhu a dluhové služby na vývozu zboží a služeb, míra krytí krátkodobého dluhu devizovými rezervami aj.

Výčet těchto ukazatelů by bylo možné doplnit ještě problematickým ukazatelem krytí dovozu devizovými rezervami. Tento ukazatel je výsledkem snah o vymezení adekvátnosti devizových rezerv a vychází z toho, že dovoz je operace, která vyvolává buď bezprostředně, anebo v budoucnu poptávku po zahraniční měně. Nebere však v úvahu skutečnost, že dovoz může být hrazen nabídkou cizí měny z vývozu a nezohledňuje ani vliv přílivu kapitálu, který může být zdrojem krytí dovozu. Projevuje se tu i problém poměrování tokové veličiny se stavovou. To znamená, že tento ukazatel nebere v úvahu pohyb devizových rezerv během roku.

Kromě toho abstrahuje i od kvalitativní struktury devizových rezerv a i od problému absence jednotného pojetí devizových rezerv. I v naší literatuře je možné se setkat s širším vymezením devizových rezerv „Oficiální měnové instituce mají k dispozici vedle „reálných“ devizových rezerv také tzv. *potenciální devizové facility, které představují možnost čerpání dodatečných devizových zdrojů ve formě úvěrů od mezinárodních měnových institucí.*“ (Durčáková – Mandel, 2010, s. 21). Do potenciálních devizových rezerv jsou přitom zahrnována i tzv. zvláštní práva čerpání, která by však svojí podstatou patřila spíše mezi reálné devizové rezervy, neboť jde o aktivum, které je možné využít k obstarání směnitelné měny nebo k platbám mezi členskými zeměmi Fondu a ve vztahu k Fondu bez jakýchkoliv omezení. Zahrnování potenciálních devizových facilit ve formě možného čerpání úvěrů od mezinárodních měnových institucí do devizových rezerv by bylo opodstatněné pouze v případě, že je dohodnutý úvěrový rámec a je tedy možné tuto facilitu kvantifikovat. Problematickou položkou v devizových rezervách může být i zlato vzhledem k nejednotnému postupu jednotlivých zemí při jeho oceňování.

O vývoji vybraných indikátorů vnější rovnováhy v České republice vypovídají údaje v následující tabulce.

**Tab. 1: Vývoj indikátorů vnější rovnováhy v České republice (v %)**

	<b>Limitní hodnota</b>	<b>1993</b>	<b>2000</b>	<b>2005</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
<b>Deficit BÚ/HDP (v %)</b>	-5	1,3	-7,8	-1,3	-1,0	-3,8
<b>Zahraniční dluh/HDP (v %)</b>	40	25,4	42,6	38,3	43,8	48,7
<b>Dluhová služba/export zboží a služeb (v %)</b>	25	6,8	12,2	8,8	6,7	5,2
<b>Dluhová služba/HDP (v %)</b>	5	3,5	8,9	6,4	4,7	4,0
<b>Krátkodobý dluh/celkový dluh (v %)</b>	40	24,0	42,0	31,4	26,2	26,1
<b>Krytí importu devizovými rezervami (v měsících)</b>	3-5	3,5	4	4,2	4	3,5

Zdroj: ČNB (2010).

U sledovaných ukazatelů je velice obtížné stanovit jednoznačný trend jejich vývoje. Nicméně, s výjimkou ukazatele podílu zahraničního dluhu k HDP nepřekračují ostatní ukazatelé limitní hodnotu.

## **Závěr**

Cílem této statě bylo analyzovat efekty přímých zahraničních investic na platební bilanci a poukázat na možná metodologická úskalí sestavování platební bilance, která pak mají svůj odraz v indikátorech vnější rovnováhy a jejich vypovídací schopnosti.

Příliv přímých zahraničních investic do ČR neustále roste, i když ne takovým tempem, jaký jsme zaznamenali od konce devadesátých let do roku 2005. Jejich vliv na ekonomiku hostitelské země nelze přesně kvantifikovat. Nesporné je, že přispívají ke stimulaci ekonomického růstu, k přílivu vyspělých technologií a manažerských zkušeností. Obtížnější je už ale hodnocení jejich vlivu na vnější ekonomickou rovnováhu.

Z provedené analýzy vyplývá, že významnou část přímých zahraničních investic již nelze považovat za nedluhový zdroj krytí deficitu běžného účtu a to jednak v důsledku vykazování mezipodnikových úvěrových vztahů mezi mateřskou a dceřinou společností v hostitelské zemi. Na druhé straně je pravdou, že položka mezipodnikových úvěrů je dosti specifická a tak je otázkou, zdali právě tyto úvěry skutečně představují vážnější hrozbu pro vnější rovnováhu země. Z hlediska vnější stability se jeví jako vážnější problém čerpání zahraničních bankovních úvěrů zahraničními firmami, které zvyšují zahraniční zadluženost hostitelské země.

Jako problém se ukazuje i zahrnování reinvestovaného zisku do bilance výnosů. To vede ke zhoršování ukazatele podílu deficitu běžného účtu na HDP, který je považován zahraničními investory za důležitý indikátor ovlivňující jejich rozhodování o alokaci volného kapitálu. Je to důsledek metodiky sestavování platební bilance a tak to vyvolává otázku, zda je opodstatněné zahrnování reinvestovaného zisku do nákladů v bilanci výnosů, když ve skutečnosti tato operace nepředstavuje devizovou poptávku a nevytváří tak tlak na vnější rovnováhu.

Přes některé metodologické problémy sestavování platební bilance, které zhoršují některé vybrané indikátory vnější rovnováhy lze konstatovat, že žádný ze sledovaných ukazatelů nevykazoval extrémní hodnoty a kromě ukazatele podílu zahraničního dluhu na HDP nepřekračovaly mezinárodně uznávané kritické hodnoty a nepředstavují tak výraznější hrozbu pro českou ekonomiku.

Nicméně přesto, že přímé zahraniční investice mají nesporně pozitivní vliv na ekonomiku hostitelské země, je otázkou, zda nemají větší pravdu ti, co volají po omezitelnosti a zaujímají odmítavý postoj k poskytování investičních pobídek, kterými vlády jednotlivých zemí lákají zahraniční investory a staví tak domácí subjekty do nerovného konkurenčního prostředí.

## **Literatura:**

- [1] ČNB (2010): *Statistika platební bilance*. [on-line], Praha, Česká národní banka, c2003-2010, [cit.: 12. 3. 2012],  
<[http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.STROM\\_DRILL?p\\_strid=DA&p\\_lang=CS](http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_DRILL?p_strid=DA&p_lang=CS)>.
- [2] ČNB (2011): *Přímé zahraniční investice 2009*. Praha, ČNB, 2011.
- [3] ČSÚ (2012): *HDP, Národní účty*. [on-line], Praha, Český statistický úřad, c2012, [cit.: 12. 3. 2012], <[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/hdp\\_narodni\\_ucty](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/hdp_narodni_ucty)>.
- [4] Durčáková, J. – Mandel, M. (2010): *Mezinárodní finance*. Praha, Management Press, 2010.
- [5] Helísek, M. (2004): *Měnová krize (empirie a teorie)*. Praha, Professional Publishing, 2004.
- [6] IMF (1993): *Balance of Payments Manual*. [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund, c1993, [cit.: 12. 3. 2012],  
<<http://www.imf.org/external/np/sta/bop/bopman.pdf>>.
- [7] IMF (2003): *External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users*. [on-line], Washington, D. C., International Monetary Fund, c2003, [cit.: 12. 3. 2012],  
<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/eds/Eng/Guide/index.htm>>.

- [8] Mandel, M. – Tomšík, V. (2006): *Přímé zahraniční investice a vnější rovnováha v tranzitivní ekonomice: aplikace teorie životního cyklu*. Politická ekonomie, 2006, roč. 54, č. 6, s. 723-741.
- [9] Newton (2003): *Efekty přímých zahraničních investic na platební bilanci*. Ekonomická zpráva č. 4/2003. Praha, Newton Holding, 2003.
- [10] Olšovský, R. (2008): *Informace o přípravách na zavedení šestého manuálu platební bilance MMF*. Praha, Česká národní banka, 2008.

## **Analýza efektu přímých zahraničních investic na vnější rovnováhu z pohledu platební bilance**

*Jana Marková*

### **ABSTRAKT**

Cílem statě je poukázat na možná metodologická úskalí sestavování platební bilance a ukázat na vliv přímých zahraničních investic na vnější ekonomickou rovnováhu země. Stat' je rozdělena do třech částí. První část je věnována stručnému vývoji metodiky platební bilance s poukazem na hlavní změny, které byly obsahem jednotlivých manuálů. Druhá část je věnována analýze vlivu přímých zahraničních investic na běžný a finanční účet platební bilance. Závěrečná část se zabývá vypovídací schopností ukazatelů vnější ekonomické rovnováhy.

**Klíčová slova:** Platební bilance; Přímé zahraniční investice; Reinvestovaný zisk; Zahraniční zadluženost.

## **Analysis of the Effect of Direct Foreign Investment on Internal Equilibrium from the Point of View of the Balance of Payments**

### **ABSTRACT**

Main target of the article is to point out potential methodological obstacles to balance of payments budgeting and to show an impact of foreign direct investments on country's external economic equilibrium. The article consists of three parts. The first one is devoted to short review of a development of balance of payments methodology with respect to main changes that were a part of individual manuals. The second one is devoted to an analysis of foreign direct investments impact on current and financial accounts of balance of payments. The last part focuses on a capability of external economic equilibrium indicators.

**Key words:** Balance of payments; Foreign direct investments; Reinvested profit; Foreign indebtedness.

**JEL classification:** E52, F21.