

Zpráva o vývoji platební bilance

2019



Obsah

I. SHRUTÍ	3
II. BĚŽNÝ ÚČET	4
II.1 ZBOŽÍ A SLUŽBY	4
II.1.1 Zboží	5
II.1.2 Služby	8
II.2 PRVOTNÍ DŮCHODY	9
II.3 DRUHOTNÉ DŮCHODY	11
III. KAPITÁLOVÝ ÚČET	13
IV. FINANČNÍ ÚČET	14
IV.1 PŘÍMÉ INVESTICE	14
IV.2 PORTFOLIOVÉ INVESTICE	16
IV.3 FINANČNÍ DERIVÁTY	17
IV.4 OSTATNÍ INVESTICE	17
IV.5 REZERVNÍ AKTIVA	18
V. INVESTIČNÍ POZICE ČR	20
VI. ZAHRANIČNÍ ZADLUŽENOST ČR	22
VII. TÉMATICKÉ ANALÝZY	23
VII.1 PLATEBNÍ BILANCE A JEJÍ VÝZNAM PRO CENTRÁLNÍ BANKU	23
VII.2 CYKlicky OČIŠTĚNÝ BĚŽNÝ ÚČET	27
VII.3 MEZINÁRODNÍ OBCHOD A DLOUHODOBÝ EKONOMICKÝ RŮST	32
VIII. STATISTICKÁ PŘÍLOHA: PLATEBNÍ BILANCE V LETECH 2015–2019	35
SEZNAM ZKRATEK	36
GLOSÁŘ POJMŮ	37

Tato publikace nabízí analýzu vývoje hlavních položek platební bilance ČR za uplynulý rok a je doplněna krátkými akademickými články zaměřenými na platební bilanci a mezinárodní obchod. Vzhledem k tomu, že se opíráme o předběžná data za platební bilanci, která podléhají revizi, údaje z minulých let se v různých vydáních této publikace mohou lišit. Elektronická verze včetně předchozích vydání je ke stažení z webových stránek ČNB <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/>.

Tým zpracovatelů:

Publikaci připravuje odbor vnějších ekonomických vztahů sekce měnové ČNB a lze ji volně šířit. Kolektiv autorů: Oxana Babecká (editorka), Ladislav Prokop a Vladimír Žďárský.

V tomto vydání čtete také příspěvky Volhy Audzei, Jana Brůhy, Luboše Komárka a Ivana Sutórise.

Uzávěrka dat: 30. dubna 2020

Datum publikace: 1. června 2020

Předmluva

Vážení čtenáři,

dostává se Vám do rukou nová publikace ČNB „Zpráva o vývoji platební bilance“, která bude vycházet pravidelně každý rok na počátku června. Tímto dílem se Česká národní banka snaží přiblížit odborné a akademické veřejnosti unikátní informace plynoucí z evidence toků mezi Českou republikou a zbytkem světa. Nejde však o informace ani publikaci zcela novou. Části z oblasti platební bilance naleznete rovněž v hlavním měnověpolitickém dokumentu, kterým je Zpráva o inflaci. Navíc, již před lety vycházela stejnojmenná publikace s rozsáhlými statistickými přílohami. Nově je současná publikace doplněna o tematické analýzy a obohacena o studie ekonomického výzkumu, které jsou dle mého názoru vybraným kořením tohoto intelektuálního pokrmu.

Co vám tedy tato publikace může nabídnout? Platební bilance přináší unikátní informace o vnějších (ne)rovnováhách ekonomiky a míře jejich udržitelnosti, vysvětluje a předjímá tlaky působící na měnový kurz a nabízí například i měřítko dlouhodobé konkurenceschopnosti. Jak vidíte, není toho málo.

Pro mě osobně jsou informace plynoucí z platební bilance unikátním zdrojem informací, který z jiného pohledu rentgenuje ekonomiku a zejména její vztahy s vnějším prostředím. Domnívám se, že tato publikace pomůže řadě čtenářů proniknout do tajů platební bilance, která sama o sobě není jednoduchou disciplínou. Ti z vás, kteří jsou znalí posledního metodického manuálu Mezinárodního měnového fondu (tzv. BPM6), na základě něhož se sestavuje, mi jistě dají za pravdu.

Ať se Vám publikace líbí.

Vojtěch Benda, člen bankovní rady ČNB



I. SHRUTÍ

Pro platební bilanci ČR v roce 2019 byl charakteristický přechod z lehkého přebytku běžného účtu do mírného deficitu¹. Tato změna byla spojena zejména s růstem deficitu prvotních důchodů (růstem zisku nerezidentů z přímých investic² a také poklesem kladného salda náhrad zaměstnanců) a v menší míře též se snížením přebytku bilance služeb. Proti zvyšování deficitu běžného účtu působil opětovně rostoucí přebytek bilance zboží, který byl dosažen při jen velmi slabém růstu zahraniční a naopak nadále silném růstu domácí poptávky (zvýšení přebytku bylo spojeno zejména s poklesem cen energetických surovin). Záporné saldo druhotných důchodů se prakticky nezměnilo. Z pohledu vnější rovnováhy ČR za rok 2019 je vývoj jejího běžného účtu, který se stále nachází v poměru k hrubému domácímu produktu v blízkosti nuly, nadále možno považovat za zcela bezpečný.³

Přebytek kapitálového účtu se meziročně prakticky nezměnil, neboť růst příjmů z EU v podstatě vyvážil výrazný čistý růst výdajů na emisní povolenky. Celkově tak běžný a kapitálový účet podle předběžných údajů skončil velmi mírným deficitem ve výši 0,1 % HDP. Pozorovaná stabilita kurzu koruny vůči euru po většinu roku 2019 tak nadále v zásadě odrážela existující dobrou vnější konkurenceschopnost české ekonomiky.

Odeznění nedávno ještě poměrně výrazných přebytků běžného a kapitálového účtu významně zredukovalo prostor pro čistý odliv kapitálu do zahraničí v rámci finančního účtu. Dosažený velmi malý čistý odliv kapitálu z ČR do zahraničí byl spojen zejména s poklesem depozit nerezidentů v tuzemském bankovním sektoru a růstem rezervních aktiv ČNB (spojeným s kladným saldem operací vůči EU a výnosy z devizových rezerv). Mírně narůstající úrokový diferenciál koruny vůči rozhodujícím měnám v podstatě udržel rozsah korunových pozic nerezidentů v ČR, vytvořených před ukončením kurzového závazku ČNB, na úrovni konce roku 2018. Rezidenty navíc stimuloval k dalšímu pozvolnému snižování držby zahraničních dluhových aktiv a zároveň vyvolával jejich zájem o levnější zahraniční financování především ve formě emise cizoměnových dluhopisů. V rámci přímých investic pokračoval, byť v mírně nižším objemu, čistý příliv kapitálu. Byl spojen výhradně s přebytkem dosaženým v rámci reinvestovaných zisků. U reálných toků kapitálu velmi mírně převažoval čistý odliv kapitálu do zahraničí. Ani vývoj v oblasti přeshraničních toků kapitálu tak nevytvářel prostor pro významnější pohyby kurzu koruny.

1 z 0,4 % na -0,4 % HDP

2 Významný vliv na meziroční zvýšení deficitu prvotních důchodů a meziroční změny běžného účtu má výše záporného salda reinvestovaného zisku (meziroční růst deficitu téměř o 50 mld. Kč). Jedná se přitom o odhadovanou položku, která byla v minulosti měněna v i rozsahu několika desítek mld. Kč.

3 Z hlediska hodnocení v rámci postupu při makroekonomické nerovnováze (Macroeconomic Imbalance Procedure, MIP) je za rovnovážný vývoj považován pohyb v rámci intervalu (-4 % až +6 % HDP).

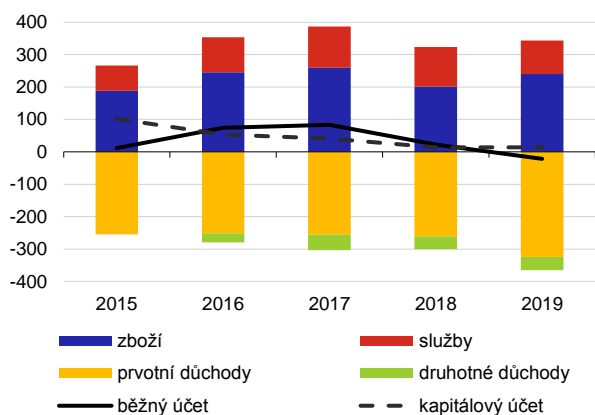
II. BĚŽNÝ ÚČET

Běžný účet přešel v roce 2019 po pěti letech větších či menších přebytků do schodku, který souvisel především s prohloubením schodku prvotních důchodů. Schodek běžného účtu dosáhl 21,3 mld. Kč, přičemž se saldo běžného účtu meziročně snížilo o téměř 44 mld. Kč (Graf 1). Poměr běžného účtu k HDP klesl ve srovnání s předchozím rokem o 0,8 p. b. na -0,4 % (Graf 2). K přechodu běžného účtu z přebytku do schodku nejvíce přispělo prohloubení schodku prvotních důchodů. Výrazný byl především dopad meziročního růstu zisku zahraničních investorů reinvestovaného v tuzemsku. Současně se zvýšily i náhrady zaměstnancům a úroky z portfoliových investic hrazené nerezidentům. Pokles běžného účtu byl také znatelně ovlivněn rychlým růstem výdajů za služby v oblasti výzkumu a vývoje. Naopak proti poklesu salda běžného účtu působil růst přebytku zboží, který byl přes slábnoucí zahraniční poptávku spojen s obnoveným růstem vývozu motorových vozidel a současným patrným zmírněním celkového dovozu zboží, částečně v souvislosti s poklesem cen paliv. Ke zmírnění celkového schodku znatelně přispělo i meziroční zvýšení příjmů za služby v oblasti výpočetní techniky.

Dlouhodobě vysoké přebytky výkonové bilance⁴, zejména bilance zboží, jsou spojeny především s činností tuzemských firem ve vlastnictví nerezidentů. Jejich exportní výkony se odrážejí nejen ve vysoce kladné výkonové bilanci, ale i v objemu jejich zisků, které dopad přebytku výkonové bilance na běžný účet do značné míry eliminují. V posledním období snižují saldo běžného účtu i další transfery nerezidentů do zahraničí (zejména růst objemu mezd zahraničních pracovníků).

Graf 1: Běžný a kapitálový účet

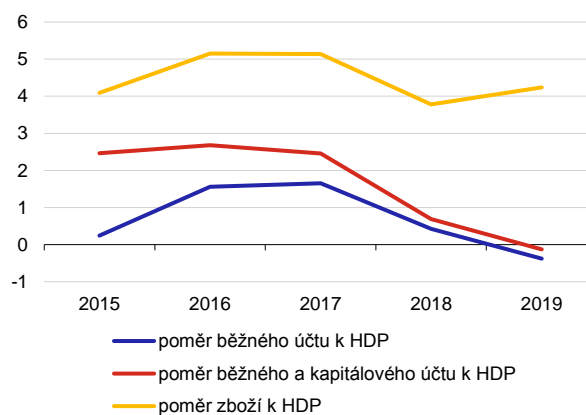
(v mld. Kč)



Zdroj: ČNB

Graf 2: Poměr běžného a kapitálového účtu a zboží k HDP

(v % k HDP)



Zdroj: ČNB, ČSÚ, propočet ČNB

II.1 ZBOŽÍ A SLUŽBY

Bilance zboží a služeb dosáhla v roce 2019 tradičně vysokého přebytku, který se v důsledku rychlého růstu kladného salda zboží meziročně zvýšil. Celkový přebytek dosáhl 343,4 mld. Kč a byl tvořen zhruba ze dvou třetin přebytkem zboží. Celkově se meziročně zvýšil o více než 20 mld. Kč, přičemž růst přebytku zboží byl zhruba z poloviny vyvážen poklesem přebytku služeb. Meziroční růst

4 Výkonová bilance = bilance zboží a služeb.

celkového obchodního obratu dosáhl 2,4 % a ve srovnání s předchozím rokem zpomalil o 1,6 p. b. Zvýšení celkového přebytku bylo současně spojeno s obnovením předstihu růstu vývozu před růstem dovozu (o 0,3 p. b.).

II.1.1 Zboží

Vývoj bilance zboží byl ovlivněn zejména poklesem cen paliv, zmírněním růstu celkové domácí poptávky a současným oslabováním vnější poptávky. Přebytek bilance zboží se po jednorocním meziročním poklesu zvýšil na 239,8 mld. Kč.⁵ Růst přebytku o téměř 39 mld. Kč souvisel zhruba z jedné čtvrtiny s cenovým vývojem, daným kladnou meziroční změnou směnných relací deflátorů vývozu a dovozu zboží, a přibližně ze tří čtvrtin s vývojem v reálném vyjádření, ovlivněným rozdílným dopadem domácí a vnější poptávky.

Z hlediska indexů cen vývozu a dovozu⁶ byla bilance zboží⁷ nejvýrazněji ovlivněna dopadem kladné meziroční změny směnných relací průmyslových spotřebních výrobků. Vzhledem k tomu, že se skupina průmyslového spotřebního zboží řadí mezi objemově významné skupiny, byl meziroční pokles salda v reálném vyjádření ve velkém rozsahu vyvážen cenovým vývojem již při poměrně malé kladné změně směnných relací⁸. Ke zvýšení celkového přebytku v běžných cenách rovněž významně přispěl cenový vývoj ve skupině paliv a maziv a ve skupině tržních výrobků tříděných podle materiálu (polotovarů). V opačném směru, tj. ve směru poklesu celkového přebytku, naopak nejvíce působila hluboká záporná změna směnných relací ve skupině neenergetických nepoživatelných surovin. Celkový dopad cenového vývoje se však v průběhu roku měnil, zejména v důsledku vývoje cen paliv a cen strojů. Nejvyšší kladné změny směnných relací bylo dosaženo ve třetím čtvrtletí, zatímco ve zbývajících čtvrtletích roku byla kladná změna směnných relací jen velmi mírná.

Dynamika vývozu zboží byla v průběhu roku ovlivněna především oslabující zahraniční poptávkou a vývojem vývozu motorových vozidel. Zatímco v prvních třech čtvrtletích vývozy meziročně rostly, ve čtvrtém čtvrtletí byl zaznamenán jejich mírný pokles. Kulminace růstové dynamiky ve třetím čtvrtletí a následný pokles v závěru roku byly výrazně ovlivněny bází předchozího roku, nejprve v souvislosti s odloženými vývozy motorových vozidel v důsledku vyřizování formalit ohledně zpřísnění emisních limitů a následně pak realizací těchto odložených vývozů. Ve čtvrtém čtvrtletí navíc růst efektivní zahraniční poptávky zpomalil pod 1 % a nevýrazné meziroční oslabování kurzu koruny vůči euru patrné v předchozích třech čtvrtletích se změnilo na mírné posílení. Za celý rok tak dosáhl růst vývozu zboží 2,2 % a ve srovnání s předchozím rokem mírně zpomalil (o 0,6 p. b.).

Z hlediska výrokové klasifikace⁹ představovaly nadále nejvýznamnější vývozní skupinu motorová vozidla (včetně dílů, bez motocyklů). Jejich vývoz překročil 1 bil. Kč a na celkovém vývozu zboží se podílel 27,7 % (Graf 3). Spolu s dalšími čtyřmi skupinami (stroje a zařízení; počítače, elektronické a optické přístroje; elektrická zařízení; kovodělné výrobky) pak podíl těchto pěti objemově nejvýznamnějších skupin dosáhl téměř dvou třetin (63,9 %) celkového vývozu. Také k meziročnímu růstu celkového vývozu s velkým náskokem nejvíce přispěl růst vývozu motorových vozidel (o 38 mld. Kč, tj. o 3,9 %). Vývoz této skupiny se současně stal po jednorocní přestávce opět tahounem

5 Jeho úroveň však setrvala mírně pod hodnotou přebytků z let 2016 a 2017.

6 v členění na základě zbožíové klasifikace podle SITC

7 v běžných cenách

8 Nejvyšší kladnou meziroční změnu směnných relací (7,8 %) zaznamenala skupina nápojů a tabáku.

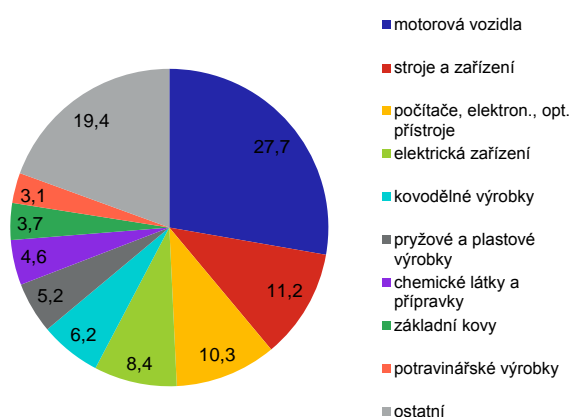
9 Rozbor zbožíové (výrokové) a teritoriální struktury je prováděn na základě statistiky zahraničního obchodu se zbožím.

celkového vývozu zboží. Nejhlubší pokles byl naopak zaznamenán u vývozu základních kovů (o 11,3 mld. Kč, tj. o 7,6 %).

Z pohledu teritoriální struktury směřoval rozhodující podíl zbožových vývozů nadále do EU(28). Vývoz do EU měl na celkovém vývozu podíl 83,5 % a meziročně se zvýšil o 1,4 %. Nejvýznamnějším obchodním partnerem bylo tradičně Německo, které se na celkovém vývozu podílelo téměř třetinou (31 %). Jeho podíl se nicméně meziročně nepatrně snížil. S velkým odstupem pak následovaly vývozy na Slovensko a do Polska. Nejvyšší přírůstky přitom zaznamenaly vývozy na Slovensko (12,7 mld. Kč) a do Německa. U nečlenských zemí EU byly realizovány nejvyšší vývozy do Ruské federace a do USA, jejich podíl na celkovém vývozu však v obou případech dosáhl pouze 2,3 %.

Graf 3: Zbožová struktura vývozu v roce 2019

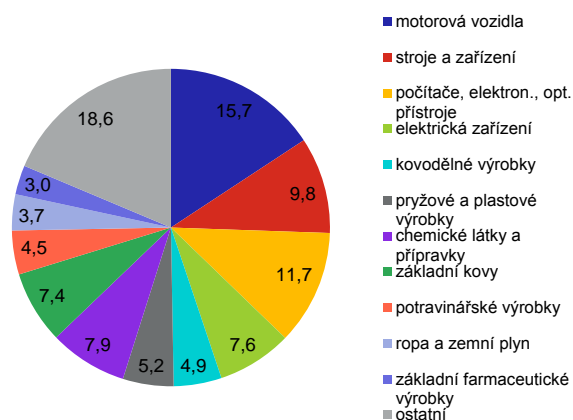
(výrobní klasifikace CZ-CPA, v %)



Zdroj: ČSÚ, propočet ČNB

Graf 4: Zbožová struktura dovozu v roce 2019

(výrobní klasifikace CZ-CPA, v %)



Zdroj: ČSÚ, propočet ČNB

Růstová dynamika dovozu byla v průběhu roku ovlivněna zejména oslabující domácí poptávkou a poklesem cen paliv, zejména zemního plynu. Podobně jako v případě vývozu zaznamenal dovoz zboží v prvních třech čtvrtletích růst. Ve čtvrtém čtvrtletí pak přešla zpomalující růstová dynamika do mírného poklesu, k němuž došlo i přes poměrně silný růst domácí poptávky a slabší pokles cen paliv v tomto čtvrtletí. Pokles dovozu nejspíše souvisel se slabou zahraniční poptávkou a silnými nejistotami ohledně budoucího hospodářského vývoje v zahraničí spojenými s poklesem dovozu pro investice a v důsledku vysoké dovozní náročnosti vývozu i s poklesem dovozu pro mezispotřebu. Za celý rok se dovoz zboží zvýšil o 1,2 %, což představuje meziroční zpomalení dynamiky o 3,7 p. b.

Podobně jako v případě vývozu tvořila z hlediska výrobní klasifikace nejvýznamnější dovozní skupinu motorová vozidla (včetně dílů, bez motocyklů). Jejich dovoz se však na celkovém dovozu zboží podílel jen 15,7 % (Graf 4). Spolu s dalšími čtyřmi nejvýznamnějšími dovozními skupinami (počítače, elektronické a optické přístroje; stroje a zařízení; chemické látky a přípravky; elektrická zařízení) podíl těchto pěti skupin na celkovém dovozu mírně přesáhl polovinu (52,8 %). Komoditní struktura dovozu je tak diverzifikována rovnoměrněji než v případě vývozu. K meziročnímu růstu celkového dovozu nejvíce přispěl růst dovozu potravinářských výrobků (o 11,5 mld. Kč, tj. o 7,8 %) a růst dovozu motorových vozidel. Nejhlubší pokles v absolutním vyjádření byl naopak zaznamenán u dovozu základních kovů (o téměř 17 mld. Kč, tj. o 6,1 %).

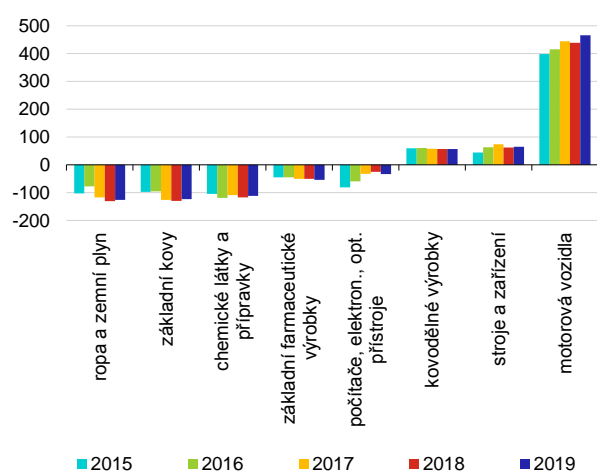
Z pohledu teritoriální struktury přicházel rozhodující podíl zbožových dovozů nadále z EU(28). Dovoz z EU představoval na celkovém dovozu 66,1 %. Meziročně se však o 0,9 % snížil, což souviselo především s výrazným poklesem dovozu ze Slovenska. Nejvýznamnějším partnerem bylo Německo, jehož podíl na celkovém dovozu přesáhl čtvrtinu (26 %). S velkým odstupem pak následovaly dovozy z Polska a ze Slovenska. U nečlenských zemí EU byly nejvyšší dovozy realizovány z Číny. Jejich podíl na celkovém dovozu dosáhl 11 % a Čína tak představovala druhého nejvýznamnějšího dovozního

partnera. Z teritoriálního pohledu zaznamenaly dovozy z Číny i nejvyšší absolutní meziroční růst (o 20 mld. Kč, tj. o 5,4 %).

Z hlediska výrobkové klasifikace k celkovému přebytku rozhodujícím dílem přispěl přebytek motorových vozidel. Ten dosáhl 466 mld. Kč a meziročně se zvýšil o více než 27 mld. Kč, což představuje i nejvýraznější příspěvek k meziročnímu růstu celkové bilance (Graf 5). Naopak ke snížení celkového přebytku nejvíce přispěl schodek ropy a zemního plynu, který přesáhl 126 mld. Kč. Schodky přes 100 mld. Kč zaznamenaly ještě základní kovy a skupina chemických látek a přípravků. Ve směru meziročního zmírnění přebytku nejvýrazněji působilo prohloubení schodku ve skupině počítačů, elektron., opt. přístroje, kovodělné výrobky, stroje a zařízení (o více než 8 mld. Kč).

Graf 5: Vývoj nejvýznamnějších zbožových skupin z hlediska výše salda

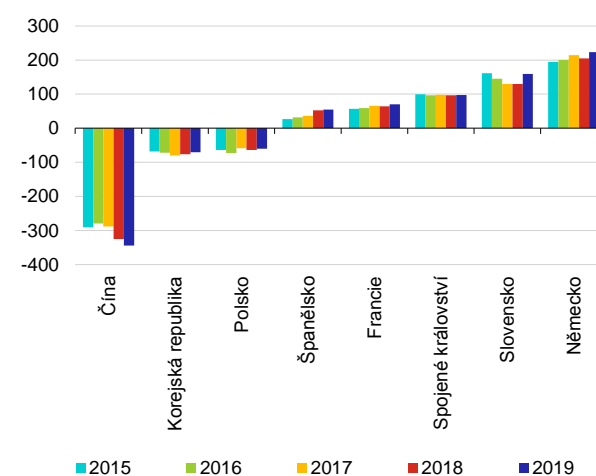
(výrobková klasifikace CZ-CPA, v mld. Kč)



Zdroj: ČSÚ

Graf 6: Obchod se zbožím s nejvýznamnějšími partnery z hlediska výše salda

(teritoriální struktura zahraničního obchodu, v mld. Kč)



Zdroj: ČSÚ

Z pohledu teritoriální struktury vytvářela ČR nadále vysoký přebytek ve vzájemném obchodu s EU, který však byl výrazně redukován schodkem v obchodování se státy mimo EU. Přebytek zboží s regionem EU přesáhl 735 mld. Kč a meziročně se zvýšil o více než 62 mld. Kč. Nejvyšší přebytek byl tradičně dosažen s Německem (téměř 223 mld. Kč, Graf 6). Významné přebytky byly zaznamenány i se Slovenskem a se Spojeným královstvím. Rychlý meziroční růst přebytku v obchodu se Slovenskem (o téměř 30 mld. Kč) představoval také největší příspěvek k růstu celkového přebytku. V případě nečlenských zemí EU byl naproti tomu zaznamenán schodek ve výši 570 mld. Kč, který se o více než 10 mld. Kč prohloubil. Rozhodující část tohoto schodku přitom připadla na obchod s Čínou (344 mld. Kč). Prohloubení schodku obchodu s Čínou (o 19 mld. Kč) také nejvýrazněji působilo proti růstu celkového přebytku. Bilance s Čínou tak představovala nejvýznamnější přetrvávající teritoriální nerovnováhu v obchodu se zbožím.

Výrazný přebytek bilance zboží je dlouhodobě spojen především s tuzemskou specializací na automobilový průmysl včetně dílů¹⁰ a je dosahován na „otevřeném“ trhu EU. Právě dominance zpracovatelského průmyslu a jeho vysoká exportní orientace (při relativně úzké odvětvové a teritoriální diverzifikaci) činí ČR extrémně závislou na vnějším vývoji.

10 V roce 2019 přebytek skupiny motorových vozidel více než třikrát převyšoval celkový přebytek zahraničního obchodu se zbožím.

II.1.2 Služby

Přestože se služby podílely na celkovém obratu bilance zboží a služeb v roce 2019 jen 15,6 %¹¹, byl jejich přebytek významnou součástí celkové bilance. Dosáhl 103,7 mld. Kč, přičemž se již druhý rok v řadě meziročně snižoval, tentokrát o více než 17 mld. Kč. Vývoj celkového přebytku byl spojen s poměrně výrazným předstihem růstu dovozu před růstem vývozu (o 4,4 p. b.). Pokles nominálního přebytku byl důsledkem vývoje v reálném vyjádření, který však byl zhruba z jedné třetiny vyvážen příznivým cenovým dopadem spojeným s kladnou meziroční změnou směnných relací.

Růst příjmů za služby v průběhu roku postupně zpomaloval a odrážel tak ponejvíce oslabující zahraniční poptávku. Za celý rok se příjmy za služby meziročně zvýšily o 4,4 % a ve srovnání s předchozím rokem jejich dynamika nicméně nepatrně zrychlila. Z pohledu podrobnějšího členění byly nejvýznamnějšími složkami příjmů cestovní ruch (především soukromé cesty), doprava (z toho nejvíce silniční nákladní) a tzv. ostatní podnikatelské služby (zejména odborné – účetní, auditorské – a poradenské služby v oblasti řízení). Podíl těchto tří skupin tvořil zhruba dvě třetiny (67,3 %) celkových příjmů. K meziročnímu růstu celkových příjmů v absolutním vyjádření jednoznačně nejvíce přispěl růst příjmů za služby v oblasti výpočetní techniky (o více než 15 mld. Kč, tj. více než poloviny).

Z hlediska teritoriální struktury připadal rozhodující podíl příjmů (dvě třetiny) na země EU(28). Nejvýznamnějším obchodním partnerem zůstalo Německo s téměř pětinným podílem na celkových příjmech (19,1 %), které následovaly USA a Slovensko. Také nejvyšší absolutní přírůstek příjmů byl zaznamenán v obchodu s USA a souvisel s růstem příjmů za služby výpočetní techniky.

Rychlá dynamika výdajů za služby odrážela počátkem roku ještě poměrně výrazný růst domácí poptávky, především však byla spojena s vysokými jednorázovými výdaji v závěru roku. Za celý rok se výdaje za služby meziročně zvýšily o 8,8 % a ve srovnání s předchozím rokem jejich dynamika zrychlila o 2,4 p. b. Z pohledu podrobnějšího členění výdajů byly stejně jako v případě příjmů nejvýznamnějšími složkami tzv. ostatní podnikatelské služby (zejména odborné a poradenské služby v oblasti řízení), doprava (nejvíce silniční nákladní) a cestovní ruch (především soukromé cesty). Podíl těchto tří skupin tvořil téměř tři čtvrtiny (73,6 %) celkových výdajů. K meziročnímu růstu celkových výdajů v absolutním vyjádření přispěly zejména ostatní podnikatelské služby, především pak výdaje na výzkum a vývoj spojené s rozvojem elektromobility.

Z pohledu teritoriální struktury směřoval rozhodující podíl výdajů za služby rovněž do EU(28) a přesáhl 72 %. Nejvýznamnějším obchodním partnerem bylo se čtvrtinovým podílem na celkových výdajích (25,5 %) Německo, za nímž následovalo Slovensko a Spojené království. Nejvyšší absolutní přírůstek výdajů (téměř 22 mld. Kč, což představuje skoro polovinu celkového přírůstku) byl zaznamenán v důsledku vysokého jednorázového výdaje na výzkum a vývoj ve čtvrtém čtvrtletí u obchodu s Německem.

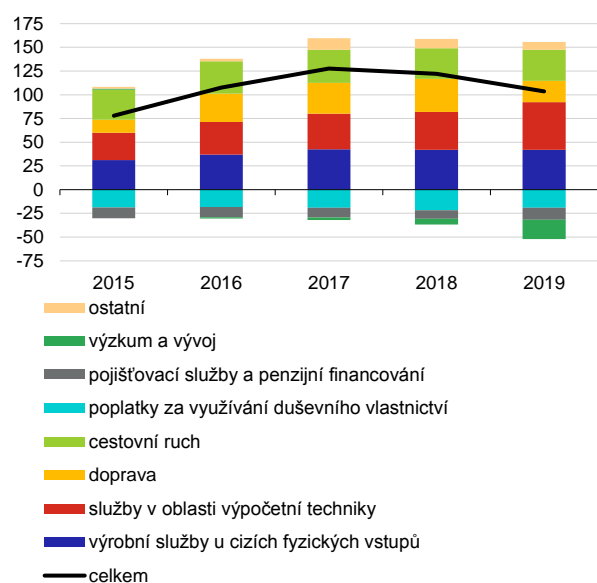
K celkovému přebytku přispěly nejvíce přebytek služeb v oblasti výpočetní techniky (převyšující 50 mld. Kč) a přebytek výrobních služeb¹² (ve výši 42 mld. Kč). Výraznými přebytky skončily také dílčí bilance cestovního ruchu a dopravy. Naopak nejhlubší schodky byly zaznamenány u služeb výzkumu a vývoje (přes 20 mld. Kč) a u poplatků za využívání duševního vlastnictví (Graf 7). Také meziroční pokles celkového přebytku nejvíce souvisel s prohloubením schodku u služeb výzkumu a vývoje (o více než 14 mld. Kč) a se snížením přebytku dopravy.

11 V roce 2018 představoval tento podíl 15 %.

12 tj. služeb spojených se zpracováním zboží

Graf 7: Bilance služeb

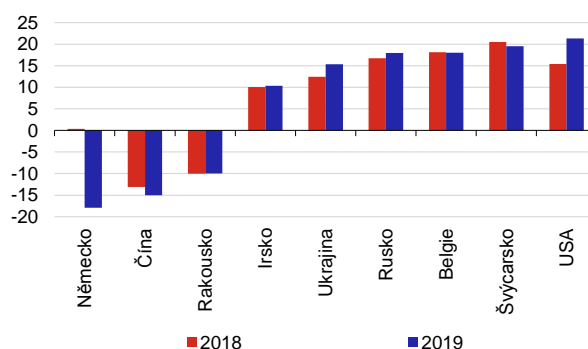
(v mld. Kč)



Zdroj: ČNB, propočet ČNB

Graf 8: Obchod se službami s nejvýznamnějšími partnery z hlediska výše salda

(v mld. Kč)



Zdroj: ČNB

Z teritoriálního pohledu přispěl k celkovému přebytku služeb především přebytek obchodu s nečlenskými státy EU. Nejvyšší přebytky obchodu byly dosaženy s USA (21,3 mld. Kč), Švýcarskem (19,6 mld. Kč) a dále s Belgií a Ruskem. Naopak nejhlubší schodky byly zaznamenány u obchodu s Německem (-18 mld. Kč) a s Čínou (-15 mld. Kč, Graf 8). Také k meziročnímu poklesu celkového přebytku nejvíce přispěl pokles bilance s Německem (přes 18 mld. Kč) při přechodu z nepatrného přebytku do výrazného schodku.

Přes relativně nižší váhu oproti zboží představují služby dlouhodobě významnou položku, a to zejména z hlediska jejich příspěvku k celkovému saldu běžného účtu. Přebytek vytvářejí dominantně čtyři obory: výrobní služby, služby v oblasti výpočetní techniky, cestovní ruch a doprava. Ve srovnání se zbožím jsou služby orientovány ve větší míře mimo země EU (na mimounijní státy připadá zhruba třetina celkových příjmů), z hlediska tvorby přebytků je podíl mimounijních zemí ještě mnohem výraznější. Navíc je podíl tuzemských vlastníků na tvorbě přebytků výrazně vyšší než u zboží. Větší oborová a teritoriální diverzifikace přebytku bilance služeb oproti zboží a vyšší podíl domácích vlastníků tak do určité míry snižují rizika změn vnějšího prostředí pro ČR.

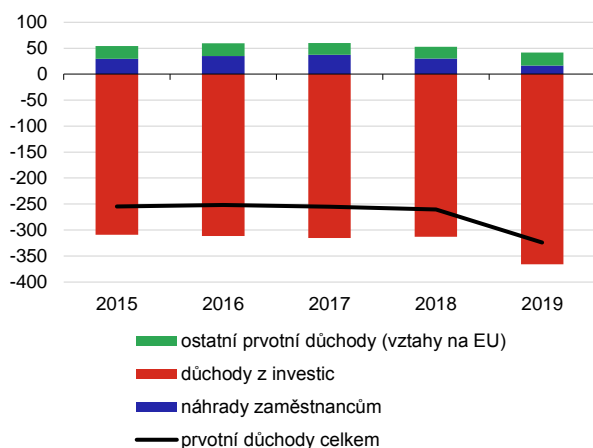
II.2 PRVOTNÍ DŮCHODY

Prvotní důchody dosáhly v roce 2019 historicky nejhlubšího schodku, což bylo spojeno především s prohloubením schodku důchodů z investic (Graf 9). Celkový schodek dosáhl 324,1 mld. Kč a podobně jako v předchozích letech souvisel hlavně s důchody z přímých investic. Především pokračující poměrně příznivý hospodářský vývoj ve službách v tuzemsku se odrazil ve výnosech z přímých investic nerezidentů, zejména odlivu dividend do zahraničí. K prohloubení celkového schodku (o téměř 64 mld. Kč) přispěl především výrazný růst výnosů z přímých investic (reinvestovaných zisků) zahraničních investorů v ČR, růst náhrad zahraničním zaměstnancům (jejichž počet v důsledku vyčerpanosti tuzemského trhu práce dále rostl) a růst výnosů nerezidentů z portfoliových investic (dluhových cenných papírů), spojený s růstem úrokových sazeb ČNB. Příjmy, ale zejména výdaje prvotních důchodů se po roce meziročního poklesu opět zvýšily. Při růstu příjmů o necelých 10 % vzrostly výdaje o více než 17 %. Revize prvotních důchodů, která bude zveřejněna v březnu příštího roku, však může dynamiku příjmů a výdajů i celkový schodek významně ovlivnit, a to

především z důvodu revize důchodů z přímých investic na základě výsledků pravidelného ročního šetření ČNB o stavu přímých zahraničních investic v České republice.

Graf 9: Prvotní důchody

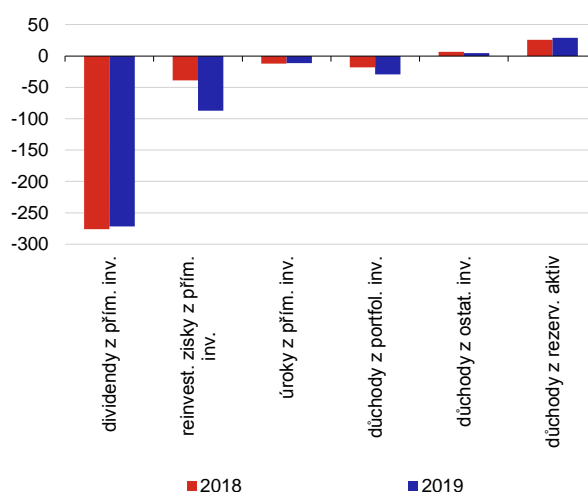
(v mld. Kč)



Zdroj: ČNB

Graf 10: Vývoj dílčích bilancí důchodů z investic

(v mld. Kč)



Zdroj: ČNB

Dílčí schodek důchodů z přímých investic tradičně převyšoval úroveň celkového schodku prvotních důchodů. Přesáhl 370 mld. Kč a meziročně se prohloubil o téměř 43 mld. Kč. Nejvýznamnější součástí důchodů z přímých investic byl opět čistý odliv dividend (téměř -272 mld. Kč), který byl téměř zcela spojen s odlivem dividend do zahraničí. Z hlediska odvětvové struktury převažovala v celkovém odlivu dividend odvětví služeb, především pak finanční a pojišťovací činnosti. Z teritoriálního hlediska směřovaly výplaty dividend z přímých investic z rozhodující části (přes 94 %) do regionu EU(28), zejména do Nizozemska, Lucemburska a Německa (Tabulka 1). Zatímco schodek dividend se meziročně nepatrně snížil, schodek reinvestovaného zisku (ve výši přes 87 mld. Kč) se naopak v důsledku vysokého růstu reinvestic v tuzemsku prohloubil o více než 48 mld. Kč. Tento vývoj, vycházející z předběžných údajů, zřejmě odráží přetrvávající atraktivitu některých ekonomických aktivit v ČR spojenou s reálnými investicemi i reinvestované prostředky z mimořádných příjmů z transakcí uskutečněných v daném roce. Mírným schodkem skončila i třetí dílčí bilance důchodů z přímých investic, a sice důchodů z úroků (z dluhových nástrojů, Graf 10).

Tabulka 1: Struktura odlivu dividend z přímých zahraničních investic v ČR v roce 2019

(v %)

ODVĚTVOVÁ STRUKTURA		TERITORIÁLNÍ STRUKTURA	
Celkem	100,0	Celkem	100,0
Zpracovatelský průmysl celkem	40,1	EU(28) celkem	94,2
výroba motorových vozidel (kromě motocyklů), přívěsů a návěsů	17,2	Nizozemsko	20,5
ropné, chemické, farmaceutické, pryžové a plastové výrobky	6,7	Lucembursko	20,1
Služby celkem	54,6	Německo	15,6
finanční a pojišťovací činnosti	29,8	Rakousko	12,5
velkoobchod, maloobchod; opravy motorových vozidel	9,4	Francie	5,8
informační a komunikační činnosti	8,7	Belgie	5,7

Zdroj: ČNB, propočet ČNB

V rámci důchodů z investic zaznamenaly schodek ještě důchody z portfoliových investic; důchody z ostatních investic a důchody z rezervních aktiv skončily naopak přebytky. Schodek důchodů z portfoliových investic přesáhl 29 mld. Kč a meziročně se prohloubil o 11 mld. Kč. Souvisel zejména s výplatou úroků z dluhových cenných papírů a také dividend z majetkových cenných papírů zahraničním investorům. K prohloubení schodku přispěly především meziročně vyšší úroky z dluhopisů hrazené nerezidentům. Důchody z ostatních investic skončily naproti tomu malým přebytkem (přes 4 mld. Kč). Poměrně znatelného přebytku (ve výši necelých 29 mld. Kč) dosáhly i důchody z rezervních aktiv.

Celkový schodek prvotních důchodů byl jako obvykle částečně zmírňován přebytkem náhrad zaměstnancům a přebytkem ostatních prvotních důchodů. Přebytek náhrad zaměstnancům, zahrnující hlavně mzdy, dosáhl necelých 17 mld. Kč a meziročně se v důsledku rychlého růstu výdajů snížil o více než 13 mld. Kč. Nejvíce přitom vzrostly výdaje směřované na Slovensko a na Ukrajinu (shodně o 5 mld. Kč). Ukrajina současně dosáhla i nejvyššího podílu na celkových výdajích (téměř 43 %).¹³ Naproti tomu přebytek ostatních prvotních důchodů, zahrnující vztahy s rozpočtem EU, dosáhl obdobné výše jako v minulých letech (25,1 mld. Kč), přičemž se jen mírně zvýšil.

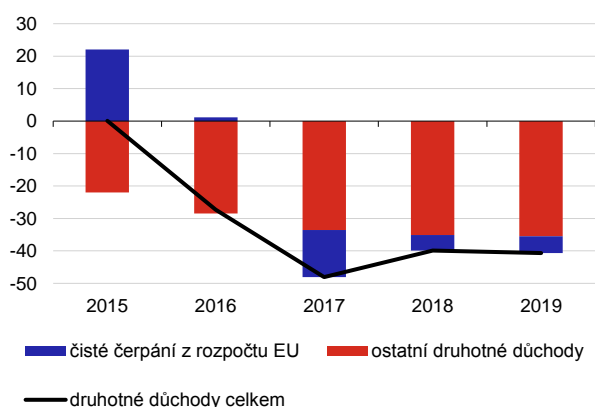
Bilance prvotních důchodů je dominantně ovlivněna dlouhodobě vysokým podílem zahraničního vlastnictví v tuzemské ekonomice. Schodek důchodů z přímých investic tak představuje klíčovou položku prvotních důchodů. Dlouhodobě ho však částečně zmírňují přebytky náhrad zaměstnancům¹⁴ a transferů z EU.

II.3 DRUHOTNÉ DŮCHODY

Bilance druhotných důchodů setrvala čtvrtý rok v řadě ve schodku, který se ve srovnání s předchozím rokem nepatrně prohloubil. Schodek druhotných důchodů dosáhl 40,6 mld. Kč a meziročně se zvýšil o necelou 1 mld. Kč (Graf 11). Při dvojciferném růstu celkových příjmů a celkových výdajů se nejen celkový schodek, ale ani struktura bilance oproti předchozímu roku významněji nezměnila.

Graf 11: Druhotné důchody

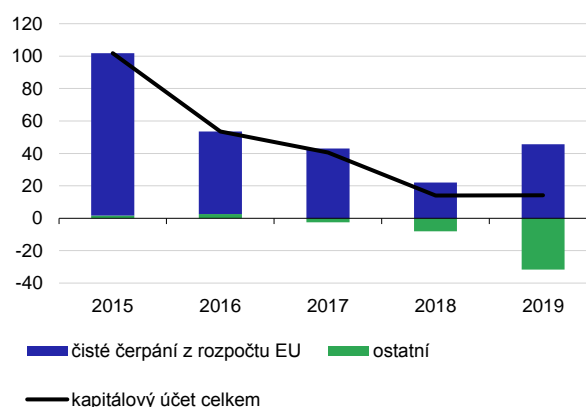
(v mld. Kč)



Zdroj: ČNB, propočet ČNB

Graf 12: Kapitálový účet

(v mld. Kč)



Zdroj: ČNB, propočet ČNB

¹³ Nejvyššího podílu na příjmech z náhrad zaměstnancům dosáhlo Německo (téměř 56 %).

¹⁴ Vlivem napjatosti tuzemského trhu práce však tyto přebytky v poslední době klesaly.

Čisté čerpání příjmů z rozpočtu EU, vykazované v rámci druhotných důchodů, skončilo opět schodkem, který se zcela nepatrně prohloubil. Celkové příjmy z EU (vykazované v položce běžná mezinárodní spolupráce) se mírně zvýšily, současně však došlo také k mírnému růstu na straně výdajů (zejména v položce vlastní zdroje EU odvozené z DPH a HNP). Čistá pozice příjmů z EU tak skončila, obdobně jako loni, malým schodkem (ve výši přes 5 mld. Kč, Tabulka 2).

Tabulka 2: Transfery ČR s EU v roce 2019

(v mld. Kč)

Název	2019			rozdíl 2019-2018		
	příjmy	výdaje	saldo	příjmy	výdaje	saldo
Ostatní prvotní důchody	32,4	7,4	25,1	3,0	0,5	2,5
Daně z výroby a z dovozu	0,0	7,4	-7,4	0,0	0,5	-0,5
Dotace na produkt	0,5	0,0	0,5	0,2	0,0	0,2
Ostatní dotace na produkt	32,0	0,0	32,0	2,8	0,0	2,8
Druhotné důchody	40,9	46,0	-5,1	1,7	2,1	-0,3
Běžná mezinárodní spolupráce	40,9	2,0	38,9	1,7	0,8	1,0
Vlastní zdroje EU odvozené z DPH a HNP	0,0	44,0	-44,0	0,0	1,3	-1,3
Kapitálové transfery	45,8	0,0	45,7	23,7	0,0	23,7
Investiční dotace	45,8	0,0	45,7	23,7	0,0	23,7
CELKEM	119,1	53,5	65,7	28,5	2,6	25,8

Zdroj: ČNB, propočet ČNB

K celkovému schodku druhotných důchodů nejvýrazněji přispěl schodek důchodů nenavázaných na rozpočet EU, spojený především s důchody ostatních (nevládních) sektorů. Ten dosáhl necelých 36 mld. Kč a meziročně se velmi mírně zvýšil. Souvisel nejvíce se schodkem v položce sociální příspěvky, který přesáhl 10 mld. Kč.

Bilance druhotných důchodů je dominantně ovlivňována pozvolna rostoucím schodkem soukromých transferů a výkyvy ve finančních vztazích ČR vůči EU (výkyvy v příjmech při mírně rostoucích platbách).

III. KAPITÁLOVÝ ÚČET

Vývoj na kapitálovém účtu byl, podobně jako v předchozím roce, nejvíce ovlivněn čerpáním prostředků z rozpočtu EU a obchodem s emisními povolenkami. Přebytek kapitálového účtu dosáhl 14,1 mld. Kč a meziročně se jen nepatrně zvýšil (Graf 12). Při faktické stabilitě celkového přebytku však došlo k výraznému nárůstu sald obou relevantních složek. Také celkové příjmy a výdaje zaznamenaly velmi rychlý růst.

Z hlediska celkové bilance představoval nadále nejvýznamnější položku přebytek (resp. příjmy) zdrojů z rozpočtu EU. Jeho výše dosáhla 45,7 mld. Kč, což znamenalo po roce umírněného čistého čerpání opětovné navýšení investičních dotací (oproti předchozímu roku zhruba na dvojnásobek, tj. o téměř 24 mld. Kč).

V posledních dvou letech v rámci kapitálového účtu významně vzrostla úloha položky nevyráběných nefinančních aktiv spojená především s obchodováním s emisními povolenkami. Růst významu obchodu s emisními povolenkami se odrazil jak v rostoucím obchodním obratu, tak ve zvyšujícím se saldu. V roce 2019 již dosáhla dílčí bilance nevyráběných nefinančních aktiv schodku ve výši téměř 33 mld. Kč, který se meziročně zvýšil více než trojnásobně a příznivý dopad vyššího čistého čerpání prostředků z fondů EU tak kompenzoval.

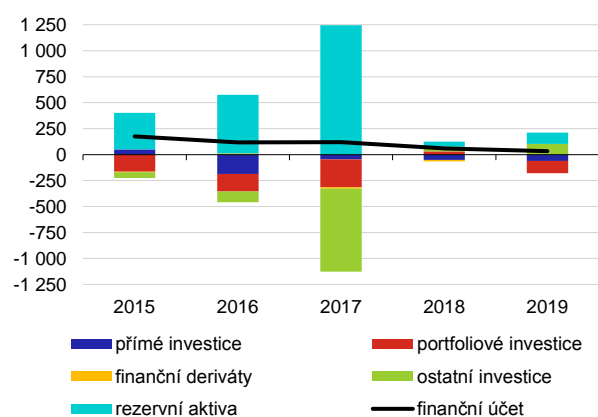
Saldo kapitálového účtu dominantně ovlivňují příjmy z EU. Na kapitálovém účtu jsou vykazovány i některé jednorázové operace, jako byly v minulosti např. odpis zahraničního dluhu nebo platba z rozhodnutí zahraniční arbitráže. V poslední době jsou významné poměrně rozsáhlé aktivity spojené s obchodováním s emisními povolenkami.

IV. FINANČNÍ ÚČET

Na finančním účtu byl v loňském roce dosažen mírný čistý odliv kapitálu ve výši 32,8 mld. Kč (Graf 13), což v poměru k HDP představuje cca 0,6 % (Graf 14). Byl způsoben zejména růstem rezervních aktiv ČNB a čistým odlivem kapitálu v rámci ostatních investic. Celkový čistý odliv kapitálu byl zmírňován čistým přílivem kapitálu v rámci přímých a portfoliových investic.

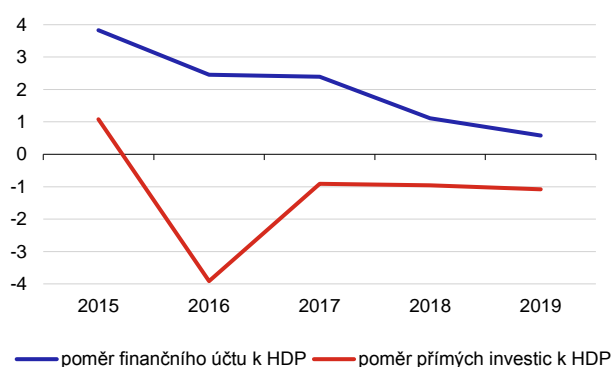
Graf 13: Finanční účet

(v mld. Kč)



Graf 14: Poměr finančního účtu a přímých investic k HDP

(v %)



Pozn.: Kladná hodnota vyjadřuje čistý odliv, záporná hodnota čistý příliv, resp. jejich poměr k HDP.

Zdroj: ČNB, ČSÚ, výpočet ČNB

IV.1 PŘÍMÉ INVESTICE

V rámci přímých investic pokračoval čistý příliv kapitálu do ČR. Byl spojen výhradně s reinvestovanými zisky odrážejícími dříve realizované výrazně vyšší investice nerezidentů v ČR než rezidentů v zahraničí.¹⁵ Čistý příliv dosáhl hodnoty 61,0 mld. Kč a byl tak nižší než odhadované saldo reinvestovaných zisků¹⁶ (87,3 mld. Kč¹⁷). Po očištění o vliv reinvestovaného zisku tak v roce 2019 v rámci přímých investic převažoval mírný čistý odliv kapitálu do zahraničí (Graf 15).

Na straně přílivu kapitálu do ČR (213,6 mld. Kč, Graf 16) představoval reinvestovaný zisk téměř 85 % celkových investic. Příliv ostatního (dluhového) kapitálu dosahoval jen cca 4 % přílivu. Investice do základního kapitálu v ČR (25,0 mld. Kč) se podílely na celkových přímých investicích nerezidentů v ČR zhruba 12 %.

Při odlivu přímých investic do zahraničí (152,7 mld. Kč) nesehrával reinvestovaný zisk tak dominantní úlohu jako u přílivu. Přesto byl z jednotlivých položek zdaleka nejvýznamnější a tvořil 60 % celkového odlivu kapitálu. Investice do základního kapitálu dosahovaly téměř 20 % celkových investic rezidentů v zahraničí. Poskytnuté úvěry v rámci přímých investic činily zbývajících více než 20 % celkových investic.

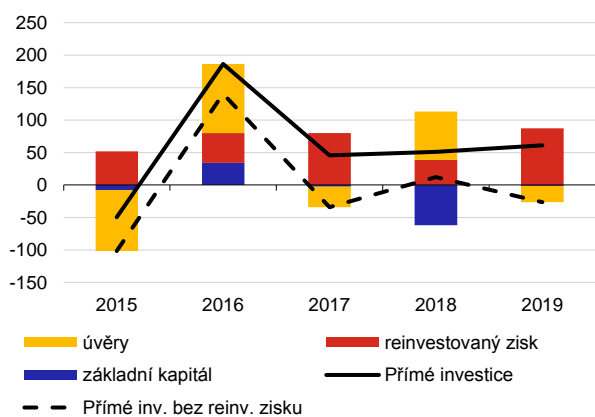
¹⁵ Hodnota investic nerezidentů v ČR byla ke konci roku 2018 téměř trojnásobná oproti investicím rezidentů v zahraničí.

¹⁶ Ty odrážejí rozdíl mezi dosaženou hodnotou zisku a vyplacenými dividendami.

¹⁷ Definitivní hodnota na základě statistických výkazů bude za rok 2019 k dispozici v březnu 2021.

Graf 15: Struktura salda přímých investic

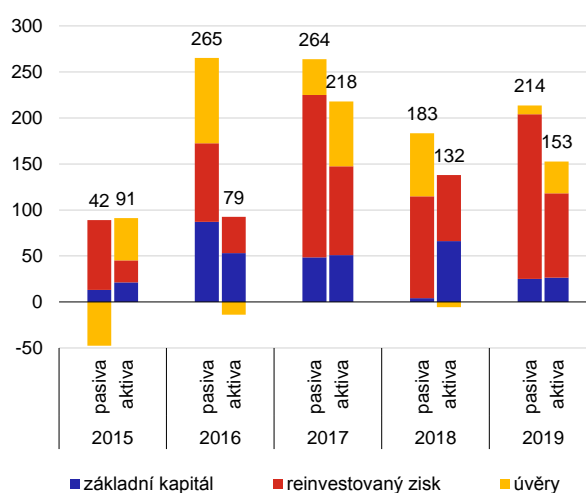
(v mld. Kč)



Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

Graf 16: Struktura přímých investic

(v mld. Kč)

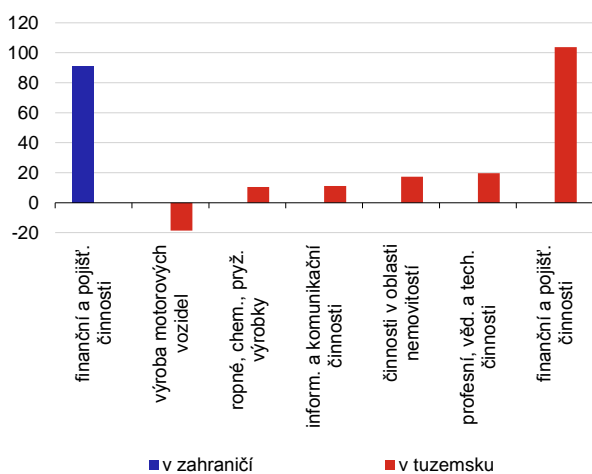


Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

Z hlediska odvětvové struktury přímých investic (Graf 17) tvořily na straně přílivu více než 95 % investice do služeb (zejména finančních a pojišťovacích). Podíl finančních a pojišťovacích služeb dosahoval cca 60 % celkového přílivu kapitálu. Zhruba ze dvou třetin se jednalo o reinvestovaný zisk, zbytek činily investice do základního kapitálu. Přibližně 12 % celkových investic byly investice do nemovitostí a cca 10 % představovaly investice do profesní vědecké a technické činnosti. Nelze tedy říci, že by příliv kapitálu nějak zásadně podporoval potřebné strukturální změny v české ekonomice. Také přímé investice rezidentů do zahraničí směřovaly zejména do sektoru služeb (z téměř 85 %), především do financí a pojištnictví (více než 80 % všech přímých investic rezidentů), zhruba 10 % činily investice do zpracovatelského průmyslu (zejména do výroby potravin a strojů a zařízení).

Graf 17: Nejvýznamnější toky přímých investic z hlediska odvětví v roce 2019

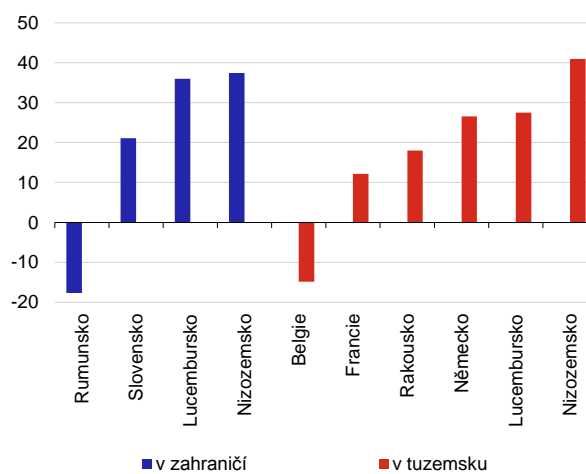
(podle principu směru, ekonomická odvětví NACE, v mld. Kč)



Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

Graf 18: Nejvýznamnější toky přímých investic z hlediska zemí v roce 2019

(podle principu směru, princip bezprostředního investora, v mld. Kč)



Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

Z hlediska teritoriální struktury dominovaly obdobně jako v posledních letech země EU, na straně přílivu s více než 80 % a na straně odlivu z více než 90 %. Nejvíce přímých investic (podle

země bezprostředního investora) směřovalo do ČR v roce 2019 z Nizozemska, Lucemburska, Německa a Rakouska (dohromady téměř 65 %). České investice v zahraničí mířily do Nizozemska, Lucemburska a na Slovensko (dohromady skoro 85 %). Nizozemsko a Lucembursko však zde sehrávají úlohu „daňových rájů“.

Rozhodujícím faktorem celkového vývoje salda přímých investic v jednotlivých letech jsou v minulosti realizované objemy přímých investic nerezidentů v ČR a rezidentů v zahraničí. Z nich plynoucí reinvestované zisky tvoří většinu dnešních toků investic. Nepředstavují však reálné přeshraniční toky kapitálu. Příliv nových přímých investic ze zahraničí do ČR je v posledních letech omezován zejména snížením maximální hodnoty investičních pobídek pod úroveň ostatních zemí V4. Dalším faktorem je omezenější dostupnost pracovní síly a mírně vyšší mzdy opět ve srovnání s ostatními zeměmi V4, které jsou v souboji o investice zpravidla našimi konkurenty. Na celkový čistý příliv přímých investic má vliv v posledních letech také poměrně významně rostoucí finanční síla tuzemských investorů, která se promítá v růstu objemu zahraničních akvizic a též v nákupu tuzemských firem od nerezidentů. Tyto faktory budou limitovat čistý příliv přímých investic i do budoucna.

IV.2 PORTFOLIOVÉ INVESTICE

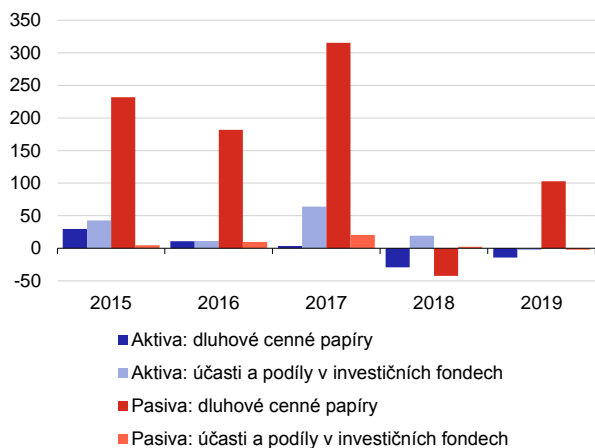
V rámci portfoliových investic došlo v roce 2019 k vysokému čistému přílivu kapitálu ve výši 117,6 mld. Kč. Hlavní příčinou byly nákupy tuzemských dluhopisů nerezidenty, v podstatě menší míře pak pokles držby zahraničních dluhových aktiv rezidenty. Toky dluhového kapitálu ovlivňoval především úrokový diferenciál rozhodujících měn a české koruny, který v průběhu loňského roku navíc dále rostl. Toky majetkových cenných papírů byly v podstatě zanedbatelné jak na straně rezidentů v zahraničí, tak u nerezidentů v ČR, v obou případech se jednalo o nepatrný pokles držby. To odráželo viditelnou nejistotu portfoliových investorů ohledně budoucího ekonomického vývoje.

Na straně aktiv bylo patrné pokračující postupné opouštění držby zahraničních cenných papírů rezidenty, přičemž byl vykázán čistý příliv kapitálu do ČR ve výši 17,1 mld. Kč. Zatímco objem zahraničních dluhopisů v rukách rezidentů nadále klesal (o cca 15 mld. Kč), držbu zahraničních akcií rezidenty lze hodnotit z ekonomického hlediska spíše jako stagnaci. Pokračující snižování držby zahraničních dluhopisů bylo do značné míry spojeno s vysokým úrokovým diferencialem koruny vůči euru, resp. jeho dalším nárůstem, který výrazně snižoval atraktivitu držby euroobligací v očích rezidentů. Ze sektorového pohledu převažoval pokles u bankovního sektoru nad ostatními sektory. Držba zahraničních majetkových cenných papírů rezidenty klesla o cca 2 mld. Kč (Graf 19). Ze sektorového hlediska se na dezinvesticích zahraničních majetkových cenných papírů podílely ostatní sektory (podnikatelský).

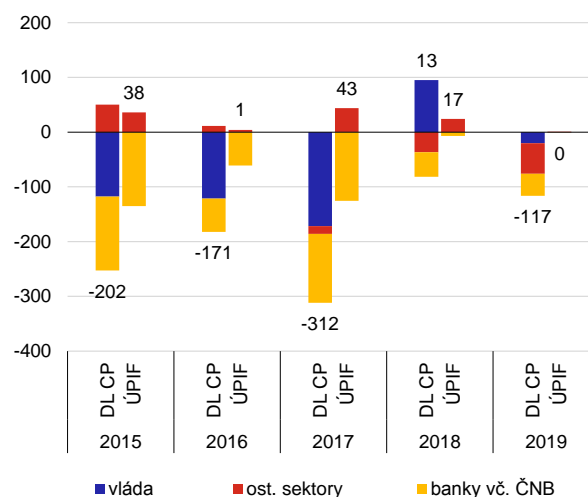
Na straně pasiv (čistý příliv kapitálu ve výši 100,6 mld. Kč) dominoval především růst držby tuzemských bankovních a zejména firemních dluhopisů ze strany nerezidentů. Ten dosáhl hodnoty téměř 80 mld. Kč. Jednalo se dominantně o růst objemu cizoměnových emisí rezidentů v držbě nerezidentů (firemní a bankovní dluhopisy), u podnikového sektoru zpravidla dlouhodobých, u bankovního sektoru převážně krátkodobých. Za relativně vysokými objemy cizoměnových dluhopisů stojí pravděpodobně výrazně nižší náklady financování oproti domácí měně, případně získání finančních prostředků na nové akvizice v zahraničí. U vládního sektoru došlo k mírnému růstu držby korunových dluhopisů nerezidenty, přičemž vývoj byl výrazně odlišný v průběhu roku. V první polovině roku držba vládních dluhopisů nerezidenty rychle rostla, zatímco ve druhé polovině klesala, přičemž pokles v posledním čtvrtletí je možno označit za rychlý. Spíše než o záměry nerezidentů však dominantně zřejmě šlo o splatnosti jednotlivých dluhopisů a jejich dostupnost. Celkově v roce 2019 držba vládních korunových dluhopisů nerezidenty vzrostla cca o 20 mld. Kč.

Graf 19: Struktura salda portfoliových investic

(v mld. Kč)

**Graf 20: Vývoj salda portfoliových investic podle sektorů**

(v mld. Kč)



Pozn.: DL CP – dluhové cenné papíry, ÚPIF – účasti a podíly v investičních fondech (majetkové papíry). Kladná hodnota vyjadřuje čistý odliv, záporná hodnota čistý příliv.

Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

Pro vývoj toků **dluhového kapitálu** hraje na straně aktiv klíčovou roli především vývoj úrokového diferenciálu koruny vůči euru, na straně pasiv je vzhledem k vysokému podílu zahraničního krátkodobého kapitálu umístěného do tuzemských korunových vládních dluhopisů důležitý též úrokový diferenciál koruny vůči americkému dolaru. Toky kapitálu umístovaného do **majetkových cenných papírů** na straně pasiv velmi limituje výrazně omezená nabídka likvidních tuzemských titulů. Na straně aktiv i pasiv omezovala v loňském roce aktivitu investorů postupně narůstající nejistota ohledně budoucího vývoje globální ekonomiky.

IV.3 FINANČNÍ DERIVÁTY

Transakce spojené s vypořádáním obchodů s finančními deriváty vedly v roce 2019 k čistému odlivu kapitálu z ČR ve výši 1 mld. Kč. Meziročně se jednalo na tuto položku o poměrně významnou změnu. Čistý odliv kapitálu, byť zanedbatelný, je u této položky navíc málo obvyklý.¹⁸

IV.4 OSTATNÍ INVESTICE

Čistý odliv kapitálu činil u ostatních investic 102,1 mld. Kč a byl spojen zejména s poklesem objemu depozit nerezidentů u komerčních bank. K mírnému čistému odlivu kapitálu došlo v loňském roce i u vládního sektoru a centrální banky. Souhrnně byl v aktivech vykázán čistý příliv ve výši 28,3 mld. Kč, na straně pasiv pak odliv ve výši 130,4 mld. Kč.

U vlády byl patrný poměrně výrazný čistý odliv kapitálu do zahraničí ve výši 34,6 mld. Kč. Byl spojen se splácením krátkodobého úvěru – a v menší míře i dlouhodobých úvěrů – ze zahraničí.¹⁹

¹⁸ V posledních letech k němu došlo jen jednou, a to v roce 2016.

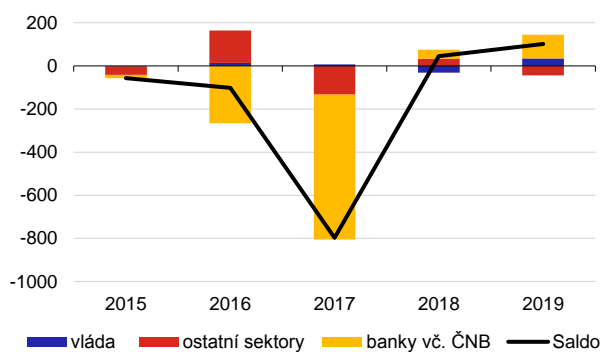
¹⁹ Splacené úvěry byly částečně nahrazeny již zmíněným růstem držby korunových dluhopisů nerezidenty (v rámci portfoliových investic).

Centrální banka zaznamenala mírný čistý odliv kapitálu v rozsahu 9,5 mld. Kč.

Ostatní sektory čerpaly v saldu úvěry ze zahraničí ve výši 43,3 mld. Kč. Dominantně se jednalo o čisté čerpání obchodních úvěrů. Zbývající část (cca 10 %) pak byla spojena s přijetím dlouhodobých finančních úvěrů ze zahraničí.

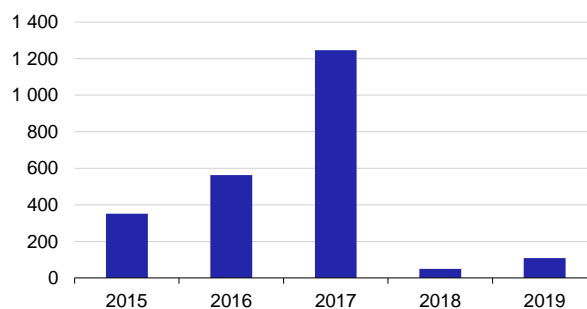
Graf 21: Saldo ostatních investic podle sektorů

(v mld. Kč)



Graf 22: Změny rezervních aktiv

(v mld. Kč)



Pozn.: Kladná (záporná) hodnota vyjadřuje čistý odliv (přiliv).

Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

V rámci **bankovního sektoru** došlo k čistému odlivu kapitálu ve výši 101,4 mld. Kč. Ten byl způsoben především změnami v oblasti vkladů, zejména se jednalo o pokles objemu depozit nerezidentů u tuzemských bank, převážně krátkodobých. Změna se týkala především cizoměnových operací, zatímco pokles korunových depozit nerezidentů představoval jen zanedbatelných 6 mld. Kč. V oblasti půjček nedošlo k významnějším změnám, pouze na straně aktiv došlo k menšímu snížení půjček zhruba v rozsahu 8 mld. Kč.

Většinu operací v rámci ostatních investic v roce 2019 lze označit jako technické (obchodní úvěry), nákladově optimalizační (nahrazení úvěru dluhopisem u vlády, část operací bank, dlouhodobé podnikové úvěry), nebo operace na základě rozhodnutí zahraničního partnera (odliv u ČNB, pokles bankovních depozit).

IV.5 REZERVNÍ AKTIVA

Růst rezervních aktiv dosáhl poměrně vysokých 108,3 mld. Kč, přičemž z cca 60 % odrážel kladné saldo operací ČR vůči EU a zbytek představovaly výnosy z rezervních aktiv (Graf 22). Obě položky zvyšují rezervy ČNB. V případě příjmů z EU je tomu tak na základě dřívější dohody vlády ČR a ČNB s cílem neovlivňovat tímto způsobem nabídku a poptávku po devizách na trhu a tím i kurz koruny.²⁰

²⁰ Jejich ponechání na trhu by vedlo k tlaku na posílení koruny, případně i nad úroveň odrážející konkurenceschopnost české ekonomiky. V minulosti byly těmito operacemi eliminovány např. výnosy státu z prodeje státního majetku nerezidentům. U salda operací vůči EU jde fakticky o dočasnou dotaci české ekonomiky nacházející se na nižším než průměrném stupni rozvoje EU bohatšími zeměmi EU. Reálná konvergence české ekonomiky způsobuje, že se tyto dotace postupně snižují a časem přestanou být poskytovány úplně.

Nárůst rezervních aktiv z titulu operací s EU vychází z již zmíněné společné dohody vlády ČR a ČNB s cílem neovlivňovat kurz koruny dočasnými čistými příjmy z EU. Výrazné kolísání rozsahu odlivu je spojeno se značnou nerovnoměrností čerpání prostředků (kumulace v závěru jednotlivých období). V rámci nového 7letého programu by mělo dojít k výraznému snížení čistého čerpání fondů EU na průměrných cca 20 mld. Kč ročně.²¹ Dalším zdrojem nárůstu rezervních aktiv jsou výnosy z devizových rezerv ČNB. Ty odrážejí především vývoj úrokových sazeb rezervních měn dle jejich podílu na rezervách ČNB (EUR, USD, CAD, AUD, SEK, JPY, GBP) a dividendové výnosy z držby akcií.

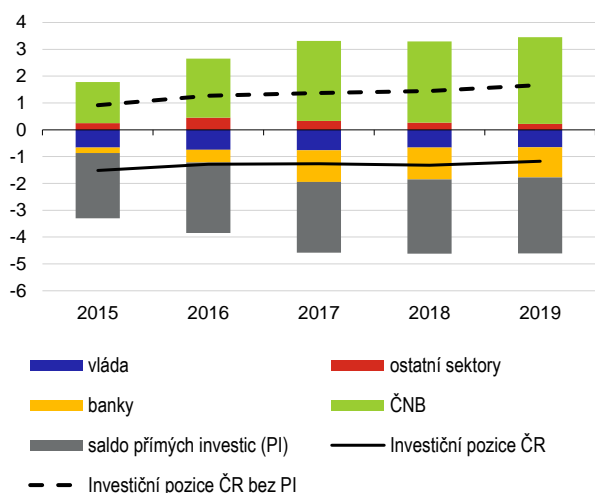
21 Vlivem snížení objemu dotací (z důvodu vystoupení Velké Británie coby čistého plátce z EU) a růstu českých příspěvků (z důvodu přibližování se českého HDP průměru EU).

V. INVESTIČNÍ POZICE ČR²²

Investiční pozice ČR k 31. 12. 2019 činila -1168,4 mld. Kč, což ve vztahu k HDP představuje hodnotu -20,7 % (Graf 23 a 24).²³ Záporná investiční pozice je výhradně důsledkem vysokého zadlužení ČR v rámci přímých zahraničních investic, které je obecně považováno za podstatně méně rizikové než zadlužení spojené s využitím dluhových instrumentů. Po očištění o vliv přímých investic je čistá pozice ČR výrazně věřitelská, a to v rozsahu 1,6 bil. Kč.

Graf 23: Investiční pozice ČR a struktura podle dlužníků

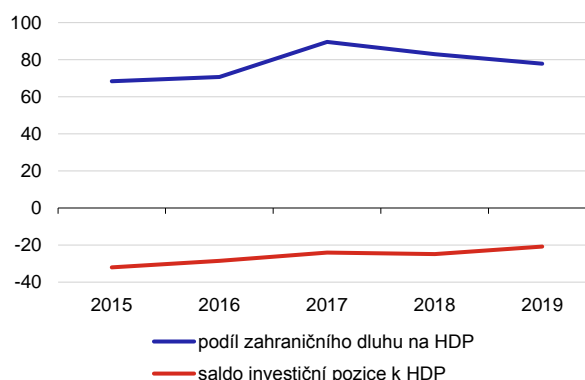
(v bil. Kč, stav ke konci období)



Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

Graf 24: Zahraniční dluh a investiční pozice v poměru k HDP

(v % k HDP)



Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

Změnu investiční pozice v roce 2019 lze hodnotit jako poměrně výrazné snížení zadluženosti, které však na rozdíl od předcházejících let bylo ovlivněno výhradně jednorázovými vlivy (přeceněním aktiv a změnami kurzu). Česká ekonomika na rozdíl od předcházejících let negenerovala prakticky žádný přebytek. Poměrně rychlá eliminace přebytku²⁴ byla spojena s rychlým růstem domácí poptávky při výrazném zpomalování zahraniční; rozhodující (zhruba ze 70 %) však byly specifické vlivy spojené s environmentální politikou Evropské unie (emisní povolenky, příspěvky tuzemských firem zahraničním matkám na opatření snižující emise) a dopady spojené s růstem tuzemských úrokových sazeb (růst dividend ve finančním sektoru²⁵ vyplácených zahraničním mateřským společnostem a nepřímo i růst výdajů spojených s financováním vládního korunového dluhu a převáděných do zahraničí). Na snížení dlužnické pozice se tak v roce 2019 podílelo zejména přecenění aktiv

²² Kromě ročního pohledu na vnější rovnováhu ČR je z hlediska rizik dlouhodobějšího vývoje ČR užitečné se podívat také na investiční pozici ČR. Ta odráží souhrnnou hodnotu finančních aktiv rezidentů ve formě pohledávek za nerezidenty a hodnotu závazků rezidentů vůči nerezidentům k určitému datu. Rozdíl mezi hodnotou těchto aktiv a pasiv tvoří čistou (investiční) pozici země vůči zahraničí. Kromě toho, že je odrazem všech minulých finančních toků rezidentů vůči nerezidentům, obsahuje navíc kurzové vlivy a vlivy spojené s dalšími změnami aktiv a pasiv odrážejícími změnu jejich hodnoty v čase (přecenění).

²³ Z hlediska hodnocení v rámci MIP je za bezpečný považován vývoj do hodnoty -35 % HDP.

²⁴ který ještě v roce 2017 přesahoval 120 mld. Kč.

²⁵ dominantně vlastněném v tuzemsku nerezidenty

(cca z 60 %) a zbytek představoval kurzový vliv (oslabení koruny vůči některým měnám²⁶). Kromě celkové změny docházelo i ke změnám dílčích pozic, které se kromě výše zmíněných vlivů²⁷ odehrávaly na úkor změny ostatních dílčích pozic. V důsledku toho lze pozorovat u tří pozic zlepšení (ČNB, banky a v malé míře též vláda) a u dvou zhoršení (přímé investice a ostatní sektory).

Z dílčích investičních pozic se v roce 2019 zvýšila dlužnická pozice v rámci přímých investic o téměř 70 mld. Kč (na 2,83 bil. Kč). Příčinou byl čistý příliv přímých investic do ČR.²⁸ Dílčí výrazně záporná pozice ČR v rámci přímých investic je především důsledkem masivního přílivu přímých investic ze zahraničí v období 1998 až 2008 a s nimi spojené hodnoty reinvestovaných zisků v následujících letech. V důsledku tohoto vývoje je tak objem investic nerezidentů v ČR téměř trojnásobný oproti objemu investic rezidentů v zahraničí. Tato dílčí pozice svou vahou způsobuje celkově zápornou investiční pozici ČR.

Kromě přímých investic se v roce 2019 snížila také věřitelská pozice ostatních sektorů, a to o více než 50 mld. Kč (na 0,27 bil. Kč). Oproti nejvyšším hodnotám dosaženým za 1. čtvrtletí 2018 se však věřitelská pozice ostatních sektorů kumulovaně snížila o téměř 200 mld. Kč. Tento vývoj byl dán růstem zájmu rezidentů o vydávání cizoměnových (zpravidla eurových) dluhopisů, resp. o přijímání úvěrů, které byly vlivem vysoce kladného úrokového diferenciálu koruny vůči euru nákladově mnohem výhodnější než korunové, a poklesem zájmu o držbu cizoměnových (převážně dluhových) aktiv. V zásadě se tedy také jedná zejména o vliv úrokového diferenciálu mezi korunou a ostatními měnami, především eurem.

Dlužnická pozice bankovního sektoru se mírně snížila (o cca 60 mld. Kč), nadále však dosahuje vysoké hodnoty 1,13 bil. Kč. V rámci celkové pozice došlo k poklesu cizoměnových závazků vůči nerezidentům. Naopak krátkodobá korunová depozita nerezidentů u tuzemských bank se prakticky nezměnila (pokles jen o nevýrazných 6 mld. Kč). Poměrně značný rozsah záporné pozice bankovního sektoru vůči zahraničí není primárně důsledkem potřeby financování vnějšího deficitu ČR, nýbrž odráží různou fázi hospodářského a měnového cyklu, resp. různé nastavení měnové politiky v ČR oproti eurozóně. K nárůstu záporné pozice došlo dominantně v období kurzového závazku a z cca 2/3 je tvořena výše zmíněnými korunovými depozity nerezidentů u tuzemských bank (vytvořenými do značné míry zahraničními matkami tuzemských bank a s nimi spřízněnými společnostmi).

K velmi mírnému snížení čisté dlužnické pozice došlo i u vlády (o cca 6 mld. Kč na 0,65 bil. Kč). V průběhu roku přitom držba vládního dluhu nerezidenty poměrně rychle rostla, ale v posledním čtvrtletí se v důsledku poměrně prudkého poklesu dostala mírně pod hodnotu předešlého roku. Pokles se týkal především krátkodobých, ale v menší míře i dlouhodobých cizoměnových úvěrů.

Nejvýznamnější změnou dílčích investičních pozic v roce 2019 bylo zvýšení věřitelské pozice ČNB, a to téměř o 200 mld. Kč. Reálné zlepšení pozice přitom představovalo více než polovinu. Jednalo se výnosy z devizových rezerv a saldo operací vůči EU. Zbývající část zlepšení připadla na přecenění aktiv a kurzové zisky. Věřitelská pozice ČNB ke konci roku 2019 dosáhla výrazných 3,23 bil. Kč.

Ekonomický vývoj vedl v posledních letech k postupnému snižování prostoru pro reálný pokles celkové dlužnické investiční pozice ČR vůči zahraničí. Hlavními faktory jejích změn se tak staly kurzové vlivy a přecenění aktiv a pasiv. Podobný vývoj lze zřejmě očekávat i v budoucnu.

26 USD, CAD, GBP a JPY při odlišné měnové skladbě aktiv (dominantně cizoměnová) a pasiv (převážně korunová)

27 kurzové vlivy a přecenění aktiv a pasiv

28 Reálně se jednalo výhradně o vyšší objem reinvestovaných zisků nerezidentů v ČR než rezidentů v zahraničí. Faktické toky kapitálu přitom vyústily ve velmi mírný odliv zdrojů.

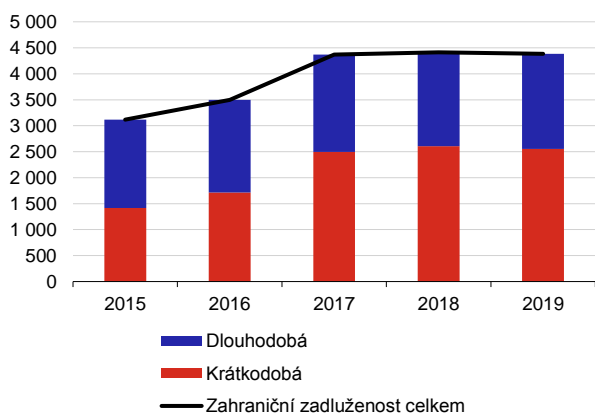
VI. ZAHRANIČNÍ ZADLUŽENOST ČR

Ke konci roku 2019 dosáhla hrubá zahraniční zadluženost ČR hodnoty 4,38 bil. Kč, což představovalo 77,8 % HDP (Graf 24). Oproti konci roku 2018 se prakticky nezměnila (-29 mld. Kč). Krátkodobá zadluženost činila 58 % celkové zadluženosti a oproti roku 2018 se velmi mírně snížila (o 49 mld. Kč). Dlouhodobá zadluženost naopak nepatrně vzrostla. Na celkové zadluženosti se nejvýznamnější měrou (více než 40 %) podílí finanční sektor, který však dokázal svoji zadluženost v průběhu roku 2019 poněkud snížit (o téměř 90 mld. Kč na 1,77 bil. Kč). Nepatrně se v loňském roce snižovala i zadluženost vlády (o více než 10 mld. Kč na 0,69 bil. Kč) a ČNB (o 8 mld. Kč na 0,18 bil. Kč). Zadluženost ostatních sektorů naopak poněkud vzrostla (o téměř 80 mld. Kč a dosáhla hodnoty 1,76 bil. Kč). Na celkové zadluženosti se tak podílí přibližně 40 %.

Je však třeba brát v úvahu, že hrubá zahraniční zadluženost není ideální ukazatel pro rozvinutější ekonomiky s výrazným zapojením do mezinárodní dělby práce. Vysoká zadluženost může právě jen odrážet vysokou míru zapojení. Navíc je třeba brát úvahu, že existují nejen závazky, ale i pohledávky včetně důležitého faktoru jejich struktury a dostupnosti. V případě ČR jen devizové rezervy ČNB (stav k 31. 12. 2019) pokrývaly více než 77 % všech dluhových závazků všech tuzemských subjektů vůči zahraničí. Nezanedbatelná aktiva má i bankovní a podnikatelský sektor. V případě ČR je navíc aktuální hodnota hrubé zadluženosti výrazně ovlivněna masivním přílivem zahraničního kapitálu v období kurzového závazku (zejména v letech 2016 a 2017). Tyto prostředky nakupovala ČNB do svých rezerv, kde se nalézají i v současnosti.

Graf 25: Zahraniční zadluženost

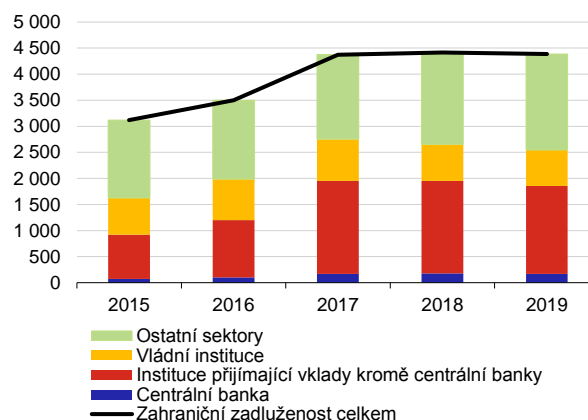
(v mld. Kč, stav ke konci období)



Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

Graf 26: Zahraniční zadluženost podle dlužníků

(v mld. Kč, stav ke konci období)



Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

VII. TÉMATICKÉ ANALÝZY

VII.1 PLATEBNÍ BILANCE A JEJÍ VÝZNAM PRO CENTRÁLNÍ BANKU²⁹

Cílem tohoto článku je zjednodušeně představit sofistikovanou strukturu platební bilance s důrazem na její těsné propojení s makroekonomickou politikou centrální banky. Dále je snahou poukázat na propojenost mezi vývojem platební bilance a sesterským výkazem investiční pozice a její vztah k zahraničnímu zadlužení země včetně vývoje veřejných rozpočtů.

Platební bilance je sestavována téměř 700 let! Jak je všeobecně známo, jde o statistický výkaz evidující veškeré finanční transakce mezi ekonomickými subjekty určité země (rezidenti) a zbytkem světa (nerezidenti). V ekonomické terminologii se pojem platební bilance ustálil až v 18. století díky J. Steuartovi³⁰. Počátky současné podoby platební bilance se datují k ranému merkantilismu a roku 1355 (IMF, 2002), kdy se započaly vyhotovovat první záznamy o vývozech a dovozech Anglie za účelem získání představy o její obchodní rovnováze (tj. v dnešním názvosloví šlo jen o sestavování tzv. obchodní bilance). V dané době šlo výhradně o obchod se zbožím. Postupně, jak se rozvíjely a prohlubovaly obchodní vztahy mezi zeměmi, se platební bilance rozšiřovala o další ekonomicko-účetní agregáty až do podoby, jak ji známe dnes: běžný účet, kapitálový účet a finanční účet (Tabulka VII.1.1).

Platební bilance musí být vždy účetně vyrovnaná. To, že ekonomové často hovoří o dílčích saldech platební bilance, odráží jejich orientaci na zkoumaný jev mající odraz v její dílčí části (účtu). Platební bilance je sestavována na principu podvojného účetnictví, což znamená, že každá transakce je do platební bilance zanesena dvakrát, jednou jako kreditní položka a podruhé jako debetní položka. Pokud k těmto jednotlivým dílčím saldům zahrneme položku chyby a opomenutí, pak docílíme její účetní vyrovnanosti. Platební bilance může být sestavována a analyzována z časového, komoditního, teritoriálního nebo měnového hlediska.

Platební bilance se liší od jiných bilancí tím, že je sestavována pro evidenci toků za určité období. Tímto se platební bilance liší od jiných bilancí, včetně bilance centrální banky, které jsou sestavovány k evidenci stavu k určitému datu. Nicméně stavový pohled je velmi důležitý a lze jej nalézt ve výkazu investiční pozice dané země vůči zahraničí. Platební bilance tedy umožňuje pohled na ekonomiku z hlediska mezinárodních finančních a peněžních toků, a proto je informačně velmi významná, např. jako struktura HDP.

Tabulka VII.1.1: Zjednodušená podoba platební bilance (BPM6)

<p>Běžný účet (CA)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Zboží a služby • Prvotní důchody • Druhotné důchody 	<p>Běžný účet zaznamenává toky zboží (vývoz a dovoz) a služeb (příjmy a výdaje), vývozy a dovozy výnosů z investovaného kapitálu (úroky, dividendy, reinvestované zisky) a práce (mzdy), nekapitálové jednostranné transfery (hospodářská pomoc, dary, dědictví, výživné, penze apod.). Spadají sem i vazby členské země EU vůči rozpočtu Evropské unie.</p>
<p>Kapitálový účet (KA)</p>	<p>Kapitálový účet zachycuje transfery kapitálové povahy související s migrací obyvatelstva, promíjením dluhů, vlastnická práva k fixním aktivům (investiční granty) a převody nevyráběných nefinančních</p>

²⁹ Autorem je Luboš Komárek. Názory představené zde patří autorovi a neodrážejí nezbytně oficiální stanovisko ČNB. Za cenné připomínky a komentáře autor děkuje Oxaně Babecké, Janu Brůhovi, Petru Královi a Rudolfu Olšovskému (všichni ČNB) a Martinu Mandelovi (VŠE v Praze).

³⁰ James Steuart „*An Inquiry into the Principles of Political Economy*“. Dle IMF (2002) pojem platební bilance používal také D. Ricardo, byl ovšem v používání tohoto termínu osamocený.

	hmotných aktiv (půda) a nehmotných práv (patenty, licence, autorská práva). Spadá sem i čerpání zdrojů z Evropské unie a prominutí dluhů.
Finanční účet (FA) <ul style="list-style-type: none"> • Přímé investice • Portfoliové investice • Finanční deriváty • Ostatní investice • Rezervní aktiva 	<p>Finanční účet zachycuje informace o finančních (kapitálových) tocích. Jsou zde zachyceny transakce spojené se vznikem, zánikem a změnou vlastnictví finančních aktiv a pasiv vlády, bankovní a podnikové sféry a ostatních subjektů ve vztahu k zahraničí. Přímé investice (základní kapitál a ostatní kapitál) poskytují informace např. o importu a exportu přímých zahraničních investic, které představují kapitálovou účast na základním kapitálu společnosti minimálně 10 %. Portfoliové (nepřímé) investice odrážejí finanční toky majetkového a dluhového charakteru, které zahrnují kapitálové účasti nesplňující podmínku pro zařazení do PZI, nákup a prodej podnikových a vládních obligací. Finanční deriváty a ostatní investice zahrnují dodavatelské a bankovní úvěry, půjčky, depozita, členské podíly v mezinárodních neměnových organizacích aj. Člení se z časového hlediska na dlouhodobé a krátkodobé a dále podle základních sektorů ekonomiky (centrální banka, obchodní banky, vláda a ostatní sektory). V rámci finančního účtu se vykazují i tzv. rezervní aktiva (devizové rezervy). Rezervní aktiva jsou snadno dostupná zahraniční aktiva pod kontrolou monetárních orgánů. Rezervy slouží jako zdroj přímého financování platební nerovnováhy nebo pro nepřímou regulaci velikosti této nerovnováhy prostřednictvím intervence na devizovém trhu s cílem ovlivnit měnový kurz anebo pro jiné účely.</p>
Chyby a opomenutí	Představují vyrovnávací položku mezi výsledným saldem běžného, kapitálového a finančního účtu. Její nenulová výše je způsobena např. časovým posunem mezi vývozem a inkasem pohledávky z vývozu (pohyb kurzu národní měny) a nedokonalostí statistických zdrojů při sestavování platební bilance.

Z důvodu srovnatelnosti napříč zeměmi a vývoji v čase je platební bilance a investiční pozice vůči zahraničí sestavovaná na základě stejné metodiky. Moderní (standardizovaná) podoba platební bilance začíná rokem 1948, kdy Mezinárodní měnový fond publikoval svůj první „*Balance of Payments Manual*“. Od roku 2009 (IMF, 2009) se používá jeho 6. vydání – BPM6³¹, které nahradilo svého předchůdce z roku 1993.³²

Platební bilance má rovněž úzkou souvislost s vývojem investiční pozice a zahraniční zadluženosti země³³. Investiční pozice země vůči zahraničí, tj. výsledné saldo mezi finančními aktivy a pasivy, vypovídá o národohospodářské stavové bilanci, tedy jaký je čistý finanční vztah vůči nerezidentům. Struktura investiční pozice je shodná se strukturou finančního účtu platební bilance. Provázanost dílčích účtů platební bilance s investiční pozicí vůči zahraničí je přímá. Součet sald běžného a kapitálového účtu se zohledněním velikosti položky „chyby a opomenutí“ se musí rovnat saldu finančního účtu a tedy i výslednému saldu investiční pozice. Tedy, $Investiční\ pozice_{(t+1)} = Saldo\ CA + KA_{(za\ období\ t\ až\ t+1)} + Investiční\ pozice_{(t)}$.³⁴ Ze struktury investiční pozice si lze rovněž udělat obrázek o tom, jaká je majetková (co rezidenti vlastní) a dluhová (co rezidenti dluží) pozice domácí ekonomiky vůči zahraničí.

31 Aktualizovaná verze viz IMF (2013a).

32 Bližší vysvětlení v rozdílu BMP6 oproti BMP5 lze najít v Olšovský (2014).

33 Viz IMF (2013b).

34 Viz např. Mandel a Durčáková (2016), nebo Marková (2017).

Vzájemná propojenost mezi vývojem běžného účtu platební bilance a vývojem veřejných (vládních) rozpočtů v sobě zahrnuje důležitý národohospodářský pohled. Rozdíl mezi úsporami a investicemi soukromého sektoru ($S - I$) a rozdíl mezi vládními příjmy z daní a její výdaje ($T - G$) se rovná čistým vývozům: $(S - I) + (T - G) = NX$. Z této identity je patrné, že při neměnných soukromých investicích a úsporách se saldo výkonové bilance zhorší, pokud se vládní výdaje se zvýší nebo poklesnou vládní příjmy.³⁵ Obdobně pokud domácí ekonomika – např. z důvodu podkapitalizovanosti – potřebuje velké investice, které nelze pokrýt z domácích soukromých nebo veřejných zdrojů, dochází nutně k záporným čistým vývozům.³⁶ To byl případ konvergujících ekonomik střední Evropy v 90. letech minulého století. Pokud se jedná o produktivní investice, bude ekonomika v budoucnu generovat přebytky vývozů a běžný účet platební bilance přejde do kladných hodnot, což v zemích střední Evropy skutečně nakonec nastalo. V opačném případě hrozí nerovnováhy a krize, což bylo vidět např. na asijské krizi v 90. letech.³⁷

Analýza dynamiky běžného a finančního účtu je součástí tvorby makroekonomické stabilizační politiky centrální banky a vlády. Analýza obou „hlavních“ účtů platební bilance může s předstihem indikovat vnější (ne)rovnováhy.³⁸ Ty pak za určitých okolností mohou být zdrojem fundamentálních tlaků, které působí na měnový kurz a mohou v krajním případě vést centrální banku k intervenčním zásahům³⁹ na devizovém trhu. Změny platební bilance vyvolané změnou devizových rezerv centrální banky přímo ovlivňují vývoj měnového kurzu. Přibližná vyrovnanost dílčích účtů platební bilance je pozitivní zprávou nejen pro centrální banku a vládu, ale i pro ratingové agentury, investory a finanční manažery. Posledně jmenovaní mohou odvodit z platební bilance např. informace o velikosti (kapacitě) trhu. Pokud by země dosahovala delší dobu výrazných deficitů bilance zboží a služeb, pak zřejmě nebude mít další prostor pro nárůst importu ze zahraničí. Vysoké a přetrvávající deficity běžného účtu, resp. obecněji nevyrovnanost jednotlivých účtů platební bilance indikuje předchozí strukturálně nerovnovážený hospodářský růst dané země s potenciálně nepříznivými dopady na vývoj budoucí.

Literatura

Corsetti, G.; Pesenti, P.; Roubini, N. (1999): What caused the Asian currency and financial crisis? Japan and the World Economy, Elsevier, vol. 11(3), pages 305–373, October.

Feldstein, M.; Horioka, C. (1980): Domestic Saving and International Flows. Economic Journal 90(358): 314–329.

IMF (2002): The Use of Balance of Payments Statistics in the Determination of Monetary and Fiscal Policy. Fifteenth Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics, Canberra, Australia, October 21–25, 2002, BOPCOM-02/51.

IMF (2009): Balance of Payments Manual. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/external/np/sta/bop/BOPman.pdf>

35 Za účelem zjednodušení předpokládáme, že ekonomika se nachází blízko svého potenciálu.

36 Deficit běžného účtu platební bilance může být financován zahraničním kapitálem, což umožňuje udržování vnější nerovnováhy, a to za předpokladu vysoké mobility kapitálu. Právě ověřování míry mobility kapitálu položilo základ formulaci tzv. Feldstein-Horiokova paradoxu, který je dle názoru autora tohoto boxu spíše zdánlivý.

37 Viz např. Corsetti a kol. (1999).

38 Autor se domnívá, že postupem času, tj. vlivem růstu finanční propojenosti zemí, dochází k „zrovnoprávnění“ kurzotvorných informací plynoucích z vývoje běžného (tradiční ekonomický pohled) a finančního účtu.

39 Od tohoto typu zásahů je nutné odlišit běžnou praxi těchto centrálních bank, která vyplývá z jejich aplikovaného měnověpolitického, resp. kurzového režimu (currency peg, currency board, účast v ERM-II). Zde jsou intervence na devizových trzích jejich běžnou součástí a tedy nejsou znakem existence fundamentálního problému ekonomiky.

IMF (2013a): Sixth Edition of the IMF's Balance of Payments and International Investment Position Manual (BPM6). <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm>

IMF (2013b): External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/eds/Eng/Guide/index.htm>

Mandel, M.; Durčáková, J. (2016): Mezinárodní finance a devizový trh. Management Press.

Marková, J. (2017): Vnější rovnováha z pohledu investiční pozice vůči zahraničí. Český finanční a účetní časopis, 2017, roč. 12, č. 1, s. 17–40.

Olišovský, R. (2014): Zavedení nového manuálu platební bilance ČR, Mezinárodní standard statistiky platební bilance Mezinárodního měnového fondu (BPM6).

VII.2 CYKlickY OČIŠTĚNÝ BĚŽNÝ ÚČET⁴⁰

Běžný účet je významným indikátorem vnější udržitelnosti a jeho výrazné výkyvy mohou signalizovat zvýšenou pravděpodobnost makroekonomických nebo finančních krizí. Kromě dlouhodobých faktorů působí na běžný účet také cyklické vlivy, které mohou dlouhodobé trendy částečně zakrývat. V tomto článku navrhujeme přístup založený na ekonometrickém modelu, který rozkládá položky běžného účtu na dlouhodobé trendy, cyklické faktory a jednorázovou volatilitu. To umožňuje očistit běžný účet od jednorázových a cyklických faktorů a takto očištěný běžný účet nazýváme „cyklicky očištěný běžný účet“. Představený ekonometrický model lze dále uplatnit při tvorbě ekonomických scénářů a predikcí položek běžného účtu.

Běžný účet platební bilance je důležitým indikátorem vnější udržitelnosti

Mnoha makroekonomickým a finančním krizím předchází nerovnováhy běžného účtu⁴¹. Tyto krize jsou pak obvykle doprovázeny prudkými výkyvy běžného účtu, zejména u zemí, jejichž saldo běžného účtu bylo delší dobu deficitní. Této změny běžného účtu lze dosáhnout buď přesměrováním výdajů, nebo prudkým poklesem domácí poptávky, tedy poklesem soukromé i veřejné spotřeby a investic. Prudký pokles spotřeby má negativní dopady na blahobyt spotřebitelů i na společenskou soudržnost a pokles investic může podvazovat budoucí hospodářský růst.⁴²

Z toho důvodu se udržitelností běžného účtu zabývají monetární a fiskální autority, mezinárodní instituce i soukromé společnosti. Evropská komise například používá tříletý průměr poměru běžného účtu platební bilance k HDP jako jeden z indikátorů „*Macroeconomic Imbalance Procedure*“⁴³. Mezinárodní měnový fond ve svém „*External Sector Report*“ pravidelně hodnotí minulý vývoj i budoucí výhled běžného účtu a upozorňuje na možná rizika vzniku vnějších nerovnováh. Také centrální banky otevřených ekonomik běžný účet pravidelně analyzují, neboť odráží důležité makroekonomické vazby včetně kurzotvorných informací. Obdobně běžný účet je důkladně analyzován ministerstvy financí. Ale jsou to i soukromé instituce, jakými jsou ratingové agentury, které běžnému účtu a jeho dynamice věnují významnou pozornost.

Běžný účet platební bilance je ovlivněn řadou faktorů, které působí v odlišných časových horizontech, přičemž pro vnější nerovnováhu mají význam zejména dlouhodobé faktory ovlivňující trendy. Jako typický příklad dlouhodobých faktorů může sloužit demografická struktura, neboť vyšší podíl osob v důchodovém věku *ceteris paribus* znamená nižší domácí úspory, a tedy i tlak na deficit běžného účtu. Také vysoká dlouhodobá zadluženost veřejných financí implikuje záporné saldo běžného účtu, pokud ostatní domácí ekonomické subjekty nejsou schopny deficity veřejných rozpočtů financovat. Tyto dlouhodobé faktory jsou specifické pro každou zemi a výsledný trend běžného účtu

40 Autory článku jsou Oxana Babecká Kucharčuková a Jan Brůha. Názory v tomto příspěvku jsou jejich vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici ČNB.

41 Např. Ca'Zorzi et al. (2012) nebo Lane a Milesi-Ferretti (2012) přesvědčivě dokumentují existenci nerovnováh běžného účtu v období před globální finanční krizí. Davis et al. (2014) potvrzuje, že nerovnováhy běžného účtu jsou prediktorem finančních krizí v rozvinutých i rozvíjejících se ekonomikách.

42 Tento druhý – méně příznivý scénář – je bohužel obvyklejší. Na příkladu evropských zemí jej pečlivě dokumentují Lane a Milesi-Ferretti (2012).

43 *Macroeconomic Imbalance Procedure* (česky „postup při makroekonomické nerovnováze“) je analytický nástroj Evropské komise k hodnocení rizik vzniku nerovnováh ve členských zemích EU. Podrobnější informace lze nalézt v odkazu zde: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure_en

závisí na vzájemné interakci institucí, nastavení hospodářských politik a celkového ekonomického příběhu dané země⁴⁴.

Jiné faktory působí na běžný účet na frekvencích hospodářských cyklů. Tradičním příkladem významného cyklického faktoru je domácí i zahraniční hospodářský cyklus, který ovlivňuje vývozy a dovozy zboží a služeb.⁴⁵ Ekonomické cykly také ovlivňuje pohyb práce mezi zeměmi (např. ČR je významným dovozcem práce zejména v kladných fázích hospodářského cyklu); podobně příliv a odliv kapitálu může záviset na cyklické pozici ekonomik (odliv dividend bude lákavější v časech, kdy se zemi vlastníků investic nedaří dobře).

Nakonec jsou v dynamice běžného účtu přítomny i vysokofrekvenční pohyby. Tyto pohyby mohou vyplývat z jednorázových transakcí (např. jednorázové transfery mezi zeměmi) nebo mohou odrážet chyby měření, historické revize dat a další nesystematické položky a jako takové se nepřenáší do dalších období a nemají tedy dlouhodobější efekt.

Každá ekonomická veličina ovlivňující běžný účet může působit na všech třech frekvencích. Např. dlouhodobé zhodnocení měnového kurzu svědčí o dlouhodobé konkurenceschopnosti dané ekonomiky. Na cyklických frekvencích působí měnový kurz v otevřených ekonomikách jako automatický stabilizátor, neboť jeho oslabení v sestupné fázi hospodářského cyklu tlumí negativní poptávkové tlaky. Konečně nefundamentální volatilita kurzu může krátkodobě ovlivňovat jak kapitálové, tak obchodní toky a přispívat tak k vysokofrekvenčním změnám běžného účtu. Obdobně deficity veřejných financí mají svoji trendovou, cyklickou i jednorázovou složku, přičemž se tyto složky promítají do běžného účtu na různých horizontech. V literatuře někdy uváděné členění veličin ovlivňujících běžný účet na krátkodobé a dlouhodobé je tedy do značné míry umělé a zavádějící.

Cyklicky očištěný model běžného účtu

Jednorázové a cyklické pohyby mohou dočasně zastínit působení dlouhodobých trendů, což může ztěžovat interpretaci pozorovaných dat. Proto vyvstává přirozená otázka, zda je možné rigorózním způsobem tyto různé složky oddělit. Model cyklicky očištěného běžného účtu představuje právě takový nástroj na oddělení jednotlivých složek.

Nedávný příspěvek v oblasti ekonometrického modelování ukazuje, jak lze příslušný model efektivně zkonstruovat a odhadnout. Andrle a Brůha (2018) představili obecný rámec trend-cyklických modelů, který dokáže separovaně modelovat vztahy mezi trendovými, cyklickými a vysokofrekvenčními složkami zkoumaných časových řad. V tomto navazují na literaturu upozorňující, že síla i směr ekonomických vazeb mezi veličinami se může lišit v závislosti na časovém horizontu (Engle, 1974). Z technického hlediska využívá model Andrleho a Brůhy (2018) aparát ekonometrických modelů časových řad s nepozorovanými komponentami (Harvey, 1989).

Každá část běžného účtu je v empirickém modelu zachycena samostatně, ovšem všechny složky jsou simultánně determinované. Dlouhodobá složka běžného účtu je zachycena pomocí flexibilního trendového modelu (Harvey a Jaegger, 1993), kterým lze namodelovat širokou škálu různých dynamik.

44 Jak uvádí Babecká Kucharčuková a Brůha (2019), na rozdíl od vyspělých ekonomik byl pro transformující se ekonomiky střední Evropy, včetně ČR, konvergenční proces dominantním dlouhodobým hybatelem běžného účtu. Na počátku ekonomické transformace byl běžný účet záporný, neboť tyto ekonomiky byly silně podkapitalizované, přičemž nízká vybavenost kapitálem vedla k dovozu investic. Zboží vyráběné v těchto ekonomikách bylo zpočátku málo konkurenceschopné, což dále prohlubovalo schodek čistých vývozů. Postupem času se situace začala měnit. Vzrostla vybavenost kapitálem, úroveň celkové produktivity výrobních faktorů i kvalita vyráběného zboží. Jak dokumentují Brůha a Podpiera (2011), tento proces přispěl nejen ke zvýšení celkových vývozů, ale také vylepšil směnné relace a posunul celý běžný účet směrem ke kladným hodnotám.

45 Babecká Kucharčuková a Brůha (2018) dokumentují vysokou důchodovou elasticitu zahraničního obchodu. Ačkoliv tato elasticita mohla v poslední době mírně poklesnout, zůstává vyšší než jedna.

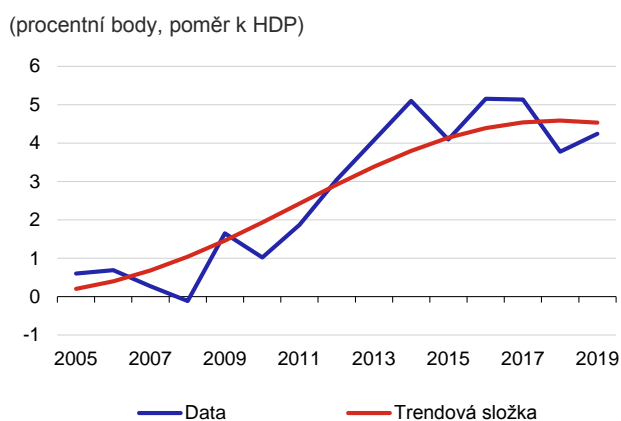
Cyklická část běžného účtu je zachycena pomocí lineárního modelu vektorové autoregrese (VAR), který spojuje cyklické složky běžného účtu s cyklickými složkami exogenních proměnných. Empirický model dále obsahuje vysokofrekvenční část modelující krátkodobé pohyby na běžném účtu, které nejsou vysvětlitelné ani dlouhodobým trendem ani pozicí ekonomiky v cyklu. Důležité je, že tyto jednotlivé složky – trendová, cyklická a vysokofrekvenční – nejsou a priori identifikovány jednorozměrným statistickým filtrem, ale jsou odvozeny modelově konzistentním způsobem pomocí Kalmanova filtru (Harvey, 1989)⁴⁶, což znamená, že odhad těchto komponent je simultánně propojen. Cyklicky očištěný běžný účet je pak dán jako odhadnutá dlouhodobá komponenta.

Výsledný empirický model může nad rámec odhadu cyklicky očištěného běžného účtu sloužit také jako nástroj pro modelovou prognózu složek běžného účtu. Cyklické složky běžného účtu lze prognózovat na základě předpokladů o cyklické dynamice domácí i zahraniční ekonomiky. Trendové složky lze pak prognózovat pomocí pozorovaných trendů, nebo lépe s využitím satelitních přístupů, v nichž jsou zakomponovány expertní znalosti o zkoumané ekonomice. Pokud jsou očekávány jednorázové vlivy nebo konkrétní transakce, lze je do modelového rámce také konzistentně zakomponovat.

Výsledky pro českou ekonomiku

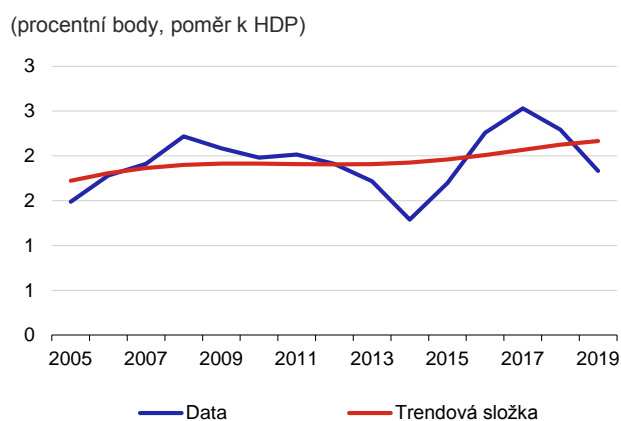
Námi vytvořený model cyklicky očištěného běžného účtu jsme aplikovali na českou ekonomiku na datech od roku 2004 až do roku 2019. Cyklické složky běžného účtu jsou pomocí vektorového autoregresního modelu vztaženy k cyklickým složkám domácích i zahraničních proměnných. Mezi důležitými domácími proměnnými sloužícími k identifikaci cyklu jsou maloobchodní tržby, složky domácí absorpce (zejména investice) a nezaměstnanost. U zahraničních proměnných identifikují cyklus exporty a importy eurozóny, průmyslové zakázky v Německu a indikátory IFO.

Graf VII.2.1: Trendová složka bilance zboží



Zdroj: výpočet autorů

Graf VII.2.2: Trendová složka bilance služeb



Zdroj: výpočet autorů

Bilance zboží po vstupu ČR do EU trendově roste. V roce 2004 byla modelovou optikou trendová složka bilance zboží mírně záporná, ale již od roku 2005 roste do kladných hodnot. Tento trendový růst je dominantním hybatelem vývoje této položky po většinu analyzovaného období a je vysvětlitelný zapojováním českých firem do globálních výrobních řetězců (Babecká Kucharčuková a Brůha, 2018).

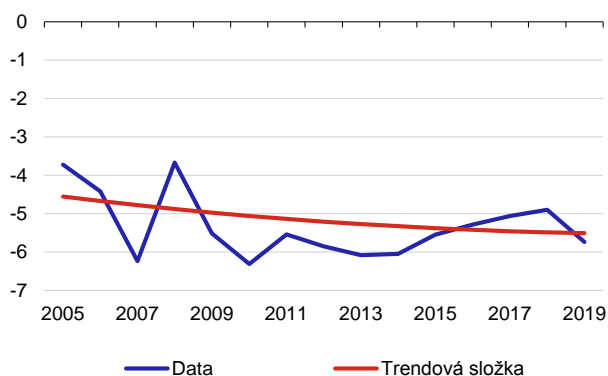
⁴⁶ Další výhodou použití Kalmanova filtru na odhad dlouhodobých, cyklických a vysokofrekvenčních komponent je to, že umožňuje velice snadné zakomponování expertních pohledů. Pokud je např. k dispozici expertní názor na to, že určitá část běžného účtu představuje jednorázový faktor, lze tuto informaci do modelové filtrace poměrně jednoduše zavést pomocí příslušného rozšíření stavového prostoru (Andrie a Brůha, 2018). Je tedy možné poměrně jednoduše kombinovat modelový přístup s expertními názory.

V posledních několika letech se tento trendový růst zastavil a rovnovážná bilance zboží zůstává konstantní kolem hodnoty 4 % HDP. Naopak větší úlohu v dynamice bilance zboží začínají hrát cyklické faktory, zejména cyklický vývoj zahraniční poptávky. Bilance služeb začala naproti tomu trendově růst až v nedávné době. Po vstupu do EU až do roku 2015 setrvala rovnovážná bilance služeb na takřka konstantní úrovni 2 % HDP s tím, že model identifikuje její mírný trendový nárůst na zhruba 2,5 % v posledních letech.

Cyklicky očištěné primární důchody jsou mírně rostoucí na kreditní i debetní straně, přičemž čisté primární důchody mají zhruba konstantní podíl na HDP okolo -5 %. V rámci primárních důchodů převažují důchody z investic, v nichž se kromě výše zmíněného trendu projevuje i slabý vliv hospodářského cyklu.

Graf VII.2.3: Trendová složka bilance primárních důchodů

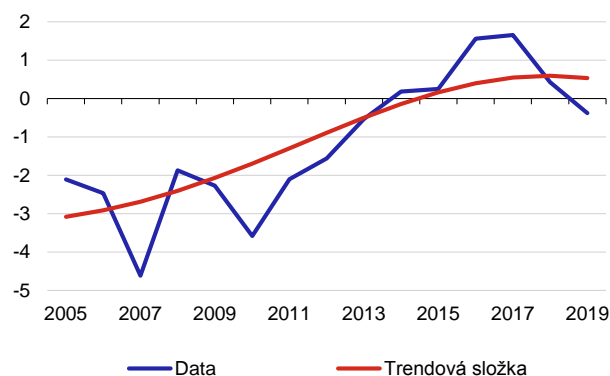
(procentní body, poměr k HDP)



Zdroj: výpočet autorů

Graf VII.2.4: Trendová složka celkového salda běžného účtu

(procentní body, poměr k HDP)



Zdroj: výpočet autorů

Od roku 2015 do současnosti je cyklicky očištěný běžný účet v kladných hodnotách. To platí i o roku 2019, kdy běžný účet jako celek skončil mírně záporný kvůli schodku v posledních dvou čtvrtletích roku. Tento rozdíl je vysvětlitelný mírným zpomalením v ekonomikách hlavních obchodních partnerů, které je optikou modelu interpretováno jako cyklický jev. Naopak hodnoty běžného účtu v letech 2016 a 2017 byly vyšší, než je cyklicky očištěný běžný účet, v čemž se projevoval příznivý vliv tehdejšího zahraničního hospodářského cyklu.

Literatura

Andrle, M., Brůha J. (2018): Forecasting and Policy Analysis with Trend-Cycle Bayesian VARs, IMF mimeo, dostupné na https://michalandrle.weebly.com/uploads/1/3/9/2/13921270/tc_vars.pdf

Babecká Kucharčuková, O., Brůha J. (2018): Vývoj mezinárodního obchodu se zaměřením na EU, ČNB, Globální ekonomický výhled, 2018/10.

Babecká Kucharčuková, O., Brůha J. (2019): Modelování běžného účtu – dlouhodobé trendy a cyklické faktory, ČNB, Globální ekonomický výhled, 2019/9.

Brůha, J., Podpiera, J. (2011): The dynamics of economic convergence: The role of alternative investment decisions, *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 35(7), pp. 1032–1044.

Ca'Zorzi, M., Chudik A., Dieppe A. (2012): Thousands of Models, One Story: Current Account Imbalances in the Global Economy, European Central Bank Working paper No. 1441.

Davis J.S., Mack, A., Phoa, W., Vandenabeele A. (2014): Credit Booms, Banking Crises, and the Current Account, Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper No. 178.

Devadas, S., Loayza, N. (2018): When is a Current Account Deficit Bad? *Research & Policy Briefs* World Bank Group, No. 17, October 2018.

Engle, R.F. (1974): Band Spectrum Regression, *International Economic Review*, vol. 15 (1), pp. 1–11.

Harvey, A.C. (1989): Forecasting, structural time series models and the Kalman filter, Cambridge University Press.

Harvey, A.C., Jaeger, A. (1993): Detrending, Stylized Facts and the Business Cycle, *Journal of Applied Econometrics*, 8 (3), pp. 231–47.

Lane, P., Milesi-Ferretti, G.M., (2012): External adjustment and the global crisis, *Journal of International Economics*, vol. 88(2), November 2012, pp. 252–265.

VII.3 MEZINÁRODNÍ OBCHOD A DLOUHODOBÝ EKONOMICKÝ RŮST ⁴⁷

Ekonomická teorie i empirické poznatky ukazují, že liberalizace mezinárodního obchodu přispěla ke zvýšení dlouhodobého rovnovážného tempa ekonomického růstu. Pokud by současná pandemie koronaviru, resp. opatření přijatá proti jejímu šíření, způsobila dlouhodobé omezení mezinárodního obchodu, znamenalo by to nejenom standardní makroekonomický šok, ale došlo by také ke snížení dlouhodobého tempa ekonomického růstu vyspělých ekonomik. Na základě přehledu literatury odhadujeme, že pokud by došlo k dlouhodobému snížení intenzity zahraničního obchodu, každých 10 procent jeho poklesu by vedlo ke snížení dlouhodobého tempa ekonomického růstu o 0,1 až 0,2 procentního bodu ročně.

V tomto článku nabízíme na základě moderních modelů endogenního ekonomického růstu kvantifikaci toho, jaký dopad by mělo dlouhodobé omezení mezinárodního obchodu na dlouhodobý ekonomický růst vyspělých ekonomik. Tento dopad na dlouhodobý růst není obsažen v typických strukturálních makroekonomických modelech. Při konstrukci katastrofických (nebo ultrakatastrofických) scénářů a prognózy v době nejistoty by tedy měl být tento efekt vzat v úvahu nad rámec standardních transmisních mechanismů strukturálních modelů.

Krátkodobé i střednědobé efekty omezení mezinárodního obchodu mají pouze dočasný vliv na ekonomický růst. Tyto efekty lze modelovat pomocí strukturálních makroekonomických modelů, zejména DSGE modelů. Optikou těchto modelů představuje omezení obchodu negativní nabídkový šok, který zdražuje vstupy do produkce i spotřebitelské zboží, a tím snižuje produktivitu (protože je potřeba nahradit vstupy za jejich dražší substituty) i blahobyt (spotřebitelé mají k dispozici menší výběr zboží) a zvyšuje inflaci. Tyto fundamentální mechanismy se pak přenášejí do zbytku ekonomiky, přičemž síla jejich přenosu závisí na očekávané délce šoku, kurzovém režimu, měnové politice a velikosti příslušné ekonomiky. Tento typ šoku však nemění dlouhodobá tempa ekonomického růstu, která jsou ostatně v typických makroekonomických modelech chápána jako exogenní.

Moderní teorie endogenního ekonomického růstu⁴⁸ však ukazují, že dlouhodobé omezení mezinárodního obchodu by mohlo změnit i dlouhodobá tempa ekonomického růstu. Moderní teorie ekonomického růstu se na dlouhodobý vliv mezinárodního obchodu zaměřily od počátku 90. let v souvislosti s nárůstem globalizace a velkou liberalizací světového obchodu (Grosman a Helpman, 1991). Teoretické modely i následné ekonometrické studie indikují pozitivní a dlouhodobě významný vliv mezinárodního obchodu na dlouhodobý ekonomický růst. To by znamenalo, že pokud by současná pandemie a související opatření vedly k trvalému poklesu obchodu, negativní dopady na ekonomický růst a blahobyt by byly dramatičtější, než indikují DSGE a jiné typické strukturální makroekonomické modely.

První mechanismus, kterým mezinárodní obchod přispívá ke zvýšení ekonomického růstu, je založen na zvyšování množství produktivních vstupů. Moderní teorie růstu ukazují, že množství produktivních statků není pouze důsledek ekonomického růstu, ale i jeho zdroj. Expanze produktivních vstupů totiž působí jako pozitivní externalita, která z klesajících výnosů z rozsahu individuálních výrobců činí na agregátní úrovni výnosy konstantní, čímž se endogenně generuje technologický pokrok, a tedy i ekonomický růst (to je mechanismus obsažen již v článku Romera, 1986). Liberalizace obchodu zvyšuje množství disponibilních produktivních vstupů, což tedy vede k rychlejšímu ekonomickému pokroku (Alvarez a kol. 2013). Liberalizace obchodu činí zahraniční produktivní vstupy také levnějšími,

47 Autoři jsou Volha Audzei, Jan Brůha a Ivan Sutóris. Názory v tomto příspěvku jsou jejich vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici ČNB.

48 Teorie endogenního růstu se rozvíjí od konce 20. století, přičemž za průkopnický článek je možné považovat Romera (1986). Čtivý přehled teorií ekonomického růstu včetně souvisejících aspektů (jakými jsou kvalita institucí nebo mezinárodní obchod) je možné najít v učebnici Acemoglu (2009).

což dále přispívá k růstu produktivity (Estevadeordal a Taylor, 2013). Omezení obchodu naopak množství produktivních vstupů omezuje, případně zvyšuje jejich cenu, což vede k poklesu tempa technologického pokroku.

Druhým mechanismem je selekce firem. Otevření se mezinárodnímu obchodu znamená zvýšení konkurence, což vede k zániku méně produktivních firem a k alokaci zdrojů od méně produktivních firem k firmám produktivnějším. Produktivnější firmy rostou rychleji, mají příležitost k exportům a jsou nuceny inovovat, což dále zvyšuje dlouhodobou produktivitu.

Konečně mezinárodní obchod vede k rozšiřování technologií a přelévání znalostí. Domácí firmy se mohou učit od zahraničních firem, které vstoupily na domácí trh; tyto zahraniční firmy jsou přitom nadprůměrně produktivní, neboť pouze tak mohou překonat překážky vstupu na domácí trh, a mají tedy vyšší zásobu znalostí, která se tak může přelévat mezi ekonomikami.

Výše zmíněné kanály identifikované teoretickými modely jsou kvantitativně významné! Ačkoliv v literatuře existuje konsensus, že výše zmíněné kanály kvalitativně přispívají k vyšším dlouhodobým tempům růstu minimálně mezi vyspělými ekonomikami, je třeba ověřit, nakolik jsou kvantitativně významné. Odpověď mohou poskytnout jednak pečlivě kalibrované teoretické modely, jednak empirické studie. Pečlivě kalibrované teoretické modely implikují, že liberalizace proběhnuvší v 90. letech minulého století zvýšila ustálený ekonomický růst zhruba o 1 p. b. Tyto odhady jsou konzistentní s výsledky empirických studií, viz následující tabulka. Z kalibrovaných modelů jsme vybrali ty, které umožňují odhad efektů částečné liberalizace.⁴⁹ Z empirických studií jsme zahrnuli reprezentativní studii, která používá kredibilní identifikační strategii k odhadu kauzálního vlivu uvolnění mezinárodního obchodu na dlouhodobý ekonomický růst.⁵⁰

Tabulka VII.3.1: Vliv mezinárodního obchodu na dlouhodobý růst – přehled studií

Studie	Typ	Výsledek
Ben-David a Loewi (1997)	kalibrovaný model	Liberalizace obdobná uvolnění obchodu EEC v 60. letech dlouhodobě zvyšuje ustálené tempo růstu o 0,5 p. b.
Lewera van den Berg (2003)	přehledová studie	Nárůst exportů o 1 p. b. je asociován s vyšším ekonomickým růstem o 0,2 p. b.
Estevadeordal a Taylor (2013)	kalibrovaný model, empirická studie	Liberalizace obchodu v 90. letech zvýšila v liberalizujících se ekonomikách dlouhodobý růst o 1 p. b. ročně
Perla, Tonetti a Waugh (2015)	kalibrovaný model	Snížení nákladů obchodu o 10 % vede ke zvýšení růstu produktivity o 0,2 p. b.
Honkapohja, Turunen-Reda Woodland (2016)	kalibrovaný model	Existence cel vede k poklesu růstu o 0,5–1 p. b.
Impullitti a Licandro (2018)	Kalibrovaný model	Eliminace většiny světového obchodu by vedla k poklesu dlouhodobého růstu o 0,4 p. b.

49 Některé teoretické modely se věnují dopadům hypotetické změny od úplné autarkie na úplně liberalizovaný mezinárodní obchod. V realitě ale typicky pozorujeme pouze částečná omezení a jejich odstraňování. Z tohoto důvodu je důležitá kvantifikace částečné liberalizace.

50 Vztah mezi mezinárodním obchodem a ekonomickým růstem je simultánní. Redukované odhady vztahu mezi obchodem a růstem tedy nemusí odrážet kauzální vliv. V přehledu tedy záměrně ignorujeme empirické studie, které při ekonometrických odhadech neberou v potaz možné vychýlení z důvodu simultánní závislosti a nediskutují přesvědčivou strategii na identifikaci kauzálního vlivu.

Studie	Typ	Výsledek
Irwin (2019)	přehledová studie	Liberalizace obchodu je následována zvýšením růstu o 1–2,7 p. b.

Na základě přehledu studií odhadujeme, že dlouhodobý pokles objemu mezinárodního obchodu o 10 % by způsobil pokles dlouhodobého růstu HDP o 0,1 až 0,2 procentního bodu ročně.⁵¹ Pandemie koronaviru může při realizaci „černých“ scénářů omezit mezinárodní obchod různými mechanismy. Jednak se může jednat o vlastní dlouhodobý negativní nabídkový šok, který rozbije dodavatelské vztahy v globálních výrobních řetězcích. Dále mohou negativně působit opatření na zabránění dalšího šíření pandemie, resp. některé vlády by mohly být v pokušení využít těchto opatření jako „neviditelné“ necelní bariéry. Konečně dlouhodobě trvající nejistota může vést k upřednostnění domácí produkce před dovozy, pokud by došlo k vnímání mezinárodních obchodních transakcí jako rizikových. Kombinace těchto efektů by znamenala negativní dlouhodobý šok do rovnovážného tempa ekonomického růstu nad rámec standardních mechanismů zachycených v DSGE modelech.

Literatura

- Acemoglu, D. (2009): *Introduction to Modern Economic Growth*. Princeton University Press.
- Alvarez, F., Francisco J., Buera, Robert E., Lucas, Jr. (2013): *Idea Flows, Economic Growth, and Trade*, NBER Working Paper series No. 19667.
- Estevadeordal A., Taylor, A. M. (2013): *Is the Washington Consensus Dead? Growth, Openness, and the Great Liberalization, 1970s–2000s*, *The Review of Economics and Statistics*, vol. 95(5), pp. 1669–1690.
- Ben-David, D., Loewy, M. B. (1997): *Free Trade, Growth, and Convergence*, NBER Working Papers No. 6095.
- Grossman, G., Helpman E. (1991): *Innovation and Growth in the Global Economy*. MIT Press.
- Honkapohja S., Turunen-Red A. H., Woodland, A. D. (2016): *Growth, expectations and tariffs*, *Canadian Journal of Economics*, vol. 49(4), pp. 1441–1469, November.
- Irwin D. A., (2019): *Does Trade Reform Promote Economic Growth? A Review of Recent Evidence*, NBER Working Paper series No. 25927.
- Lewer J. J., Van den Berg, H. (2003): *How Large Is International Trade's Effect on Economic Growth?* *Journal of Economic Surveys*, vol. 17(3), pp. 363–396,
- Perla J., Tonetti, Ch., Waugh, M. E. (2015): *Equilibrium Technology Diffusion, Trade, and Growth*, NBER Working Paper series No. 20881.
- Romer P. (1986): *Increasing Returns and Long-Run Growth*, *Journal of Political Economy*, vol. 94 (5), pp. 1002–1037.

⁵¹ Dopady pro jednotlivou ekonomiku se mohou lišit v závislosti na stávajícím objemu a struktuře jejích obchodů. Lze očekávat, že pro malou otevřenou ekonomiku dopady částečného uzavření obchodů budou větší.

VIII. STATISTICKÁ PŘÍLOHA: PLATEBNÍ BILANCE V LETECH 2015–2019

mld. Kč	2015	2016	2017	2018	p.s. 2019
A. Běžný účet	11,3	74,2	83,5	22,6	-21,3
Zboží	188,0	245,7	259,1	201,1	239,8
Vývoz	3153,2	3191,0	3402,1	3497,3	3574,8
Dovoz	2965,1	2945,3	3142,9	3296,2	3335,0
Služby	78,0	107,6	127,7	122,0	103,7
Výrobní služby a opravy	29,2	30,5	40,7	41,4	46,1
Doprava	13,7	29,9	32,6	34,8	22,3
Cestovní ruch	31,6	34,0	34,9	32,3	32,7
Ostatní služby	3,5	13,3	19,5	13,5	2,5
Příjmy celkem	561,8	592,7	635,2	661,9	691,1
Výdaje celkem	483,8	485,0	507,6	539,9	587,5
Prvotní důchody	-254,8	-251,8	-255,3	-260,6	-324,1
Náhrady zaměstnancům	29,4	35,0	37,2	30,0	16,8
Důchody z investic	-309,0	-311,4	-315,2	-313,2	-365,9
Ostatní prvotní důchody	24,8	24,6	22,7	22,6	25,1
Příjmy celkem	180,8	202,9	271,3	258,4	283,8
Výdaje celkem	435,7	454,7	526,7	519,0	607,9
Druhotné důchody	0,1	-27,3	-48,0	-39,9	-40,6
Příjmy	88,2	70,1	55,9	75,4	86,8
Výdaje	88,1	97,4	103,9	115,3	127,4
B. Kapitálový účet	101,9	53,5	40,6	14,0	14,1
Příjmy	104,9	54,9	62,2	62,4	106,4
Výdaje	3,0	1,4	21,6	48,3	92,2
C. Finanční účet	175,8	116,9	207,6	59,0	32,8
Přímé investice	49,7	-186,5	41,3	-51,0	-61,0
z toho saldo reinvestice zisku	-52	-46	-80,2	-38,9	-87,3
v zahraničí	91,3	78,6	217,9	132,3	152,7
v České republice	41,6	265,2	176,6	183,3	213,7
Portfoliové investice	-164,1	-169,5	-268,3	30,1	-117,6
Aktiva	72,2	21,9	67,4	-9,9	-17,0
Účasti a podíly v IF (majetkové c. p.)	42,7	11,2	63,8	19,3	-2,8
Dluhové cenné papíry	29,5	10,8	3,6	-29,2	-14,2
Pasiva	236,4	191,5	335,7	-40,0	100,6
Účasti a podíly v IF (majetkové c. p.)	4,5	9,7	20,3	2,3	-2,4
Dluhové cenné papíry	231,8	181,7	315,4	-42,3	103,0
Finanční deriváty	-4,8	11,3	-14,2	-15,3	1,0
Ostatní investice	-56,4	-101,9	-797,6	45,2	102,1
z toho: vláda	-2,2	13,7	7,6	-30,6	34,6
podniky	-39,2	150,7	-133,3	34,2	-43,3
banky	8,7	-239,9	-575,4	41,6	110,8
Rezervní aktiva	351,3	563,5	1246,4	50,0	108,3
D. Saldo běžného a kapitálového účtu	113,2	127,7	124,0	36,6	-7,1
Saldo finančního účtu +půjčky/-výpůjčky	175,3	116,9	120,5	59,0	32,8
Chyby a opomenutí	62,1	-10,8	-3,5	-22,4	-39,9

SEZNAM ZKRATEK

AUD	australský dolar
bil.	bilion = milion milionů (10^{12})
BPM6	manuál pro sestavení platební bilance (Balance of Payments Manual 6th edition)
CAD	kanadský dolar
CZ-CPA	název klasifikace produkce
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
DPH	daň z přidané hodnoty
ECB	Evropská centrální banka
EIB	Evropská investiční banka
EU	Evropská unie
EUR	euro
HDP	hrubý domácí produkt
HNP	hrubý národní produkt
IFO	Leibniz Institute for Economic Research, University of Munich
JPY	japonský jen
Kč	česká koruna
MIP	postup při makroekonomické nerovnováze (Macroeconomic Imbalance Procedure)
mil.	milion (10^6)
mld.	miliarda = tisíc milionů (10^9)
NACE	klasifikace ekonomických činností
PI	přímé investice
p. b.	procentní bod(y)
p. s.	předběžná skutečnost
SEK	švédská koruna
SITC	standardní mezinárodní klasifikace zboží
USA	Spojené státy americké
USD	americký dolar
V4	Česká republika, Maďarsko, Polsko, Slovensko

GLOSÁŘ POJMŮ

Tento glosář vysvětluje některé pojmy, které jsou často používány v této publikaci. Obsáhlejší slovník pojmů lze nalézt na webových stránkách ČNB (<http://www.cnb.cz/cs/obecne/slovník/index.html>)

Běžný účet platební bilance: zachycuje vývoz a dovoz zboží a služeb, výnosy z kapitálu, investic a práce a jednostranné převody.

Cenný papír: právní nárok majitele vůči tomu, kdo je v něm zavázán. Cenný papír je nositelem právního nároku, který v sobě ztělesňuje a je pro jeho vznik, existenci, převod a zánik v zásadě nenahraditelný. Cenné papíry mohou být vydávány v listinné nebo zaknihované formě. V ČR není cenný papír definován. Zákon o cenných papírech pouze vymezuje soustavu cenných papírů, do které patří akcie, zátižní listy, podílové listy, dluhopisy, investiční kupóny, kupóny, opční listy, směnky, šeky, náložné listy, skladištní listy a zemědělské skladní listy, a jiné cenné papíry, které jsou za cenné papíry prohlášeny jinými zákony.

Dluhopis: cenný papír, se kterým je spojeno právo majitele požadovat splacení dlužné částky ve jmenovité hodnotě a vyplacení výnosů z něj k určitému datu

Druhotné důchody: představují na běžném účtu platební bilance kompenzující položky k reálným a finančním zdrojům poskytnutým či získaným bez protihodnoty (dotace a odvody ve vztahu k rozpočtu a dalším fondům EU, penze, zahraniční pomoc, příspěvky aj.).

Eurozóna: území těch členských států Evropské unie, které přijaly euro jako společnou měnu v souladu se „Smlouvou o založení Evropského společenství“.

Finanční aktiva: ekonomická aktiva, u kterých institucionální jednotka může uplatnit svá vlastnická práva a která obsahují platební prostředky, finanční pohledávky a jiná ekonomická aktiva svou povahou blízká finančním pohledávkám.

Finanční účet platební bilance: zahrnuje transakce spojené se vznikem, změnami a zánikem vlastnictví finančních pohledávek a závazků vlády, bankovní a podnikové sféry a ostatních subjektů ve vztahu k zahraničí. Jeho strukturu tvoří přímé investice, portfoliové investice, finanční deriváty a zaměstnanecké opce na akcie, ostatní investice a rezervní aktiva.

Hrubý domácí produkt (HDP): klíčový ukazatel vývoje ekonomiky. Představuje souhrn hodnot přidaných zpracováním ve všech odvětvích ekonomiky. Jeho strukturu z hlediska užití tvoří výdaje na tzv. konečnou spotřebu (spotřeba domácností, vlády a neziskových institucí), tvorbu hrubého kapitálu (fixní investice a změna stavu zásob) a zahraniční obchod (tzv. čistý vývoz zboží a služeb).

Investiční pozice vůči nerezidentům: zachycuje přehled stavů všech finančních aktiv a pasiv rezidentů vůči nerezidentům k určitému datu.

Kapitálový účet: zachycuje převody související s migrací obyvatelstva, promíjením dluhů, investičními granty a převody nehmotných práv (např. licence, patenty, autorská práva, obchody s emisními limity).

Platební bilance: zachycuje ekonomické transakce se zahraničím (tj. mezi rezidenty a nerezidenty) za určité časové období. Základní struktura platební bilance zahrnuje běžný, kapitálový a finanční účet a devizové rezervy

Prvotní důchody: jsou položkou běžného účtu platební bilance zahrnující výnosy z práce, kapitálu, poskytnutých finančních zdrojů a nevyrobených nefinančních aktiv (pracovní příjmy, dividendy, reinvestované zisky, úroky, renty a rovněž daně a dotace na produkci a dovoz, představující část finančních toků ve vztahu k rozpočtu EU). V podrobnějším členění je tvoří tři dílčí bilance: náhrady zaměstnancům, důchody z investic a ostatní prvotní důchody.

Výkonová bilance: součet obchodní bilance a bilance služeb.

Zahraniční obchod: po vstupu ČR do Evropské unie je zahraniční obchod ČR souhrnem vnitrounijního obchodu (tj. obchodu se členskými státy EU) a obchodu se třetími zeměmi. Statistika zahraničního obchodu je založena na dvou systémech sběru dat: Intrastat sleduje pohyb zboží uvnitř Společenství (přijetí a odeslání zboží z/do států EU) a Extrastat sleduje obchod s nečlenskými státy EU (dovoz a vývoz zboží z/do třetích zemí).

Zahraniční zadluženost: zachycuje finanční pasiva rezidentů vůči nerezidentům se smluvně stanovenou lhůtou splatnosti.