

Zpráva o vývoji platební bilance

2023



Obsah

| | |
|--|-----------|
| I. VNĚJŠÍ ROVNOVÁHA ČESKÉ EKONOMIKY | 3 |
| I.1 SALDA PLATEBNÍ BILANCE | 3 |
| I.2 VÝVOJ ZAHRANIČNÍ INVESTIČNÍ POZICE | 4 |
| II. ZAHRANIČNÍ OBCHOD | 6 |
| II.1 ZBOŽÍ | 6 |
| II.2 SLUŽBY | 11 |
| III. DALŠÍ REÁLNÉ TOKY | 14 |
| III.1 VÝNOSY Z INVESTIC | 14 |
| III.2 PŘESHraničNÍ PRÁCE | 15 |
| III.3 FINANČNÍ VZTAHY S EVROPSKOU UNIÍ | 16 |
| IV. KAPITÁLOVÉ TOKY | 18 |
| IV.1 PŘÍMÉ INVESTICE | 18 |
| IV.2 PORTFOLIOVÉ A OSTATNÍ INVESTICE | 18 |
| V. REZERVY ČNB | 21 |
| VI. TÉMATICKÉ ANALÝZY | 23 |
| VI.1 EKONOMICKÁ ZRANITELNOST ČESKÉ REPUBLIKY VŮČI GEOPOLITICKY VZDÁLENÝM ZEMÍM | 23 |
| VI.2 ŽIVOTNÍ CYKLUS VÝNOSNOSTI PŘÍMÝCH ZAHRANIČNÍCH INVESTIC: APLIKACE NA ČR | 30 |
| VI.3 HISTORIE KAPITÁLOVÝCH TOKŮ ČR, 1993-2023 | 36 |
| VI.4 JAK ROZKLÍČOVAT CENOVÉ A OBJEMOVÉ EFEKTY V ZAHRANIČNÍM OBCHODU SE ZBOŽÍM | 44 |
| VII. STATISTICKÁ PŘÍLOHA: PLATEBNÍ BILANCE V LETECH 2019–2023 | 48 |

Tato publikace nabízí analýzu vývoje hlavních položek platební bilance ČR za uplynulý rok a je doplněna krátkými analytickými články zaměřenými na platební bilanci a mezinárodní obchod. Vzhledem k tomu, že se opíráme o předběžná data platební bilance, 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, Martin Kábrt (editor) a Adriana Wałoszková.

V tomto vydání čtete také příspěvek Anny Drahozalové, Filipa Novotného a Vladimíra Žďárského.

Uzávěrka dat: 30. dubna 2024

Datum publikace: 3. června 2024

I. VNĚJŠÍ ROVNOVÁHA ČESKÉ EKONOMIKY

Česká ekonomika se po turbulentním vývoji předchozích let vrátila v roce 2023 k mírně přebytkové vnější bilanci, která ji charakterizovala v období před propuknutím pandemie covid-19. Saldo běžného a kapitálového účtu, vyjadřující čisté příjmy rezidentů z obchodních a jiných transakcí s nerezidenty, se za jediný rok vyšplhalo z hlubokého schodku v roce 2022 (-4,2 % HDP) na přebytek 1,6 % HDP v roce 2023, který zhruba odpovídá průměru sedmi let před pandemií.¹ Vnější přebytek společně s oslabením koruny² v roce 2023 vedly k prudkému zmírnění čisté záporné investiční pozice českých podniků, bank, veřejných institucí a domácností vůči nerezidentům z bezmála 19 % HDP na konci roku 2022 na 13,2 % na konci 2023.

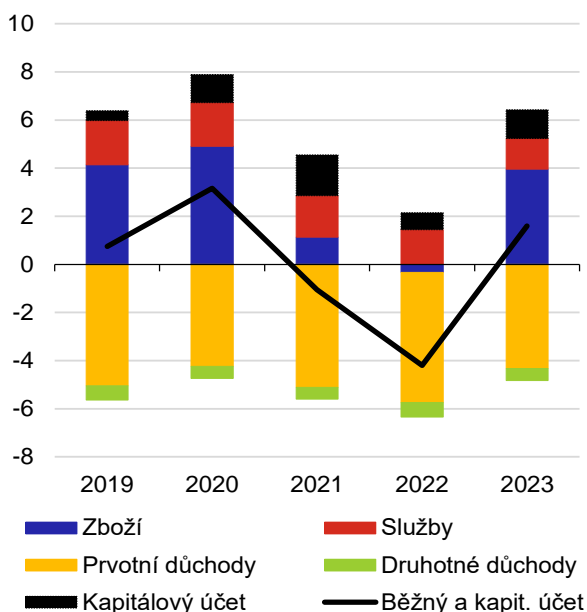
Saldo české ekonomiky vůči zahraničí – tedy její vnější bilance – je součtem bilance zboží a služeb s důchodovými bilancemi (běžný účet) a bilancí kapitálového účtu. Tyto účty zachycují veškeré transakce mezi rezidenty a nerezidenty spojené se zahraničním obchodem se zbožím a službami, platbami za kapitál a práci (první důchody), jednostrannými převody (druhotné důchody) a transakcemi jiné povahy, kam patří například obchody s emisními povolenkami či kapitálové transfery (kapitálový účet).

I.1 SALDA PLATEBNÍ BILANCE

Běžný účet platební bilance skončil v roce 2023 v malém přebytku ve výši 0,4 % HDP (graf 1). Za návratem k rovnováze po loňském schodku 4,9 % HDP stálo především odeznění nepříznivých šoků v podobě drahých dovozů paliv a poruch v globálních dodavatelských řetězcích. Zotavení klíčových exportních odvětví, zejména automobilového průmyslu, pomohlo k návratu salda zahraničního obchodu se zbožím (vůči HDP) na dohled předpandemických úrovní (graf 2). V menším rozsahu přispěl k meziročně vyšší bilanci běžného účtu také nárůst výnosů ČNB z devizových rezerv, uložených v zahraničních aktivech.

Graf 1: ČR se v roce 2023 navrátila k mírnému vnějšímu přebytku

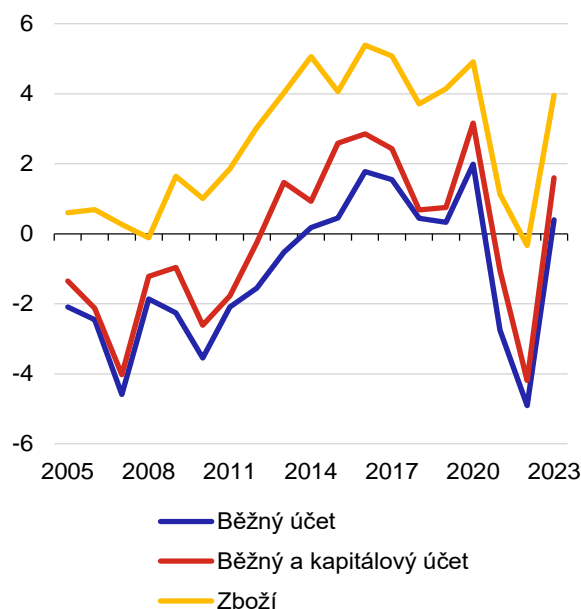
(dílní salda vnější bilance české ekonomiky v % HDP)



Zdroj: ČNB, ČSÚ, výpočet ČNB

Graf 2: Za zotavením stálo zejména saldo obchodu se zbožím

(dílní salda vnější bilance české ekonomiky v % HDP)



Zdroj: ČNB, ČSÚ, výpočet ČNB

¹ Z toho 1,2 % HDP tvořily čisté příjmy z rozpočtu EU (tzv. čistá pozice ČR ve vztahu k rozpočtu EU).

² Drtivá většina zahraničních aktiv rezidentů ČR je totiž uložena v cizích měnách, zatímco značná část zahraničních pasiv je korunová.

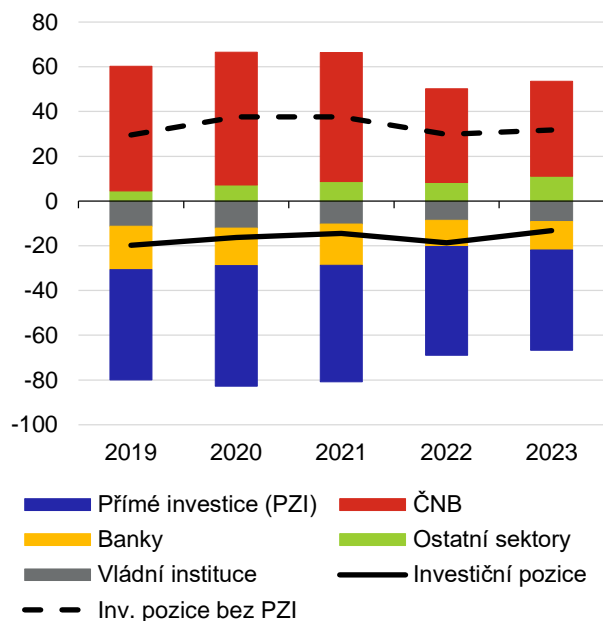
Celkový přebytek bilance ČR vůči zahraničí byl tradičně podpořen čistými příjmy z EU. Nad rámec tradičních kohezních příjmů a dotací z pandemického Evropského plánu obnovy (NGEU) se v roce 2023 (po postupném náběhu v letech 2021 a 2022) naplno rozjelo i čerpání dotací na dekarbonizaci z Modernizačního fondu EU. Ty jsou ovšem financované z prodeje emisních povolenek, které v rámci unijního systému pro obchodování s emisemi musejí nakupovat i tuzemské energetické a průmyslové podniky. Souhrnný dopad transakcí spojených s emisními povolenkami na vnější bilanci ČR tak byl zhruba neutrální. Kapitálový účet, který zaznamenává většinu příjmů z EU i transakce spojené s povolenkami, skončil v roce 2023 přebytkem ve výši 1,2 % HDP, což zhruba odpovídá průměru posledních 10 let.

I.2 VÝVOJ ZAHRANIČNÍ INVESTIČNÍ POZICE

Čistá investiční pozice ČR vůči zahraničí ke konci roku 2023 činila -13,2 % HDP (graf 3).³ Po svém prohloubení až k -22 % HDP v polovině roku 2022 se čistá záporná (tj. dlužnická) pozice začala zmírňovat a na konci roku 2023 se navrátila na úroveň před začátkem energetické krize v roce 2021. Záporná investiční pozice ČR nadále odráží rozsáhlé majetkové podíly zahraničních investorů v české ekonomice, které jsou z pohledu makroekonomické zranitelnosti považovány za podstatně méně rizikové než zadlužení spojené s dluhovými instrumenty. Po očištění o vliv přímých investic je čistá pozice ČR výrazně věřitelská.

Graf 3: Čistá „dlužnická“ pozice ČR se zmírnila na úroveň před energetickou krizí

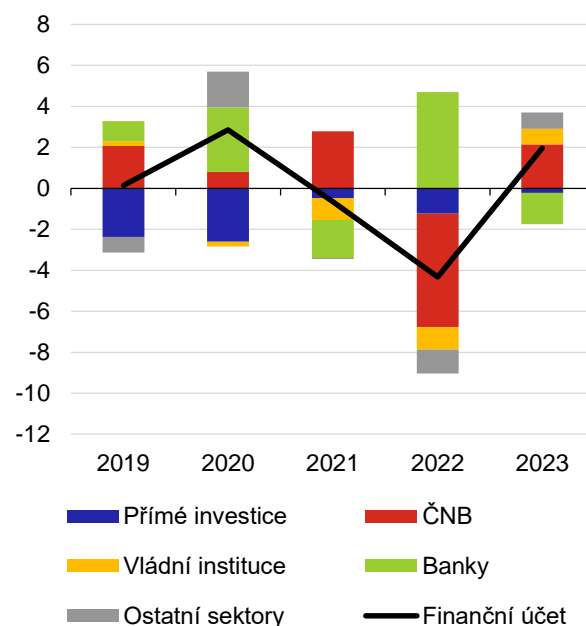
(investiční pozice ČR podle dlužníků v % HDP, stav ke konci období)



Zdroj: ČNB, ČSÚ

Graf 4: Vnější přebytek se otiskl v růstu čistých zahraničních aktiv ČNB

(finanční účet v % HDP)



Pozn.: Kladná (záporná) hodnota vyjadřuje čisté navýšení (snížení) zahraničních aktiv či snížení (zvýšení) pasív, tj. odliv (příliv) kapitálu.
Zdroj: ČNB, ČSÚ

Ke zmírnění záporné investiční pozice ČR v roce 2023 přispěl zhruba z poloviny vnější přebytek ekonomiky, zbytek souvisel s vývojem kurzu a přeceněním zahraničních aktiv a pasív. Přebytek běžného a kapitálového účtu se na finančním účtu otisknul zejména v nárůstu čistých zahraničních aktiv

³ Z hlediska hodnocení v rámci MIP (Macroeconomic Imbalance Procedure) je za bezpečný považován vývoj do hodnoty -35 % HDP.

ČNB (graf 4). Investiční pozici zlepšilo i oslabení koruny, převážně prostřednictvím navýšení korunové hodnoty rezervních aktiv ČNB a přímých investic v zahraničí.⁴

Platební bilance musí být vždy **účetně vyrovnaná**. Bilance běžného a kapitálového účtu se vždy rovná bilanci finančního účtu. Jelikož však vycházejí z rozdílných statistických zdrojů, zachycené hodnoty se mohou lišit. Identitu je tak třeba doplnit o chyby a opomenutí: $BÚ + KÚ + CHaO = FÚ$.

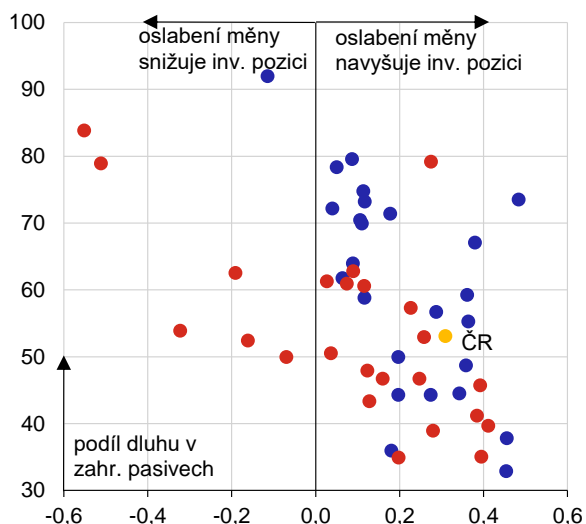
Objem devizových rezerv ČNB v roce 2023 významně vzrostl a již řadu let dalece přesahuje obezřetnostní úroveň potřebnou pro prevenci a řešení platebně-bilančních krizí. Vedle tržního přecenění, které může velikost rezerv ovlivnit oběma směry, je dlouhodobý vývoj stavu rezerv ovlivněn zejména čistými příjmy ČR od institucí EU, které ČNB podle dřívější dohody s Ministerstvem financí ČR odkupuje do rezerv. Druhým faktorem za trendovým růstem jsou reinvestice výnosů z rezerv. Od srpna 2023 však ČNB většinu výnosů z devizových rezerv prodává na trhu, aby růst své rozvahy zpomalila.⁵

Celková bilance české ekonomiky v daném roce (měřená bilancí FÚ nebo shodně součtem bilancí BÚ a KÚ, opraveným o chybu měření) se promítá do **změny zahraničních aktiv a pasiv**. Zahraniční investiční pozici navíc ovlivňují i změny kurzu a cen finančních aktiv a pasiv.

Struktura investiční pozice mírní obavy z vnější zranitelnosti ČR. Téměř polovina pasiv má majetkovou povahu, což ČR řadí i nad průměr vyspělých ekonomik (graf 5). Současně měnová struktura aktiv (89 % cizoměnových) a pasiv (70 % korunových) posiluje absorpční roli měnového kurzu, jehož oslabení investiční pozici zlepšuje a posílení zhoršuje. Toto „pojištění“ proti vnějším šokům má však své náklady. Dlouhodobě posilující koruna, provázející konvergenci ČR k EU, snižuje čistou zahraniční investiční pozici ČR, která je tak dlouhodobě méně příznivá než kumulace vnějších přebytků a schodků ekonomiky (graf 6).

Graf 5: Struktura investiční pozice posiluje mezinárodní sdílení rizik a kurzovou absorpci

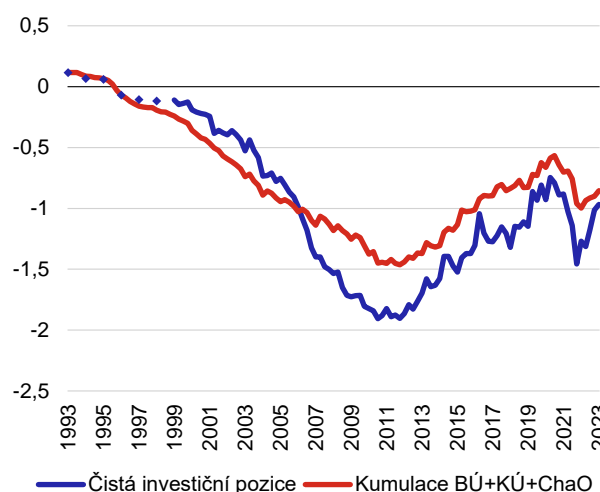
(vodorovná osa – kurzová expozice inv. pozice; svislá osa – podíl dluhu v pasivech; r. 2020, vyspělé (rozvíjející) země modře (červeně))



Zdroj: data i metodologie viz Allen a kol. (2023), „Currencies of External Balance Sheets“, IMF WP 2023/237, výpočet ČNB

Graf 6: Záporná investiční pozice je hlubší než kumulace vnějších bilancí ekonomiky

(čistá investiční pozice a kumulace BÚ+KÚ, upravená o chyby a opomenutí, v bil. Kč)



Zdroj: ČNB

⁴ V menším rozsahu přispěl také nárůst hodnoty zahraničních akcií držených tuzemskými podniky, domácnostmi a ČNB. V opačném směru naopak působil růst cen dluhopisů vydaných tuzemskou vládou.

⁵ Přesné objemy prodejů centrální banka pravidelně zveřejňuje na <https://www.cnb.cz/cs/financni-trhy/devizovy-trh/devizove-obchody-cnb/>.

II. ZAHRANIČNÍ OBCHOD

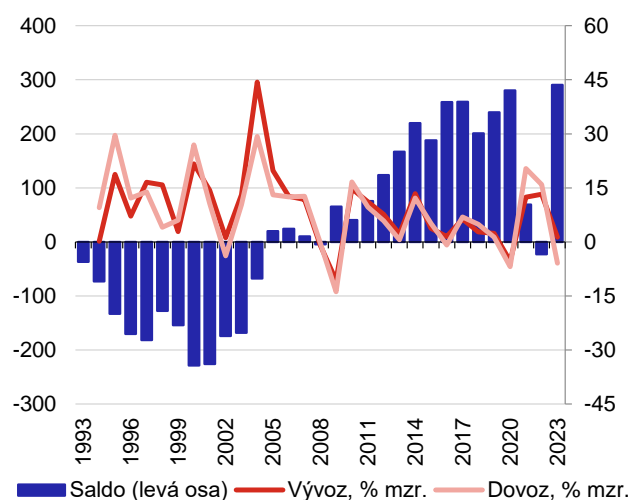
Přebytek bilance zahraničního obchodu se zbožím a službami se prudce zotavil, když se (reálný i nominální) vývoz mírně zvýšil a dovoz citelně snížil. Není to poprvé, kdy se při klesajícím obrátu zahraničního obchodu navýšil čistý vývoz, obdobná situace nastala v průběhu finanční a ekonomické krize 2008-9. K největší meziroční změně v roce 2023 došlo hlavně u zboží, saldo služeb se v důsledku protichůdných změn jednotlivých položek změnilo jen málo. Celkový přebytek obchodu se zbožím a službami v roce 2023 dosáhl 5,2 % HDP (přičemž 4,0 % připadlo na saldo zboží). Meziročně podíl na HDP vzrostl o 4,1 p. b. Tak velká změna je rekordní, nicméně i přesto podíl výkonové bilance na HDP stále mírně zaostává za hodnotami posledních předcovidových let 2018-2019.

II.1 ZBOŽÍ

Po dvou letech záporného salda obchod se zbožím opět významně přispěl ke kladné vnější bilanci Česka. Saldo zboží v roce 2023 dosáhlo rekordních 290 mld. Kč, k čemuž přispěl zejména pokles cen i objemů dovážených paliv a odeznění výrobních potíží automobilového průmyslu.⁶ Předchozího maxima bylo dosaženo v pandemickém roce 2020, kdy k vysokému přebytku přispěl dramatictější pokles objemů i cen dovozů oproti poklesu vývozu v situaci celkového zhoršení ekonomického výkonu. Obdobná dynamika obrátů zvýšila čistý vývoz i v roce 2023 (graf 7). Dovoz opět klesal ztelně více než vývoz, jehož meziroční změna sice zůstávala zápornou po většinu roku, ale celkem za rok 2023 vývoz mírně meziročně vzrostl (o 1,3 %). Naopak dovoz se o bezmála 6 % propadl (graf 8).

Graf 7: Saldo zboží loni lámalo rekordy...

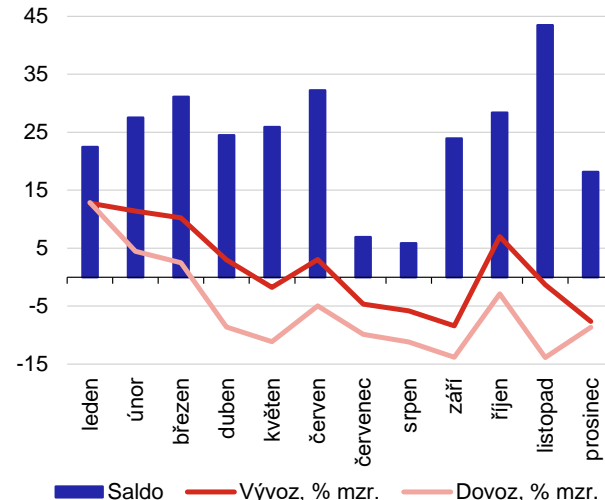
(vývoj obchodu se zbožím 1993-2023, v mld. Kč a v %)



Zdroj: CNB

Graf 8: ...když vývoj dovozu zaostal za vývozem

(měsíční dynamika obchodu se zbožím v roce 2023, v mld. Kč a v %)



Zdroj: CNB

Na změně salda oproti předchozímu roku se podepsal především pokles cen minerálních paliv a do menší míry reálný růst vývozu strojů a dopravních prostředků.⁷ Cenové vlivy působily na pokles jak vývozu, tak dovozu, přičemž nejsignifikantnější vliv měl pokles cen minerálních paliv (ropa, zemní plyn), a tudíž působil na pokles hodnoty dovozů (graf 9). Vzhledem k tomu, že zahraniční obchod v této

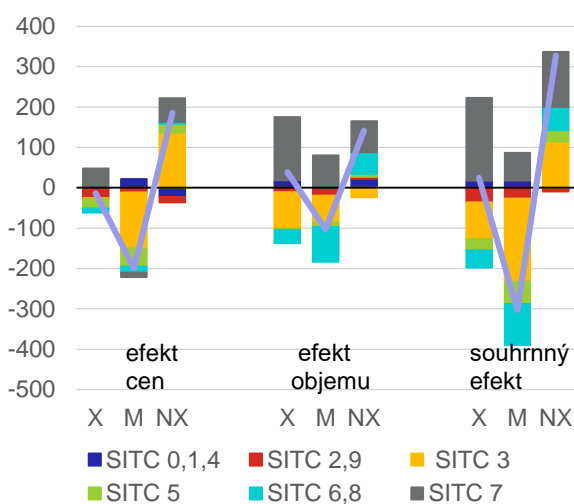
⁶ V poměru k HDP ovšem nejlepšího výsledku bylo dosaženo v roce 2016, kdy ten poměr činil 5,4 %.

⁷ Statistika PB nedisponuje rozdělením na ceny a objemy, ani na detailnější kategorie zboží. Rozdělení na jednotlivé kategorie zboží proto vychází z mírně metodicky odlišné statistiky zahraničního obchodu se zbožím ČSÚ, přičemž k některým kategoriím jsou k dispozici cenové indexy.

skupině je do značné míry asymetrický a Česko je jejich čistým dovozcem, výsledkem byl růst čistých vývozů. Naopak růst cen strojů a dopravních prostředků vývozy i saldo zvyšoval. Oproti roku 2022 objemové efekty zvyšovaly vývozy a snižovaly dovozy, k meziročnímu růstu salda přispívaly zejména okruhy SITC 6, 7 a 8 (průmyslové zboží). Kladný příspěvek změny objemu těžebních surovin byl jednak zapříčiněn větším poklesem dovozu zemního plynu a uhlí,⁸ jednak jejich vliv na saldo zcela vyvážil pokles čistých příjmů z vývozu elektrické energie (graf 10). Celkový objemový dopad na minerální paliva byl lehce záporný.

Graf 9: Pokles dovozních cen ovlivnil čistý vývoz výrazněji než reálný růst vývozu,

(objemový a cenový vliv na změnu salda mezi r. 2022-23, v mld. Kč)

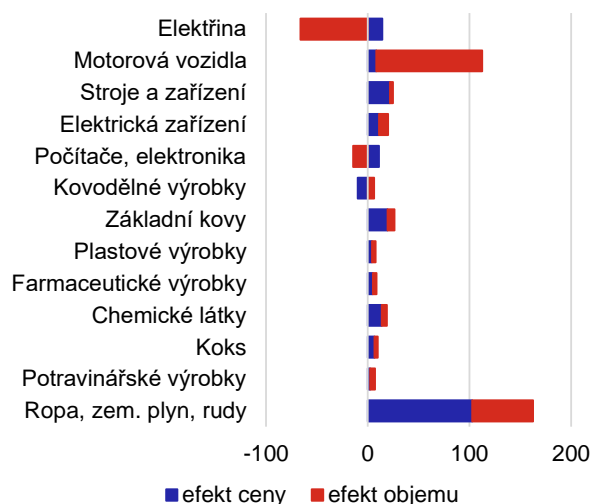


Zdroj: ČSÚ, výpočet CNB

Pozn.: X označuje vývoz, M – dovoz a NX – čistý vývoz. Rozklad je proveden pomocí Bennetovy dekompozice, popis viz tematická kapitola VI-4.

Graf 10: ... ke kterému primárně přispěla objemová dynamika vývozu aut

(rozklad změny salda u vybraných položekzboží, v mld. Kč.)



Zdroj: ČSÚ, výpočet CNB

Pozn.: Rozklad je proveden pomocí Bennetovy dekompozice, popis viz tematická kapitola VI-4. Skupiny zboží v členění CPA. Elektrická energie, koks, ropa a zemní plyn jsou v klasifikaci SITC zahrnuté do skupiny SITC 3 (graf 9).

V roce 2023 zůstalo Rusko největším vývozcem ropy do ČR, jeho podíl (podle přeshraniční statistiky obchodu se zbožím publikovanou ČSÚ) v nominálním vyjádření meziročně stoupl na 50 % a objemově dokonce až na 58 %. Druhým největším dovozcem ropy byl Ázerbájdžán, odkud pochází více než čtvrtina ropy dovážené Českem. Dosavadní výjimka ČR z ropného embarga EU, uplatňovaná z důvodu nedostatečných alternativních dopravních kapacit do ČR, bude ukončena v průběhu roku 2025. Tato změna zároveň otevře potenciál k větší diversifikaci dodavatelů ropy na český trh, pokud ovšem chemické vlastnosti dovážené suroviny zůstanou vyhovující. Alternativní dovozy ropy z jiných zemí včetně dopravy však mohou být dražší.

Zatímco noví dodavatelé ropy se stále hledají, v případě zemního plynu k výrazným změnám již došlo. Nejvíce bylo na ruském plynu Česko závislé v roce 2021, kdy jeho podíl tvořil přes 96 %. Po eskalaci války na Ukrajině se dovoz ruského plynu snížil na 78 %, a v prvních 9 měsících roku 2023 klesl téměř k nule. K prudkému obratu ovšem došlo v posledním čtvrtletí 2023, kdy podíl Ruska stoupl na

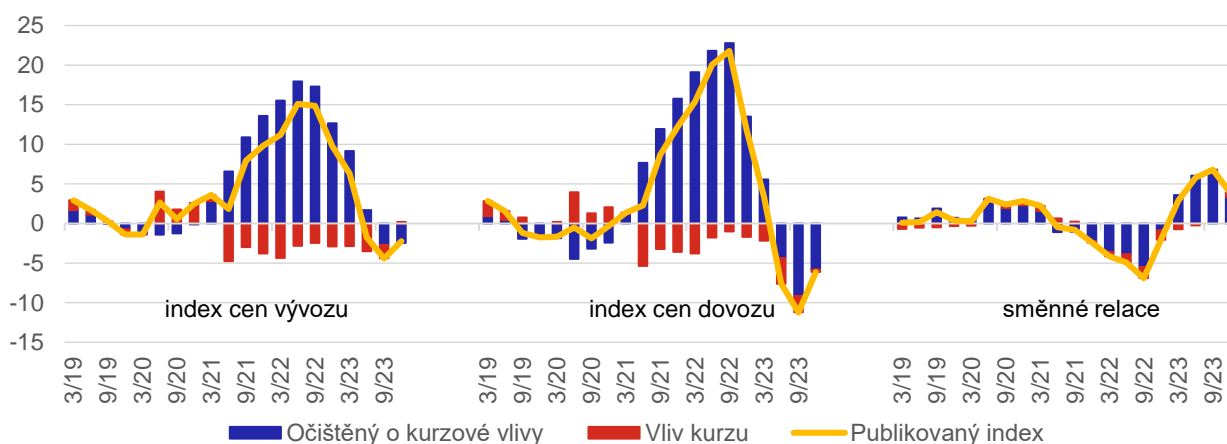
⁸ K čemuž přispěla jak mírná zima, tak naplněné zásobníky zemního plynu. Ta má výrazně cyklický průběh s minimem na začátku jara a maximem poblíž konce roku. Zatímco v březnu 2022 zásobníky byly plné o necelou čtvrtinu, v roce 2023 minimum připadal na duben a činil přes 54 %. Meziročně lepší byla situace i na podzim. V roce 2022 k 97 % naplnění došlo v listopadu, když v roce 2023 byla 100% naplněnost dosažená již v září a delší dobu na podzim zásobníky zůstávaly naplněné blízko 100 %. Vzhledem k tomu, že nebylo nutné řešit akutní nedostatek plynu, vznikla i možnost vyhledávat cenově výhodnější nákupy.

třetinu.⁹ Budoucí situace s diversifikací dodavatelů plynu je ve znamení celoevropského záměru závislost na ruském plynu ukončit. Zatím se proto neplánuje ani prodloužení dohody o transitu ruského plynu přes Ukrajinu, která vyprší na konci roku 2024. Navíc najít alternativní způsoby dodání, vč. LNG, je v případě zemního plynu snadnější než v případě ropy.¹⁰

Kurzové změny nehrály významnou roli pro dynamiku směnných relací (graf 11). Celkový dopad kurzových změn tlumí i skutečnost, že ČR dlouhodobě fakturuje exportní a importní transakce převážně v eurech. V roce 2022 kolem 81 % exportu zboží bylo fakturováno (nebo smlouvy byly vypořádané) v eurech. U importu tento podíl je přirozeně nižší kvůli obchodování částí surovin v dolarech na komoditních trzích, i tak zůstává dlouhodobě vysoký (66 % v roce 2022). Pro srovnání u exportů služeb tento podíl již řadu let plynule roste a v roce 2022 stoupl na 83,3 % ze 79,6 % o rok dřív. U importů služeb podíl eurových transakcí dosahuje 56,3 %.¹¹

Graf 11: V roce 2023 měnový kurz působil na směnné relace neutrálně

(meziroční změna čtvrtletních cenových indexů a směnných relací, tj. poměru růstu cen vývozu k růstu cen dovozu, v %)



Zdroj: CSU, výpočet CNB

Pozn.: Čtvrtletní agregace je vypočítána na základě měsíčních průměrů cen vývozu a dovozu. Poslední pozorování je prosinec 2023.

Export osobních automobilů se přiblížil historickým rekordům. V roce 2023 počet vyvezených osobních aut meziročně stoupl o 14,3 %¹², čímž se těsně přiblížil k rekordním rokům 2018-2019 (graf 12). Díky tomu pravděpodobně i v roce 2023 zůstane ČR mezi 12 nejvýznamnějšími exportéry podle hodnoty vyvezených aut a její celosvětový podíl zůstane přinejmenším na úrovni roku 2022 (3,2 %).¹³ Podíl ČR na celkových vývozech osobních automobilů EU27 se rovněž zvýšil (o 0,3 p.b. na 7,0 %). Mezi zeměmi EU nejvíce poklesl podíl německých exportů aut a to o 2,1 p.b. Nominální vývozy osobních automobilů z Německa rostly sice také, ovšem jejich tempo růstu v eurech zdaleka nebylo největší, což ve výsledku

⁹ Jedná se o evidenci pohybu zboží přes hranice. Země původu v ní může být země těžby nebo zpracování suroviny, ne nutně země dovážejícího subjektu. Z toho důvodu do dovozu z Ruska může být zahrnutý veškerý plyn ruského původu, včetně toho, který do Česka byl fyzicky dovezen z jiných států.

¹⁰ O dovozní závislosti ČR na strategicky důležitém zboží a surovinách viz tematická kapitola VI.1.

¹¹ ECB. The international role of the euro, June 2023.

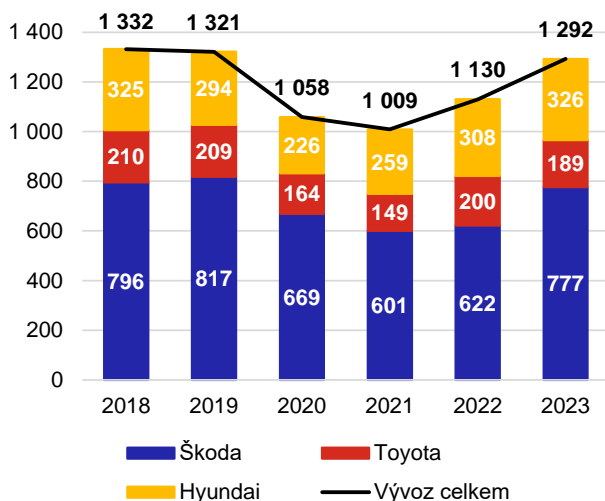
¹² Export elektromobilů se zvýšil o 34 %. Jejich podíl na celkovém počtu osobních automobilů dosáhl necelé 13 %.

¹³ Předběžná data za rok 2023 (dostupná k polovině dubna 2024). V roce 2022 v dolarovém vyjádření pětina všech světových exportů osobních automobilů připadala na Německo (produktová třída HS 8703, statistika Comtrade). Dalšími významnými exportéry byli Japonsko, USA, Jižní Korea, Čína a Mexiko. V množství vozů prodaných do zahraničí, podle *China Association of Automobile Manufacturers* Čína v roce 2023 vyvezla 4,91 mil. aut (mzr. 58 %), čímž stala exportérem číslo 1 a předběhla Japonsko s 4,42 mil. aut (16% nárůst) – data *Japan Automobile Manufacturers Associations*. Podle celních statistik ovšem v množství vyvezených aut stále vede Japonsko a jeho vývoz činil 5,22 mil. aut.

vedlo k poklesu podílu Německa na evropských vývozech.¹⁴ I tak Německo s velkým odstupem zůstává nejdůležitějším exportérem motorových vozidel EU na celosvětový trh (graf 13) a současně nejvýznamnějším obchodním partnerem ČR.

Graf 12: Množství vyvezených aut z Česka znatelně překročilo loňskou úroveň

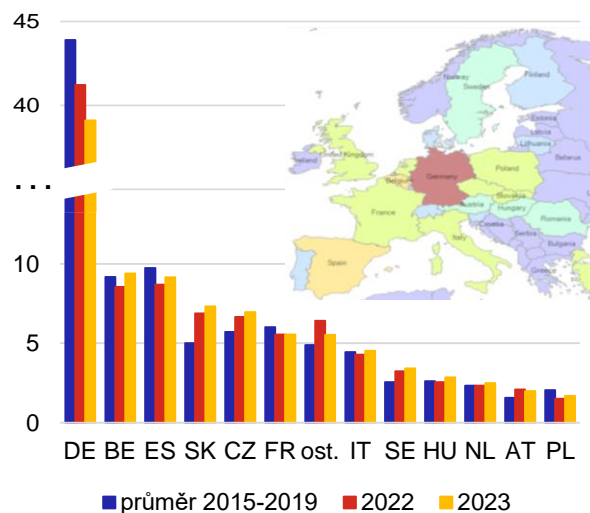
(vývoz osobních automobilů vyráběných v ČR, v tis. kusů)



Zdroj: SAP

Graf 13: ČR se vývozně dařilo i v porovnání s ostatními zeměmi EU

(podíl na vývozu osobních automobilů největšího exportéru tohoto zboží v EU27, v %)



Zdroj: Eurostat, ITC, výpočet ČNB

Pozn.: Pro výpočet byla použita hodnota vývozu v eurech ve skupině SITC 781. Zkratka „ost.“ označuje ostatní země. Čím více barva mapy je v červeném spektru, tím vyšší jsou hodnoty exportu této země.

I v roce 2023 trápil české automobilky nedostatek komponent, nicméně problémy v dodavatelských řetězcích nebyly tak výrazné jako rok předtím. V řadě případů se totiž jednalo o jednorázové výjimečné situace. Škoda auto rušila některé směny na konci ledna, v únoru a také v září. Celkově ovšem měla tato automobilka úspěšný rok, jak z hlediska tržeb, tak ziskovosti. Nejvíce byla loni v Česku postižená Toyota. Kolínská továrna nevyrobila prakticky celý únor a také několik týdnů na konci léta. Celoročně tak byla jedinou ze tří českých automobilek, jejíž export osobních aut objemově meziročně poklesl.

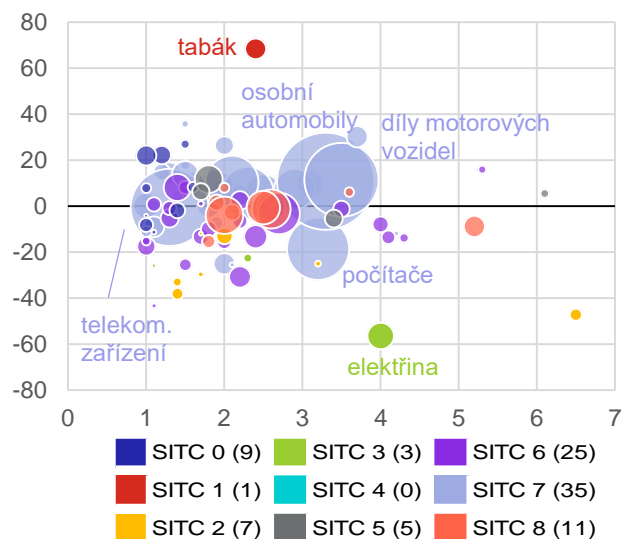
Většinu osobních automobilů vyváží ČR na evropský trh, z toho pětina směřuje do Německa. Česká propojenost s touto zemí se sice v posledních letech snížila,¹⁵ zůstává významná i nadále. K dalším důležitým destinacím patří Velká Británie (10 %), Francie (8 %), Polsko (6 %) a Itálie (5 %, data za rok 2023, třída SITC 781). Evropské země dominují také u dovozů osobních aut do ČR. Více než čtvrtinový podíl patří Německu. Na druhém místě je Japonsko (10 %), podíl Francie, Slovenska a Velké Británie se pohybuje mezi 7 % a 9 %. Struktura obchodu s díly motorových vozidel (SITC 784) je podobná osobním automobilům, byť s ještě výsádnější rolí Německa ve vývozu (43 %) i dovozu (34 %). Naproti tomu zahraniční obchod s telekomunikačními zařízení (další významná exportní skupina) je z teritoriálního hlediska více asymetrický. Zatímco u vývozů dominují evropské státy v čele s Německem, na které připadá 41 % všech vyvezených produktů, u dovozů bezkonkurenčním lídrem je Čína, jejich podíl na celku dosahuje 70 %.

¹⁴ Meziroční růst počtu vyvezených osobních automobilů sice výrazně stoupl, ovšem je stále kolem 89 % úrovně roku 2019. Pro srovnání v případě Česka vývoz dosáhl 97,8 % předcovidové úrovně.

¹⁵ Podíl Německa v předcovidových letech dosahoval zhruba 25 %. Zároveň důležitost tohoto exportního trhu stoupala v krizových letech 2009 a 2020.

Graf 14: Komparativní výhody mají především české stroje a dopravní prostředky

(vodorovná osa – hodnota RCA v roce 2022, svislá osa – meziroční změna vývozu v roce 2023, v %)

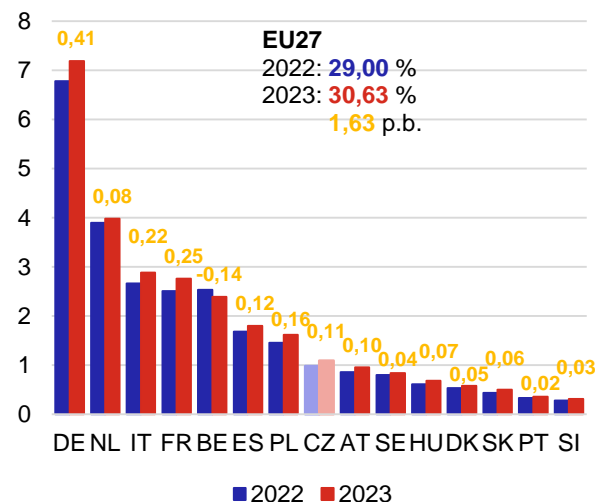


Zdroj: Unctad, ČSÚ, výpočet ČNB

Pozn.: Velikost bubliny je úměrná hodnotě vývozu ČR v roce 2023. Zboží je definováno na úrovni 3-místné klasifikace SITC. Počet položek v dané skupině je v legendě v závorkách. Graf znázorňuje pouze položky, u kterých je komparativní výhoda ČR RCA ≥ 1.

Graf 15: Podíl ČR na celosvětovém trhu meziročně mírně narostl

(podíl vybraných zemí EU na celosvětových vývozech, v % a změna tohoto podílu v p.b.)



Zdroj: IMF-DOTS, výpočet ČNB

Pozn.: V grafu jsou znázorněny země EU nejrelevantnější z hlediska srovnání s ČR. Prvních devět zemí znázorněných v grafu (zleva doprava) jsou zároveň první v celé EU27. Změna oproti roku 2022 je v popisku nad sloupci.

U značné části exportovaného zboží má ČR komparativní výhody, jinak řečeno je konkurenceschopná v celosvětovém měřítku.¹⁶ Dominující skupinou jsou stroje a dopravní prostředky (graf 14). Vedle automobilů a jejich dílů má ČR komparativní výhody u vývozu elektronických zařízení, elektrických baterií nebo prostředků k rozvodu elektrické energie. Druhou nejpočetnější skupinou jsou polotovary a materiály, zde ovšem vyvezené množství v jednotlivých skupinách je poměrně malé s výjimkou výrobků ze základních kovů. U průmyslového a spotřebního zboží největší komparativní výhodu mají vývozy nábytku a nábytkových dílů. Meziroční dynamika zboží, u něhož má ČR komparativní výhody, byla podobná meziročnímu růstu celkových exportů ČR, zároveň ale byly patrné značné odchylky od průměru v dynamice jednotlivých položek (nejviditelněji například klesaly příjmy z vývozu elektřiny).

V souhrnu dosáhl v roce 2023 podíl ČR na světovém vývozním trhu takřka rekordní hodnoty¹⁷ ve výši 1,09 %, s výrazným meziročním nárůstem o 0,11 p.b. (graf 15). Za tímto nárůstem stojí jednak setrvalý trend, kdy české exporty zboží dlouhodobě získávají stále vyšší podíly na světovém exportním trhu (v průměru za posledních 10 let činil tento nárůst 0,02 p.b. ročně)¹⁸, jednak se v něm projevuje odeznění nepříznivých šoků, které srazily v roce 2022 podíl českých vývozu na světovém trhu do nezvykle

¹⁶ K výpočtu byl použit ukazatel projevových komparativních výhod, anglicky Revealed Comparative Advantage (RCA), publikovaný Unctad. Jeho výpočet je následující. Země A má komparativní výhodu v obchodu se zbožím i, pokud poměr exportu zboží i země A k jejímu celkovému exportu je stejný nebo větší než poměr celosvětového exportu zboží i k celkovému celosvětovému exportu. RCA byl spočítán na základě exportních dat v klasifikaci SITC na úrovni 3místních kódů. V tomto členění v roce 2022 (poslední dostupný rok) ČR vyvezla 260 položek zboží, z toho v 96 z nich měla komparativní výhodu, což představuje 37 % všech exportovaných skupin v této agregaci, nebo 57 % k celkovému exportu zboží ČR v korunovém vyjádření.

¹⁷ Rekordní hodnoty (1,1 %) bylo dosaženo v prvním pandemickém roce 2020, který ovšem z důvodu hlubokých poklesů objemů zahraničního obchodu není reprezentativní. Výpočty jsou provedené na základě dat IMF-DOTS.

¹⁸ V předchozím období byl tento průměrný nárůst ještě vyšší, např. od roku 1993 do začátku globální finanční krize činil průměrně 0,04 p.b. za rok.

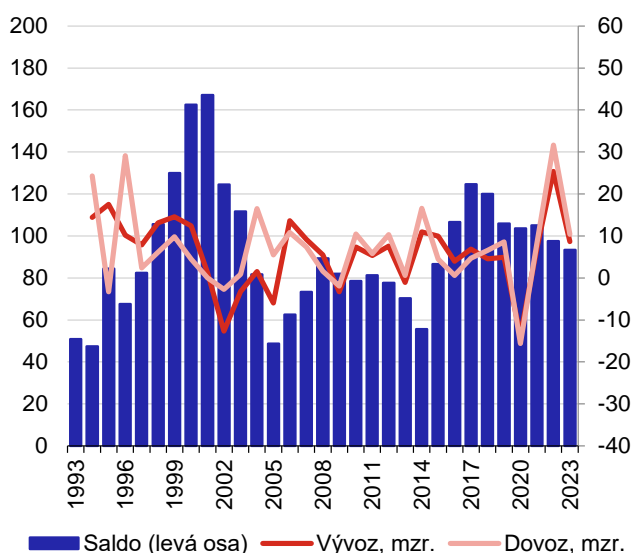
nízké hodnoty. K meziročnímu nárůstu podílu na světových exportech v roce 2023 došlo ve všech zemích EU s výjimkou Belgie.¹⁹

II.2 SLUŽBY

Na rozdíl od bilance zboží zůstala bilance služeb přibližně na úrovni předchozího roku. Již delší dobu čisté vývozy služeb vykazují mírně klesající trend, i přesto významně přispívají k českému HDP. V roce 2023 hodnota bilance služeb činila 93,4 mld. Kč (1,3 % HDP). Ke stabilitě salda přispělo obdobné tempo růstu vývozu i dovozu (graf 16). Po dramatických výkyvech obrátů mezi lety 2020 a 2022, způsobených pandemií covid-19, byla dynamika příjmů i výdajů služeb mírně nad dlouhodobým průměrem. Největší přebytek byl zaznamenán u salda služeb v oblasti výpočetní techniky (57,6 mld. Kč) a výrobních služeb (52,5 mld. Kč), zatímco největšího schodku dosáhly pojišťovací služby (29,8 mld. Kč) kvůli dočasnému zvýšení výdajů na pomocné služby při připojištění.

Graf 16: V posledních letech se saldo služeb mírně snížilo, stále ale významně přispívá k HDP

(vývoj zahraničního obchodu se službami 1993-2023, v mld. Kč a v %)



Zdroj: CNB

Graf 17: Obchodu se službami dominují doprava, turismus, telekom/IT a poradenství

(obraty služeb v roce 2023, podíly na celku)



Zdroj: CNB

Doprava a cestovní ruch jsou největší položky ve struktuře obrátů, zároveň k celkovému saldu služeb přispívají jen málo (graf 17). Na dopravu připadá necelá čtvrtina všech příjmů a výdajů služeb, přičemž polovinu toho činí nákladní silniční doprava. V souvislosti s poklesem cen pohonných hmot a cen kontejnerové a potrubní dopravy došlo i k poklesu obrátů dopravních služeb, přičemž dovozy klesaly více než vývozy, což vedlo k meziročnímu nárůstu salda této položky.

Saldo cestovního ruchu se naopak meziročně snížilo. Příjmy a výdaje, jak u soukromých tak u pracovních cest překročily předpandemickou úroveň.²⁰ Počet nerezidentů v českých hromadných ubytovacích zařízeních stoupl meziročně o 30 %, avšak ještě zaostává za rokem 2019. Naproti tomu počet zahraničních cest českých rezidentů stoupl jak meziročně, tak ve srovnání s rokem 2019. Zotavení příjezdové a výjezdové turistiky také potvrzuje počet recenzí o ubytování a stravování umístěných na

¹⁹ Podíl na světovém vývozním trhu sleduje i nově vzniklý [Scoreboard ČNB](#), poprvé publikovaný ve Zprávě o měnové politice Jaro 2024.

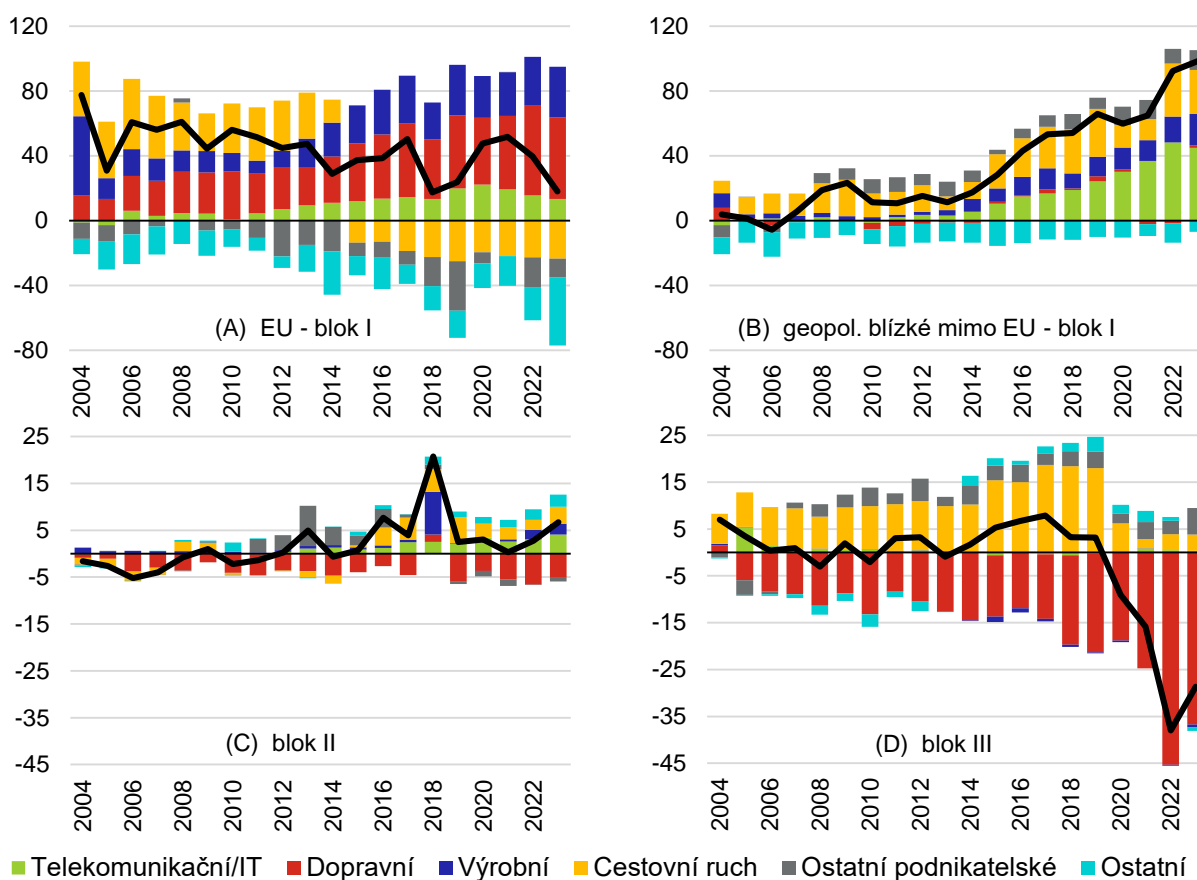
²⁰ V důsledku zpřesnění metodologie ČSÚ zohledňování pracujících cizinců, které nepotřebují pracovní povolení (například občané EU a částečně také cizinci s vízem dočasné ochrany), nejsou údaje za pracovní cesty do roku 2022 plně srovnatelné.

webu.²¹ Meziročně celkové příjmy cestovního ruchu vzrostly o 35 %, zatímco výdaje rostly 48% tempem. Ve výsledku došlo k výraznému meziročnímu poklesu přebytku a cestovní ruch přispíval k celkovému saldu jen nepatrně.

Příznivě na cestovní ruch působilo i zotavení letecké dopravy. Narostl počet leteckých spojů. Došlo k obnovení letů do Jižní Koreje a na Tchaj-wan, otevření nových přímých charterů do Thajska, Dominikánské republiky, či na Srí Lanku a také nových linek v rámci Evropy. V roce 2023 přeprava cestujících přes Letiště Praha meziročně vzrostla o 29 % a dosáhla 13,8 mil. osob. Přesto stále výrazně zaostává za rekordním rokem 2019 (-22 %).

Graf 18: Ve struktuře obchodu se službami se projevují tendence k upřednostňování přátel

(saldo obchodu se službami podle odvětví a s nejvýznamnějšími partnery z hlediska absolutní výše salda, v mld. Kč)



Zdroj.: ČNB, výpočty ČNB

Z teritoriálního hlediska jsou vývozy služeb koncentrovány do zemí EU a zemí s podobnými geopolitickými postoji.²² Podíl vývozu služeb do této skupiny zemí dosáhl v roce 2023 téměř 95 % (graf 19). Jedná se o nárůst v čase, když před 10 lety tento podíl činil cca 90 %, přičemž došlo k mírnému

²¹ Výpočty ČNB. Detaily viz Babecká Kucharčuková O., Brůha J. a P. Štěrba (2023): Nowcastování cestovního ruchu pomocí metod text miningu, Zpráva o vývoji platební bilance 2022, s. 39 – 46.

²² Upřednostňování přátel (tzv. friendshoring) je tendence koncentrovat obchod se zeměmi, které mají podobné geopolitické postoje. Na základě archetypální analýzy aplikované na hlasování na Valném shromáždění OSN Babecká Kucharčuková a Brůha (GEV 11/2023) rozdělí země světa do tří skupin. První skupinu (blok I) tvoří země, které mají obdobné geopolitické postoje jako ČR. Do této skupiny patří všechny země EU, většina ostatních vyspělých ekonomik (USA, Spojené Království, Japonsko, Jižní Korea, Tchaj-wan, Izrael) a země aspirující na vstup do EU (zejména země západního Balkánu). Do druhé skupiny zemí (blok II) patří většina rozvojových zemí, zatímco třetí skupina (blok III) je tvořena několika zeměmi geopoliticky Česku vzdálenými, kterými jsou Čína, Rusko a Venezuela. Za ostatní země z této skupiny nejsou data o obchodu se službami. Použité členění zemí zhruba odpovídá výsledkům obdobných analýz založených na jiných statistických datech.

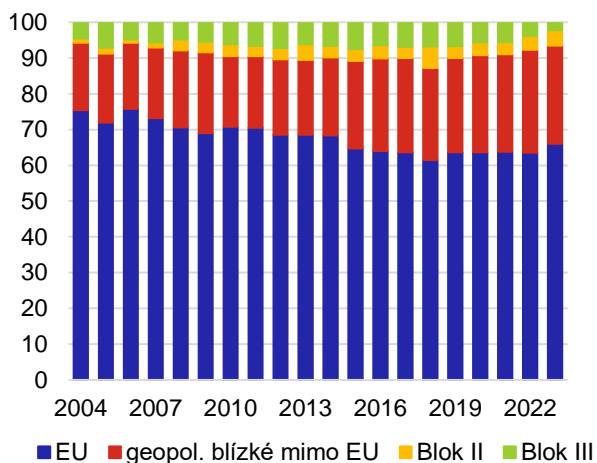
poklesu podílu vývozu služeb do EU a nárůstu podílu vývozu do ostatních zemí v geopoliticky blízkém bloku (blok I). Podíl vývozu do bloku geopoliticky neutrálních zemí (blok II) je dlouhodobě zhruba stabilní a pohybuje se mezi 3 až 4,5 %. Naopak podíl vývozu do geopoliticky vzdáleného bloku (blok III) trendově klesá a minulý rok dosáhl 2,2 %, což představuje pokles o cca 4 p. b. oproti situaci před 10 lety. U vývozu služeb jsou tak tendence k upřednostňování přátel znatelné.²³

Podíl dovozů služeb ze zemí s podobnými geopolitickými postoji v roce 2023 dosáhl své rekordní úrovně, když přesáhnul 90 %. Naopak v letech 2021 až 2022 byl tento podíl neobvykle nízký, zhruba 86 %, naopak podíl dovozů služeb z bloku III narostl (graf 20). Za tímto nárůstem stály dominantně dovozy dopravních služeb, což odráželo nárůst cen pohonných hmot ve výše uvedených letech. Pokud bychom abstrahovali od těchto cenových vlivů, podíly dovozy služeb ze zemí bloku III pomalu klesají. Podobně jako u vývozu, je podíl dovozů služeb z bloku II v čase stabilní a osciluje kolem 4 %. I v dovozech služeb jsou tak přítomny tendence k upřednostňování přátel, ty jsou však slabší a mohou být překryty dočasnými cenovými efekty.

Mimo samotných podílů se saldo obchodu se službami i svojí strukturou v rámci jednotlivých bloků liší (graf 18). S zeměmi EU a s neutrálním blokem II si ČR uchovává mírně kladnou bilanci. Výrazněji kladná a navíc v čase rostoucí je bilance s geopoliticky blízkými státy mimo EU, která v roce 2023 dosáhla 98 mld. Kč. Přispívají k ní nejvíce telekomunikační služby a cestovní ruch²⁴. Zajímavou dynamiku v čase vykázal obchod s blokem III. V předpandemickém období bylo saldo obchodu se službami s tímto blokem kladné, kdy cestovní ruch kompenzoval negativní saldo dopravních služeb. Během pandemie a i v následujících letech však příjmy z cestovního ruchu s tímto blokem znatelně poklesly²⁵, kdežto výdaje na dopravní služby – související s vysokými cenami paliv – zůstaly vysoké. Celková bilance obchodu se službami s blokem III je tak záporná a v roce 2023 dosáhla -29 mld. Kč.

Graf 19: Nejvíce služeb směřuje do zemí EU, přičemž podíl geopoliticky blízkých zemí roste

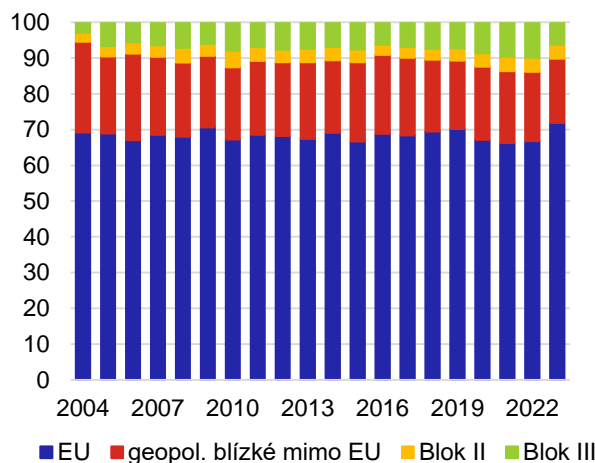
(vývoz služeb, podíly v %)



Zdroj: ČNB, výpočty ČNB

Graf 20: Podíl dovozů z geopoliticky vzdálených zemí dosáhl maxima v 2021-2022

(dovoz služeb, podíly v %)



Zdroj: ČNB, výpočty ČNB

²³ Přestože částečně se může jednat o změnu podílů jednotlivých odvětví na celkové struktuře zahraničního obchodu, tendence k upřednostňování přátel zůstává i přes tento efekt zřejmá, například ji lze pozorovat i u výrobních služeb nebo ostatních skupin služeb.

²⁴ V roce 2022 bilanci cestovního ruchu jednorázově ovlivnila spotřeba držitelů víz dočasné ochrany (dominantně ukrajinských občanů). V roce 2023 jejich spotřeba už byla zahrnuta do cestovního ruchu jen částečně.

²⁵ Přijezd asijských turistů (v bloku III z Číny) byl znesnadněn zrušením dálkových letů během pandemie. Po ruské invazi na Ukrajinu v únoru 2022 přijala ČR řadu omezení, které umožňují udělení víz ruských a běloruským občanům jen v humanitárních případech.

III. DALŠÍ REÁLNÉ TOKY

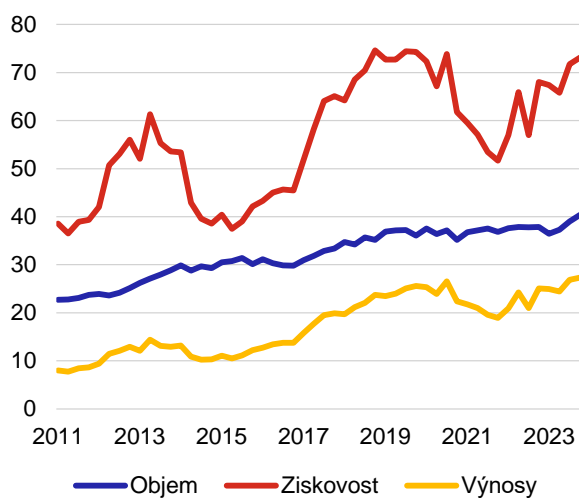
Čisté výnosy z investic a příjmy z EU přispěly k návratu české ekonomiky k přebytkové vnější bilanci v roce 2023.²⁶ Schodková bilance výnosů z investic²⁷ se meziročně zmírnila. Zatímco totiž čisté výnosy nerezidentů z přímých investic v ČR meziročně stagnovaly (a vůči HDP poklesly), výnosy ČNB z rezervních aktiv významně vzrostly. Meziroční navýšení zaznamenaly i příjmy z EU, a to díky splnění podmínek pro vyplacení dalších tranší z Evropského plánu obnovy (NGEU) a plnému náběhu příjmů z Modernizačního fondu EU.

III.1 VÝNOSY Z INVESTIC

Bilance výnosů z investic zaznamenala v poměru k HDP nejmírnější schodek za 15 let (-4,5 %), k čemuž přispěl jeden dlouhodobý a několik dočasných faktorů. Dlouhodobý trend vychází z přibližování objemu přímých investic (PZI) tuzemských investorů v zahraničí k objemu PZI v ČR. Zatímco v roce 2009 bylo v ČR pětikrát více přímých investic než tuzemských PZI v zahraničí, v roce 2023 už jich bylo jen dva a půlkrát více. Ještě rychleji se k sobě přibližují i průměrná ziskovost příchozích a odchozích investic (graf 21).²⁸ Konvergence objemů i jednotkových výnosů pozvolna umazává rozdíl v hodnotě důchodů z přímých investic plynoucích do ČR a ven. Uvedený rozdíl sice zůstává značný – příchozí důchody v roce 2023 představovaly 27 % těch odchozích – ale ještě v roce 2012 to bylo jen 9 %.

Graf 21: Poměr výnosů z odchozích a příchozích PZI se od roku 2012 ztrojnásobil

(indikátory PZI v zahraničí v poměru k indikátorům PZI v ČR, v %)

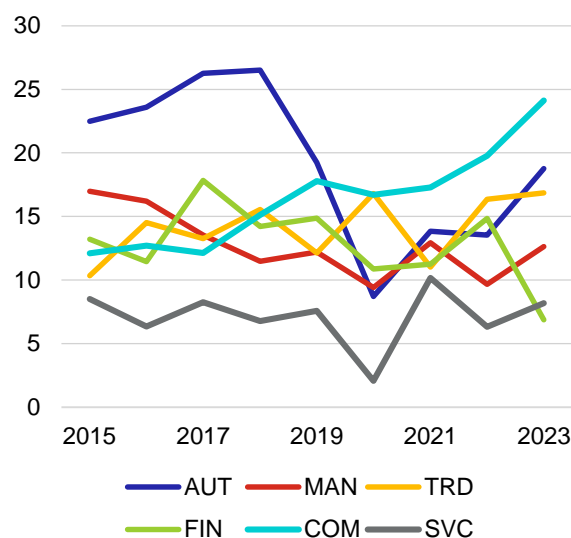


Pozn. Objem je stav PZI, ziskovost je podíl důchodů z PZI na stavu PZI v předcházejícím roce, výnosy jsou důchody z PZI. Křivky poměrů ziskovosti a výnosů jsou kvůli vyšší volilitě vyjádřeny jako 2letý klouzavý průměr.

Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

Graf 22: Výnosnost PZI v ČR rostla v autoprůmyslu a IT/telekomunikaci

(poměr inv. výnosu k objemu PZI v ČR v předcházejícím roce, v %)



Pozn. AUT = výroba motorových vozidel, MAN = ostatní zpracovatelský průmysl, TRD = velkoobchod, maloobchod, FIN = finanční a pojišťovací činnosti, COM = informační a komunikační činnosti, SVC = ostatní služby

Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

²⁶ Mezi dílčí salda běžného a kapitálového účtu, popisovaná v této kapitole, patří přeshraniční platby za kapitál a práci (prvotní důchody), jednostranné převody bez protihodnoty (druhotné důchody) a transakce jiné povahy (kapitálový účet).

²⁷ Přesněji se toto dílčí saldo ve statistice platební bilance nazývá důchody z investic, protože nezahrnuje investiční výnosy plynoucí z přecenění aktiv a pasiv (ty jsou patrné jen v zahraniční investiční pozici, platební bilance zachytává pouze toky).

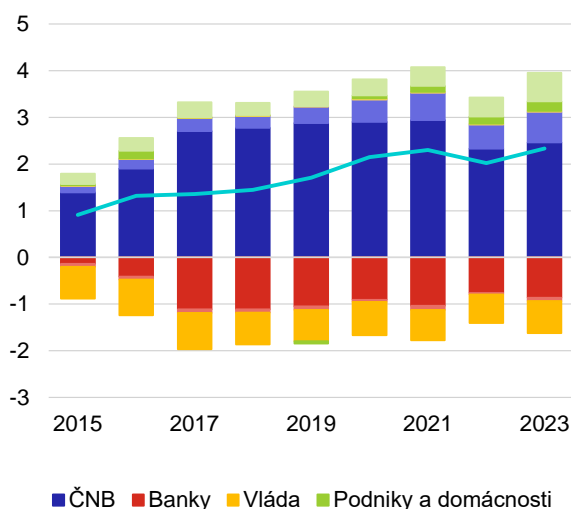
²⁸ Přibližování průměrné ziskovosti přímých investic v ČR a zahraničí odráží reálnou konvergenci ČR, jejímž průvodním znakem je i konvergence v mezním produktu (a tedy nákladech) kapitálu. Může ovšem souviset s odlišnou fází příchozích a odchozích investic v rámci tzv. životního cyklu PZI. Vývoji zisků během celého cyklu se věnuje tematický článek v kapitole VI-2.

Dočasně k mírnějšímu schodku výnosů z přímých investic přispěl i značný meziroční pokles výnosů z tuzemských finančních podniků (o 1,2 % HDP). Za nižšími zisky bank, které rozhodujícím dílem náleží zahraničním vlastníkům, stál v roce 2023 zejména pokles úrokových marží (tj. rozpětí mezi sazbami na úvěry a vklady). Mohly k němu ale přispět i různé formy daňové optimalizace, reagující na daň z mimořádných zisků. Meziroční srovnání investičních výnosů bank bylo navíc ovlivněno vysokými výplatami dividend v roce 2022 ze zisků zadržovaných během covidových let. Ziskovost většiny ostatních sektorů naopak rostla, takže celkové výnosy z přímých investic v ČR se meziročně snížily pouze o 0,7 % HDP. Nejviditelněji se v posledních letech navyšuje rentabilita investovaného zahraničního kapitálu v oblasti informačních a telekomunikačních činností (graf 22).

Druhým dočasným faktorem, který zmírňoval schodek výnosů z investic, byl růst zahraničních úrokových sazeb. Po vyloučení přímých investic je investiční pozice ČR vůči zahraničí významně kladná („věřitelská“), obzvláště díky rozsáhlým devizovým rezervám centrální banky (graf 23). Čistým věřitelem (po vyloučení PZI) je také sektor podniků a domácností, naopak banky a stát jsou čistými dlužníky. Jelikož většina zahraničních aktiv ČR je cizoměnová a má dluhovou povahu, příjmy z portfoliových investic, ostatních investic a rezervních aktiv reagují na výši zahraničních úrokových sazeb. Naopak většina zahraničních pasiv je korunová (včetně většiny státních dluhopisů držných nerezidenty), tedy výdaje portfoliových a ostatních investic více reagují na domácí sazby. V roce 2023 korunové sazby již nerostly, zatímco cizoměnové ano. Čistá věřitelská pozice ČR a klesající úrokový diferenciál společně navýšily čisté důchody z jiných než přímých investic meziročně o bezmála 0,5 % HDP (graf 24).

Graf 23: Při vyloučení PZI je investiční pozice ČR významně věřitelská

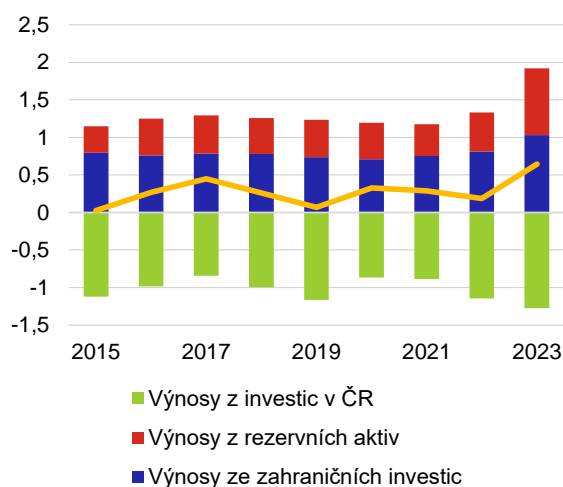
(skladba čisté investiční pozice ČR vůči zahraničí bez PZI, sytá barva označuje dluhové instrumenty, bílá ostatní, v bil. Kč)



Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

Graf 24: Výnosy z jiných než přímých investic tlumily celkový schodek výnosů z investic

(důchody z portfoliových investic, ostatních investic a rezervních aktiv, v % HDP)



Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

III.2 PŘESHraniční PRÁCE

Mzdy přeshraničních pracovníků loni působily na vnější pozici ČR neutrálně. Zatímco do roku 2022 čisté příjmy z přeshraniční, krátkodobé a sezonní práce mírně navyšovaly saldo běžného účtu, vlivem zahrnutí výdajů na mzdy ukrajinských uprchlíků v ČR (resp. držitelů víza dočasné ochrany) přešlo uvedené saldo do schodku v roce 2022. Zmínění cizinci byli z pohledu statistik v roce 2023 považováni už za rezidenty. Navzdory růstu jejich zaměstnanosti a mezd tak v roce 2023 nepůsobili na hlubší schodek příjmů z přeshraniční práce.

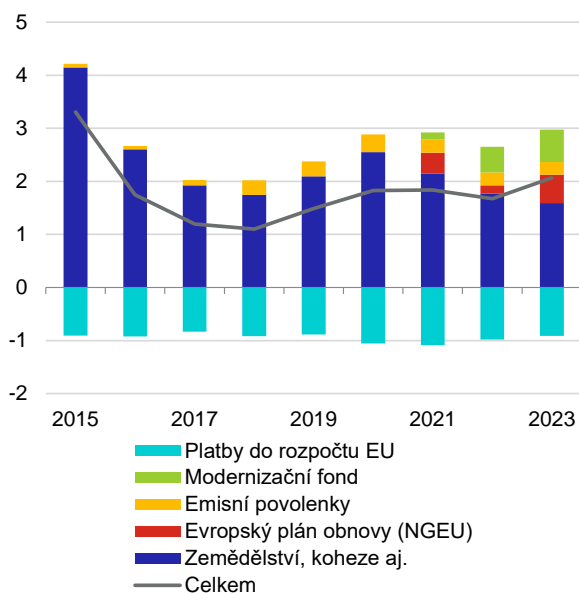
V Česku dlouhodobě žije nebo krátkodobě pracuje zhruba dvakrát více cizinců, než kolik Čechů žije či pracuje v zahraničí. Remitence plynoucí do Česka i ven jsou ale srovnatelné.²⁹ Ukrajinci váleční uprchlíci v roce 2022 prudce navýšili celkový počet pracujících cizinců v ČR na téměř milion osob (graf 26). Naopak počet Čechů, kteří dlouhodobě žijí v zahraničí nebo tam jezdí za prací (včetně pendlerů) se již pět let významněji nemění a kolísá kolem půl milionu. Remitence, které přeshraniční pracovníci a dlouhodobí migranti posílají zpět do země původu, jsou ovšem v obou směrech objemově podobné. Češi, žijící či pracující zejména v Německu, Rakousku a Velké Británii, poslali v roce 2022 do ČR 98 mld. Kč (1,4 % HDP), zatímco cizinci žijící či pracující v ČR – převážně Ukrajinci, Slováci a Poláci – poslali z ČR do své vlasti 88 mld. Kč (1,3 % HDP).

III.3 FINANČNÍ VZTAHY S EVROPSKOU UNÍ

Čerpání „tradičních“ zdrojů z rozpočtu EU bylo vůči HDP nejnižší od roku 2008, ale díky novým zdrojům na modernizaci a dekarbonizaci skončily celkové čisté příjmy z EU druhé nejvyšší v historii (2,1 % HDP, graf 25). Zemědělské dotace, strukturální fondy, kohezní dotace a ostatní tradiční příjmy z rozpočtu EU třetí rok v řadě poklesly na loňských 1,6 % HDP, zatímco platby do rozpočtu EU jsou dlouhodobě stabilní kolem 1 % HDP. K příjmům se ovšem v uplynulých letech přidaly nové nástroje, zejména prostředky z Evropského plánu obnovy (NGEU)³⁰, ale také příjmy spojené s Evropským systémem obchodování s emisními povolenkami (EU ETS). Příjmy z prodeje emisních povolenek – ať už přímo do státního rozpočtu nebo skrze Modernizační fond EU – nejsou formálně součástí rozpočtu EU a Ministerstvo financí ČR je nepočítá do tzv. „čisté pozice vůči rozpočtu EU“. Představují ale reálné finanční toky, které Česko má určeno pro využití na zelenou transformaci své ekonomiky.

Graf 25: Klesající kohezní příjmy jsou více než kompenzovány novými zdroji z EU

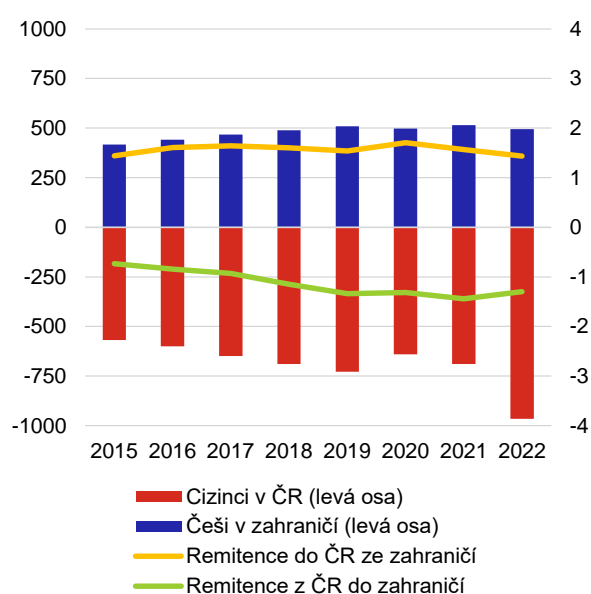
(vybrané finanční toky mezi vládními institucemi ČR a EU, % HDP)



Zdroj: MFČR, ČNB, Evropská komise, ČSÚ, výpočet ČNB

Graf 26: Cizinců v ČR žije či pracuje více než Čechů v zahraničí, remitence jsou ale vyrovnané

(počet osob v tis. a remitence v % HDP)



Zdroj: ČSÚ, výpočet ČNB

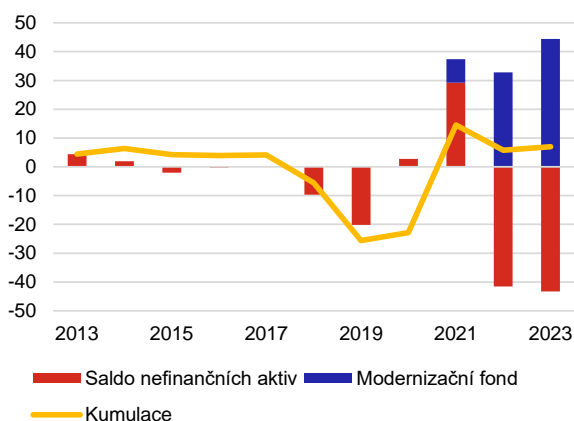
²⁹ Vlivem výrazně vyšších průměrných mezd dosahovaných českými pracovníky v zahraničí než zahraničními pracovníky v tuzemsku. Využíváme zde definici remitencí z národních účtů, která je (v případě těch příchozích) součtem náhrad zaměstnancům občanů ČR pracujících v zahraničí s trvalým pobytem v ČR a osobními transfery českých nerezidentských domácností v zahraničí (tedy prostředky, které dlouhodobí migranti posílají zpět do ČR).

³⁰ Více detailů ke NGEU a dalším evropským finančním nástrojům z doby pandemie covidu-19 naleznete ve Zprávách o vývoji platební bilance z let 2020 a 2021 a v Globálním ekonomickém výhledu z prosince 2021.

Systém emisních povolenek jako celek ovšem vnější bilanci ČR zatím významněji neovlivnil. Příjmy českých vládních institucí z prodeje povolenek byly v uplynulých letech v průměru téměř kompenzovány čistými nákupy povolenek tuzemskými energetickými a průmyslovými podniky (graf 27).³¹ Podobnost obou toků není náhodná, protože podíly jednotlivých zemí na výnosech z aukcí povolenek jsou z významné části určované jejich emisemi.³² Dopad celého systému na saldo ČR vůči zahraničí je složitý a jen obtížně měřitelný. Nejpresnější dostupný statistický odhad ukazuje, že za uplynulých 10 let byl vliv emisních povolenek kumulovaně zhruba vyrovnaný.

Graf 27: Evropský systém emisních povolenek působí zhruba neutrálně na vnější pozici ČR

(transakce spojené s EU ETS v mld. Kč)



Pozn. Saldo nefinančních aktiv zahrnuje i jiné transakce, ale ty s emisními povolenkami mají dominantní vliv. Příjmy státního rozpočtu z prodeje povolenek i platby emitujících firem jsou již v tomto saldu zahrnuty, stejně jako obchody na sekundárním trhu.

Zdroj: ČNB, Evropská komise, výpočet ČNB

³¹ Oba toky jsou evidovány v rámci kapitálového účtu platební bilance. Čisté nákupy povolenek podniky i příjmy vlády z aukcí ovlivňují saldo tzv. „nevyráběných nefinančních aktiv“. Nepřímé příjmy vládních institucí skrze Modernizační fond jsou zaznamenávány ve stejné položce jako investiční dotace z rozpočtu EU („kapitálové transfery“).

³² Celkový dopad povolenek na platební bilanci ČR navíc ovlivňují i obchody na sekundárních trzích, zisky a ztráty z vývoje cen držených povolenek a derivátové obchody od povolenek odvozené.

IV. KAPITÁLOVÉ TOKY

Vnější přebytek české ekonomiky v roce 2023 se otiskl v čistém nárůstu zahraničních aktiv. Po dvou letech trvající vnější nerovnováhy (2021 až 2022), kterou financoval příliv zahraničního kapitálu (tj. nárůst zahraničního zadlužení ČR) a prodej devizových rezerv, přinesl loňský rok návrat k čistému odlivu kapitálu z ČR ve výši 143,9 mld. Kč (2 % HDP).

Zaznamenaný odliv kapitálu z tuzemska se projevil zejména splácením zahraničních úvěrů vládních institucí a růstem rezervních aktiv ČNB. Zájem domácích subjektů o dluhové a majetkové investice v zahraničí se vedle toho projevil v růstu čistých zahraničních aktiv podniků a domácností. Naopak tuzemské banky své čisté zahraniční zadlužení prohloubily, a to zejména přijetím cizoměnových vkladů od nerezidentů. Celkový odliv kapitálu z ČR byl dále zmírněn čistým přílivem přímých zahraničních investic, které v České republice dlouhodobě převyšují objem kapitálu směřujícího do zahraničí.

IV.1 PŘÍMÉ INVESTICE

Čistý příliv přímých zahraničních investic do ČR v roce 2023 meziročně poklesl na 16,3 mld. Kč (0,2 % HDP). Příchozí přímé zahraniční investice do ČR dlouhodobě převyšují odchozí přímé investice do zahraničí³³, což souvisí zejména s reinvestovanými zisky z výrazně většího stavu přímých investic v ČR než tuzemských přímých investic v zahraničí.

Meziroční nárůst odchozích investic do zahraničí potvrzuje dlouhodobý trend růstu finanční síly tuzemských investorů. Ta se odráží v rostoucích objemech zahraničních akvizic uskutečňovaných domácími investory. Uvedený trend bude i v budoucnu snižovat čistý příliv přímých investic do ČR. Za meziročně vyšším odlivem přímých investic stojí obzvláště rekordní investice domácích subjektů do základního kapitálu zahraničních firem ve výši 70,6 mld. Kč (1 % HDP), z nichž téměř dvě pětiny směřovaly do odvětví velkoobchodu a maloobchodu. Další významné investice byly uskutečněné v oblasti nemovitostí a profesních, vědeckých a technických služeb.

Příchozí přímé investice do ČR naopak meziročně klesly, a to navzdory vyšším odhadovaným reinvestovaným ziskům, které v posledním čtvrtletí dosáhly historického maxima. Po očištění o odhadovanou hodnotu reinvestovaných zisků, které nepředstavují skutečné přeshraniční kapitálové toky, byl patrný velmi mírný čistý odliv zahraničního kapitálu z ČR a to jak v podobě dluhového kapitálu, tak v rámci majetkových podílů. Nadále je tak patrná absence nových významnějších investic na českém trhu.

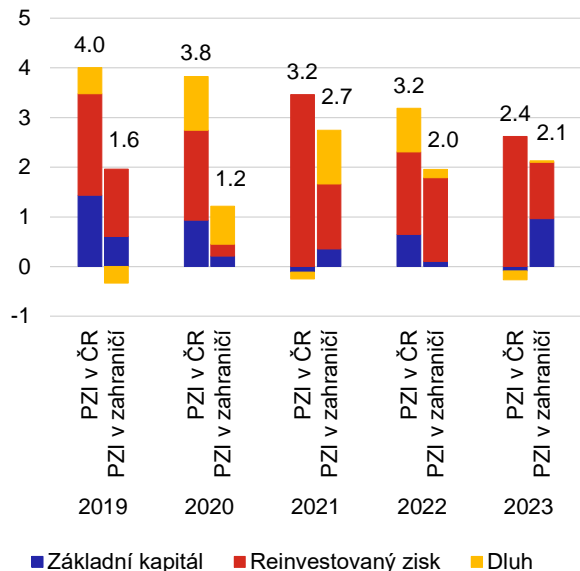
IV.2 PORTFOLIOVÉ A OSTATNÍ INVESTICE

České domácnosti a podniky nakoupily 50,9 mld. Kč (0,7 % HDP) podílů a účastí v zahraničních firmách. Historický trend rostoucích majetkových investic ze strany rezidentů je ovlivněn velmi omezeným tuzemským akciovým trhem, neuspokojujícím zvyšující se poptávku po majetkových investicích. Atraktivitu těchto investic v roce 2023 dále navýšilo očekávání budoucího snižování úrokových sazeb, projevující se ve vyšších nákupech majetkových investic ze strany rezidentů. Přes omezenou nabídku vzrostly i majetkové investice nerezidentů v českých firmách. Objem dlouhodobých dluhopisů emitovaných českými podniky v držení zahraničních investorů stoupl o 23,4 mld. Kč a překonal tak rostoucí zájem českých domácností a firem o zahraniční dluhové cenné papíry.

³³ Výjimku představují roky 2013 a 2015, kdy čistý odliv tuzemského dluhového kapitálu do zahraničí převýšil čistý příliv reinvestovaných zisků.

Graf 28: Nové investice rezidentů v zahraničí přispěly k poklesu čistého přílivu PZI

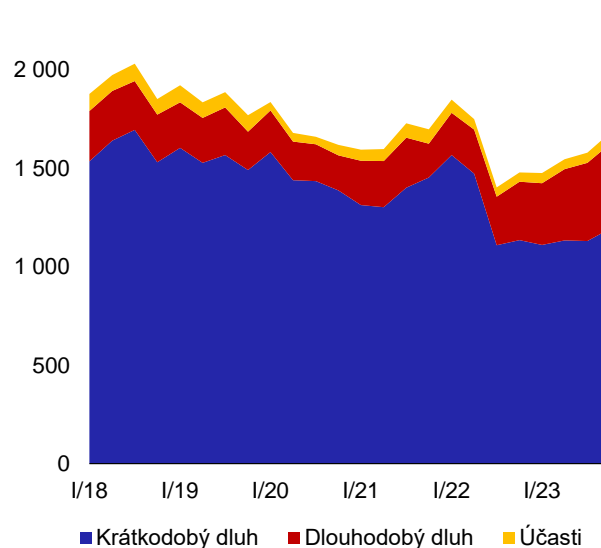
(struktura přímých investic, v % HDP ČR)



Zdroj: ČNB, ČSÚ, výpočet ČNB

Graf 29: Průměrná doba splatnosti zahraničních závazků bank se prodlužuje

(pasiva bankovního sektoru vůči zahraničí, v mld. Kč)



Zdroj: ČNB

Sektor vládních institucí zmírnil své čisté zadlužení vůči nerezidentům o 55,6 mld. Kč (0,8 % HDP).

Meziroční snížení zahraničního zadlužení vlády bylo zapříčiněno především splacením krátkodobých půjček nabytých v předchozím roce.³⁴ Naopak ve směru vyššího zahraničního zadlužení působily nákupy českých vládních dluhopisů nerezidenty a načerpání tranše dlouhodobého úvěru poskytnutého Evropskou investiční bankou za účelem modernizace tuzemských železnic. Přestože došlo k čistému splacení, hodnota zahraničního dluhu vládních institucí vzrostla, jelikož je mimo toky ovlivňována také tržním přečeňováním. Celkově tak zahraniční zadlužení vládních institucí (v tržním ocenění) vzrostlo na 673,5 mld. Kč (meziročně z 8 % HDP na 9,2 % HDP).

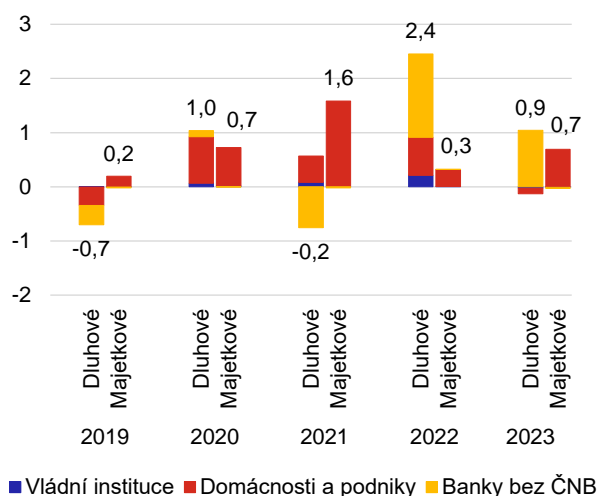
Čisté zahraniční zadlužení bank se prohloubilo o 95,9 mld. Kč (1,3 % HDP).

Současný růst zahraničních pohledávek i závazků českých bank vůči nerezidentům byl doprovázen změnou struktury přeshraničních toků. Namísto krátkodobých dluhových finančních instrumentů vložili zahraniční investoři větší část svých prostředků do dlouhodobějších nástrojů (graf 29). Obdobně tuzemské banky meziročně navýšily objem peněžních prostředků držených v podobě dlouhodobých dluhopisů a vkladů v zahraničí o 52 % při poklesu jejich krátkodobých variant meziročně o 15 %. Změnila se i měnová struktura kapitálu, kdy docházelo k růstu podílu cizoměnových pohledávek a závazků českých bank, a to u finančních instrumentů jak s krátkým, tak delším investičním horizontem. Preference cizoměnových vkladů před korunovými a dlouhodobých instrumentů před krátkodobými může vedle regulačních požadavků odrážet očekávané změny domácí a zahraniční měnové politiky.

³⁴ Popis a účel uvedených krátkodobých úvěrů vlády z roku 2022 popisuje Zpráva o vývoji platební bilance 2022, s. 36.

Graf 30: České firmy a domácnosti obnovily nákupy podílů v zahraničních firmách

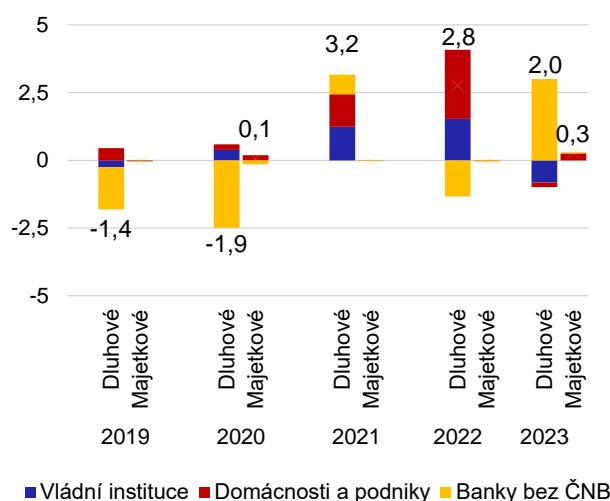
(vývoj aktiv portfoliových a ostatních investic podle sektorů v % HDP)



Zdroj: ČNB, ČSÚ, výpočet ČNB

Graf 31: Zatímco banky své zahraniční zadlužení navýšily, vládní instituce spíše splácely

(vývoj pasiv portfoliových a ostatních investic podle sektorů v % HDP)

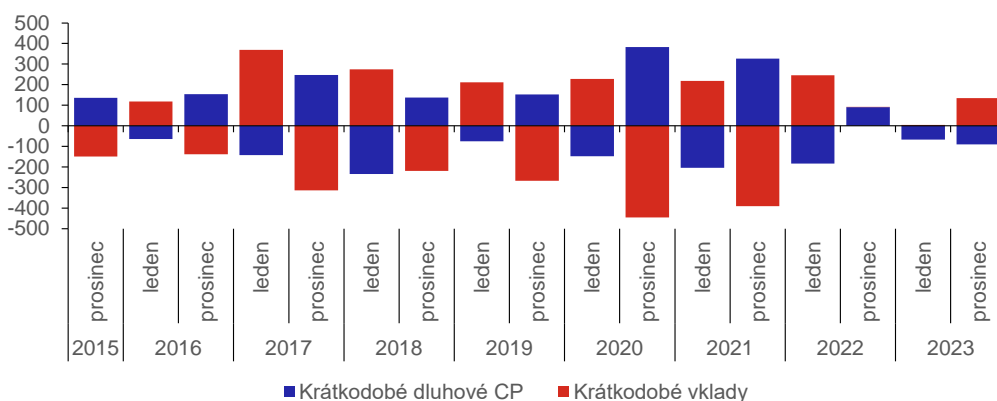


Zdroj: ČNB, ČSÚ, výpočet ČNB

Od zavedení povinných pravidelných příspěvků do Fondu pro řešení krize, zaměřeného na prevenci krizových situací ve finančním sektoru, lze pozorovat významné změny v chování českých bank.³⁵ Příspěvky do fondu jsou distribuovány na základě velikosti a rizikového profilu bank, měřeného vybranými ukazateli finančního zdraví.³⁶ Od počátku odvodů příspěvků se tak banky snaží o tzv. window dressing, tedy optimalizace svých bilancí ke konci roku, kdy se vyhodnocují zmíněné ukazatele. Tento jev je patrný i na finančním účtu platební bilance, kdy jsou krátkodobé vklady nerezidentů uložené v českých bankách dočasně převedeny na krátkodobé cenné papíry, které banky ke konci roku emitují. V roce 2023 došlo k úplnému naplnění fondu částkou přibližně 36,5 mld. Kč. Banky tím pozbyly motivaci k realizaci zmíněných optimalizačních transakcí, a tak prosincové toky již nereflaktovaly obvyklý vzorec pozorovaný v předchozích letech (graf 32).

Graf 32: Po naplnění rezolučního fondu nedošlo k prosincovým optimalizacím bank

(toky vybraných aktiv bankovního sektoru, v mld. Kč)



Zdroj: ČNB

³⁵ Mimo bank zde patří i jejich pobočky z jiných než členských zemí EU, družstevní záložny, stavební spořitelny a vybraní obchodníci s cennými papíry.

³⁶ Viz v ebové stránky Garančního systému finančního trhu dostupné na: <https://www.garancnisystem.cz/o-reseni-krize>

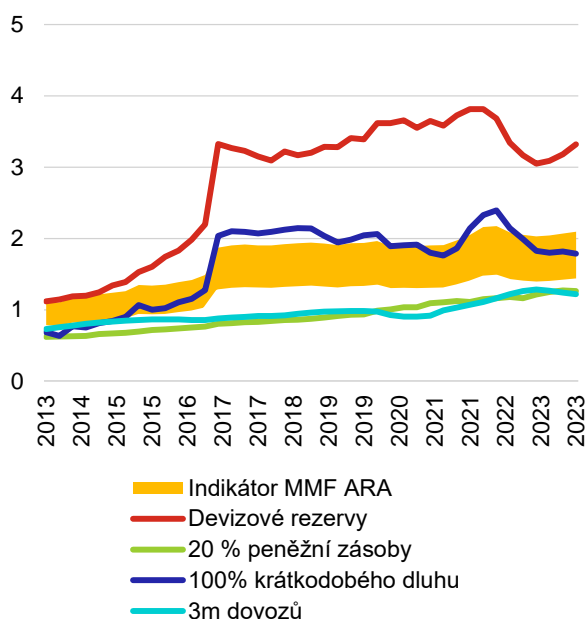
V. REZERVY ČNB

Po loňském poklesu rezerv v důsledku intervencí ČNB na devizovém trhu obnovily devizové rezervy v roce 2023 růstový trend a na konci roku dosáhly výše 3,32 bilionu Kč (45,2 % HDP) s meziročním přírůstkem 154 mld. Kč (2,1 % HDP). Hodnota čistých zahraničních aktiv ČNB³⁷ narostla ještě výrazněji o 274,4 mld. Kč (3,7 % HDP) na 3,18 bilionu Kč (42,5 % HDP). Česká republika tak nadále patří v celosvětovém měřítku k zemím s nejrozsáhlejšími devizovými rezervami v poměru k HDP. Výše rezerv rovněž výrazně převyšuje úroveň potřebnou k prevenci a řešení platebněbilančních krizí, mezi něž patří například prudký odliv zahraničního kapitálu či šok, například v podobě prudkého růstu cen klíčových surovin na světovém trhu (graf 33).

K růstu rezervních aktiv ČNB přispěl nejvýrazněji odkup čistých příjmů z EU. Centrální banka touto operací eliminuje dopad čistého čerpání prostředků z EU na kurz koruny (na základě předchozí dohody s vládou ČR). K růstu rezervních aktiv dále přispěly reinvestice výnosů z rezerv, od srpna 2023 ale většinu výnosů centrální banka odprodává na trhu, aby zpomalila růst své rozvahy.³⁸ Přírůstek čistých zahraničních aktiv ČNB ve výši 157,8 mld. Kč, vyplývající z velké části z uvedených operací, se však jen částečně promítnul ve stavu devizových rezerv, protože ČNB velkou část prostředků využila ke splacení svých krátkodobých závazků ve výši 133,2 mld. Kč. Ty vyplývají z dřívějších operací centrální banky spojených s hledáním ziskových příležitostí při správě devizových rezerv.

Graf 33: Rezervy již řadu let daleko přesahují úroveň potřebnou pro prevenci a řešení krizí

(rezervní aktiva ČNB a indikátory adekvátnosti, bil. Kč)

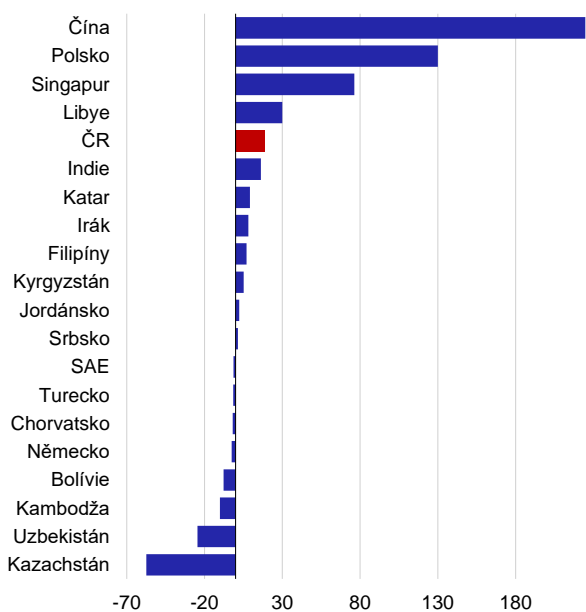


Pozn. Metrika MMF ARA je váženým průměrem vývozu, peněžní zásoby, krátkodobých a dlouhodobých závazků. Krátkodobý zahraniční dluh zde uvádíme podle původní splatnosti a bez vnitropodnikových půjček

Zdroj: ČNB, výpočet ČNB

Graf 34: ČR v roce 2023 zaujala 5. místo nejvyšších nákupů zlata

(nákupy a prodeje zlata centrálních bank vyšší než 1 t v roce 2023, v tunách)



Zdroj: Gold World Council

³⁷ která rezervy očišťují o zahraniční závazky centrální banky

³⁸ Výše odprodávaných výnosů od srpna 2023 zhruba odpovídala veškerým dosaženým výnosům v tomto období.

K růstu hodnoty devizových rezerv ČNB dále významně přispělo také tržní přecenění dluhopisového a akciového portfolia a zejména oslabení koruny vůči euru. Tržní vývoj měl za následek překlopení váženého průměrného korunového výnosu ze ztráty z roku 2022 ve výši - 7,95 % p.a. na výnos 8,65 % p.a.

ČNB v loňském roce také významně upravila skladbu devizových rezerv. Došlo jednak k odprodeji veškerých aktiv držených v čínských žen-min-pi z důvodu zvýšených geopolitických rizik a nižší ziskovosti. Paralelně ČNB zvýšila objem drženého zlata, jehož celkové množství stoupl na 30,7 tuny (graf 34) a podíl zlata na celkových devizových rezervách vzrostl z 0,4 % na konci roku 2022 na 1,6 %.³⁹ Nejvýznamnější položkou ve skladbě rezervních aktiv ČNB zůstávají cenné papíry, které tvoří téměř 80 % celkových rezerv.

³⁹ Viz Roční zpráva o výsledku hospodaření České národní banky za rok 2023 https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/rocni-zpravy-o-vysledku-hospodareni-cnb/.

VI. TÉMATICKÉ ANALÝZY

VI.1 EKONOMICKÁ ZRANITELNOST ČESKÉ REPUBLIKY VŮČI GEOPOLITICKY VZDÁLENÝM ZEMÍM⁴⁰

Rostoucí geopolitické napětí ve světě přispívá k ústupu globální ekonomické integrace. Proces, pro který se ujal termín „geoekonomická fragmentace“, se může projevovat rozličnými kanály – přesměrováním toků zahraničního obchodu se zbožím a službami, v pohybu kapitálu či migraci osob. V tomto článku se soustředíme na obchod se zbožím a ptáme se, jak moc je Česká republika geoekonomicky zranitelná, tedy do jaké míry může zemi uškodit další rozpojování obchodních vazeb vyvolané geopolitickými faktory. Zdůrazňujeme uchopení zranitelnosti napříč celým dodavatelsko-odběratelským řetězcem a identifikujeme 150 strategicky významných výrobků s vysokou závislostí Česka na geopoliticky vzdálených zemích. Patří mezi ně položky z oblasti bezpečnosti, zdraví, zelené tranzice a energetické soběstačnosti.

JAK IDENTIFIKOVAT DOVOZNÍ ZRANITELNOST?

Jedním z klíčových zdrojů ekonomické zranitelnosti je závislost na dovozu strategicky významných výrobků ze zemí, které nepatří mezi geopolitické spojence. Pro tento účel rozdělujeme svět na dvě skupiny zemí v závislosti na geopolitické vzdálenosti.⁴¹ V tomto scénáři se Evropská unie společně se Spojenými státy, Británií, Japonskem, Jižní Koreou, Kanadou, Austrálií a několika dalšími vyspělými státy⁴² řadí mezi země, které jsou Česku geopoliticky blízké (dohromady je můžeme nazývat „západní blok“), zatímco druhá skupina – geopoliticky vzdálenější od ČR – je tvořena zbylými státy, jejichž pohled na geopolitické otázky se odlišuje od prvního bloku, ale nezřídka i od sebe navzájem (sjednocený „geopolitický blok“ tedy nutně netvoří). Pro určení dovozní závislosti poté využíváme „bottom-up“ přístup,⁴³ kdy nejprve identifikujeme všechny dovážené produkty na vysoce desagregované úrovni, a následně odfiltrujeme objemově zanedbatelné položky.⁴⁴ Zbylé produkty poté třídíme podle tří indikátorů, jejichž průběh určuje dovážené produkty, na kterých je Česká republika závislá na geopoliticky vzdálených zemích.

Tři podmínky, které společně určují dovozní závislost, nazýváme koncentrace, významnost a nahraditelnost. Prvním indikátorem je *koncentrace*.⁴⁵ Jejím úkolem je identifikovat produkty, jejichž dovoz je vysoce koncentrovaný z několika málo geopoliticky vzdálených zemí. Čím vyšší je koncentrace dováženého produktu, tím závislejší naše pozice je, neboť pro nás existuje jen malý počet zemí, které

⁴⁰ Autorkou je Anna Drahozalová (ČNB). Názory představené zde patří autorce a neodrážejí nezbytně oficiální stanovisko ČNB. Autorka by chtěla poděkovat kolegovi Martinovi Kábrtovi (ČNB) za jeho cenné připomínky.

⁴¹ K tomuto účelu plně přejímáme rozdělení navržené Mezinárodním měnovým fondem (2022), kde autoři na základě hlasování na Valném shromáždění OSN určují míru, do jaké spolu jednotlivé státy souhlasí v důležitých geopolitických otázkách. Jejich ohraničení „západního bloku“ je o něco užší než v jiných přístupech založených na hlasování v OSN (např. Goes a Bekkers, 2022 či Babecká a Brůha, 2023). Nezahrnují totiž například mimounijní evropské země na Západním Balkáně či Turecko. I naši analýzu lze tedy vnímat jako spíše opatrnější v definici zemí geopoliticky blízkých Česku.

⁴² Např. Švýcarsko, Norsko, Nový Zéland či Izrael.

⁴³ Podobný například přístup Evropské komise (2021), ale indikátory závislosti i uchopení zranitelnosti využíváme vlastní.

⁴⁴ Používáme data pohybu zboží přes hranice na úrovni HS6 pro všechny produkty, jejichž hodnota dovozu v roce 2022 přesahuje 1 mil. korun.

⁴⁵ Pro výpočet koncentrace používáme Herfindahl-Hirschman Index (HHI), který je sestaven následovně: $H_1 = \sum_{i=1}^n (s_i)^2$, kde s_i je tržní podíl geopoliticky vzdálené země i v českém dovozu a n je celkový počet geopoliticky vzdálených zemí. Pro naši analýzu stanovujeme prahovou hodnotu $H_1 > 0,4$, což odpovídá koncentraci dovozu z průměrně méně než 2,5 zemí.

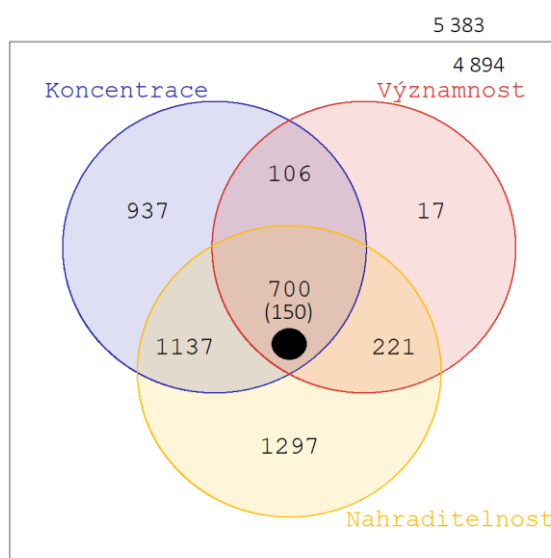
dovoz daného produktu dokáží nahradit.⁴⁶ Pro naši analýzu identifikujeme všechny produkty, které jsou dováženy v průměru z méně než 2,5 státu jako vysoce koncentrované⁴⁷ a vstupují tedy do našeho výběru. Druhým indikátorem je *významnost*,⁴⁸ která má za cíl najít produkty, u jejichž dovozu z většinové části spoléháme na geopoliticky vzdálené země. Průsečík těchto dvou indikátorů pak definuje produkty, na většinu jejichž dovozu se spoléháme na malé množství geopoliticky vzdálených zemí. Třetím indikátorem je *nahraditelnost*⁴⁹, která určuje, zda si daný výrobek náš (západní) geopolitický blok dokáže plně zajistit vlastní výrobou. Výrobky spadající do této množiny produktů jsou tedy takové, v jejichž výrobě nejsme my společně s našimi geopoliticky blízkými partnery soběstační. Konečně, průtnutí všech tří množin nám definuje výrobky, na většinu jejichž dovozu se spoléháme na malé množství geopoliticky vzdálených zemí a zároveň si je náš blok nedokáže sám plně nahradit vlastní produkcí.

Dovozní závislost však ještě nutně nemusí znamenat zranitelnost. Může se totiž jednat například o tropické ovoce nebo různé druhy hraček, jejichž nedostatek sice sníží rozmanitost spotřebitelského koše, ale nemusí významněji ohrozit výrobní potenciál naší ekonomiky ani blahobyt spotřebitelů. Na druhém konci spektra naopak existují produkty, které představují pouze malou část celkového dovozu, ale mohou hrát klíčovou roli ve výrobě (např. vzácné minerály či specializované meziproducty) či spotřebě (např. roušky či vakcíny). Je tedy důležité odlišit produkty, na nichž jsme dovozně závislí, a současně mají stěžejní význam pro naši ekonomiku.⁵⁰ Výše uvedená metodologie a počet identifikovaných produktů jsou shrnuty v Grafu VI-1.1.

Z více než 5 300 dovážených skupin výrobků identifikujeme 700 s výraznou dovozní závislostí. Z toho 150 je strategicky významných. Jak lze vidět z Grafu VI-1.1., z celkového počtu 5 383 dovážených výrobků jich 489 neprošlo objemovým filtrem, jejich dovezená

Graf VI-1.1: Česko je závislé na 150 strategických produktech

(Vennův diagram zobrazující počet dovážených produktů na úrovni HS6 dle „bottom-up“ analýzy, dovoz za rok 2022)



Zdroj: ČSÚ, Pohyb zboží přes hranice, a UN Comtrade databáze, vlastní zpracování

⁴⁶ Omezením analýzy je, že se dívá pouze na české dovozy, tedy tento indikátor nemusí zohledňovat, že jiné geopoliticky vzdálené země mohou daný výrobek také vyvážet a potenciálně tedy substituovat i náš dovoz. Tento pohled je o to důležitější, kdy na rozdíl od západního bloku, který v otázkách mezinárodního obchodu jedná zpravidla uceleně, geopoliticky vzdálenější země nemají jednotnou obchodní politiku a narušení vazeb s jednotlivými obchodními partnery tak může být kompenzováno z jiných zdrojů.

⁴⁷ Tento práh je o něco konzervativnější, než doporučuje ekonomická literatura, která za vysokou koncentraci považuje dovoz z méně než 4 zemí.

⁴⁸ Významnost pro jednotlivé produkty počítáme jako: $I_2 = \frac{\text{hodnota dovozu z geopoliticky vzdálených zemí}}{\text{hodnota celkového dovozu}}$, přičemž používáme prahovou hodnotu $I_2 > 0,5$, tedy identifikujeme produkty, většina jejichž dovozu pochází z geopoliticky vzdálených zemí.

⁴⁹ Pro výpočet nahraditelnosti stačí pro jednotlivé produkty spočítat: $I_3 = \frac{\text{hodnota dovozu do západního bloku z geopoliticky vzdálených zemí}}{\text{hodnota vývozu ze západního bloku do geopoliticky vzdálených zemí}}$, pro naši analýzu používáme hodnotu $I_3 > 1$, která říká, že západní blok je čistým dovozcem daného výrobku. Ideálně by tento indikátor využíval data produkce, ta však nejsou dostupná v dostatečně detailním členění. Pro přibližnou aproximaci proto používáme data vývozu, která indikují, zda je západní blok jako celek čistým vývozcem či čistým dovozcem daného produktu.

⁵⁰ Pro tyto účely vytvořilo Ministerstvo obchodu Spojených států (2021) seznam 1 059 produktů, které jsou považovány za kritické v oblastech veřejného zdraví, informačních a komunikačních technologií, energií, a který obsahuje další kritické minerály a materiály významné pro průmyslovou produkci.

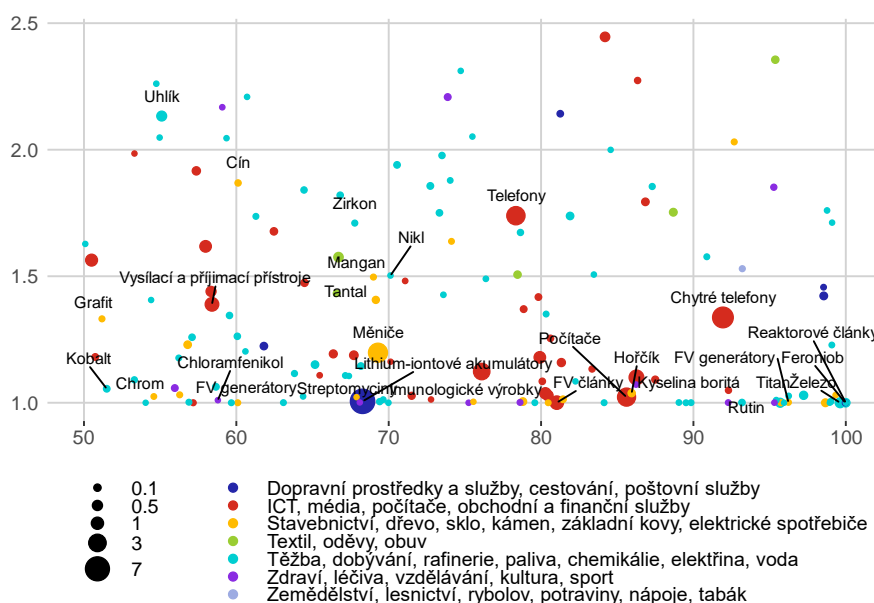
hodnota za celý rok totiž nepřekročila milion korun. Zbylých produktů, v nichž je západní blok plně soběstačný, ale český dovoz přesto většinou spoléhá na velké množství geopoliticky vzdálených států, je pouhých 17 (např. oděvy, pneumatiky a určité typy procesorů a řídicích jednotek), zatímco těch, kde se musíme spolehnout pouze na malé množství geopoliticky vzdálených států, je 106 (např. tkaniny, šperky, a některé typy strojů a motorových vozidel). Takto nízké počty výrobků nejsou příliš překvapivé, jelikož soběstačnost západního bloku ve výrobě způsobí, že budeme spíše obchodovat se zeměmi, které jsou nám geopoliticky a zpravidla i geograficky bližší. Naopak produktů, kde plně soběstační nejsme, ale většinu dovážíme z většího množství geopoliticky vzdálených zemí, identifikujeme 221 a těch, jejichž diverzifikace napříč zeměmi je nízká, je dokonce 700. Z uvedených sedmi set produktů dále vřazujeme ty, které nejsou strategicky významné (např. nábytek, sportovní vybavení, ořechy, ovoce nebo třeba oděvy)⁵¹ a dostáváme množinu 150 kritických produktů, v jejichž dovozu se většinou spoléháme na malé množství geopoliticky vzdálených zemí a zároveň náš blok není soběstačný v jejich výrobě.

JAKÉ PRODUKTY PRO NÁS PŘEDSTAVUJÍ NEJVĚTŠÍ ZRANITELNOST?

Mezi výslednými 150 výrobními skupinami se míra zranitelnosti liší. Graf VI-1.2 zobrazuje, jakým způsobem je 150 „dovozně zranitelných“ produktových skupin distribuováno v rámci indikátorů koncentrace a závislosti. Svislá osa reprezentuje průměrný počet geopoliticky vzdálených států, ze kterých daný výrobek dovážíme, zatímco vodorovná osa nám udává podíl dovozu z těchto zemí na celkovém dovozu. Nejvyšší míru závislosti proto představují výrobky v pravém dolním rohu, jelikož téměř celý jejich dovoz do ČR pochází z velmi malého množství geopoliticky vzdálených zemí. Naše analýza identifikovala dva strategicky významné produkty, jejichž celkový dovoz je realizován z jediné geopoliticky vzdálené země.⁵² Jedná se o reaktorové články, jejichž jediným dovozcem do ČR bylo v roce 2022 Rusko, a které se využívají v jaderných reaktorech. Druhým produktem je pesticid chlordimeform, který se využívá k hubení roztočů a dalšího hmyzu, i když jeho dovážena hodnota je relativně nízká.

Graf VI-1.2: Produkty, v jejichž dovozu jsme nejvíce zranitelní, tvoří zejména elektronika a nerostné suroviny

(osa y: průměrný počet geopoliticky vzdálených zemí, které daný produkt do ČR dovážejí, osa x: podíl dovozu z geopoliticky vzdálených zemí na celkovém dovozu daného produktu v %, legenda (velikost bublin) v mld. Kč, dovoz za rok 2022)



Pozn. Barevně odlišené produktové kategorie odpovídají klasifikaci BEC.

Zdroj: ČSÚ, Pohyb zboží přes hranice, vlastní zpracování

Mezi dovozně zranitelné produkty patří celá řada vzácných prvků, minerálů, rud, chemikálií, ale i průmyslové výrobky jako čipy, měniče nebo fotovoltaické generátory. Mnohé z nich jsou přitom klíčové pro zajištění zelené tranzice.

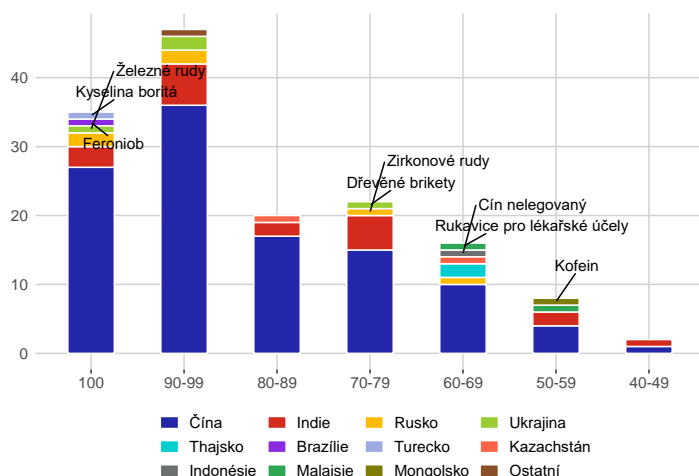
⁵¹ Produkty na úrovni HS6 jsou již vysoce desagregované, přesněji by tedy bylo vždy uvést „určité typy těchto produktů“.

⁵² Třetí indikátor nahraditelnosti a čtvrtý strategické významnosti jsou v Grafu VI-1.2 implicitně zahrnuté. Žádný z uvedených výrobků si západní blok nedokáže plně nahradit vlastní výrobou a všechny patří mezi strategicky významné výrobky.

Ta bude vyžadovat přístup k surovinám jako jsou boritany, kobalt, nikl, mangan, přírodní grafit nebo niob, které jsou nutné pro výrobu lithium-iontových baterií, palivových článků, fotovoltaických panelů, i třeba větrných elektráren. Zásadní je také dovoz léčivých přípravků, antibiotik, a dalších materiálů a pomůcek využívaných ve zdravotnictví. V oblasti elektroniky jsou pak ohroženy různé typy výpočetní techniky,

Graf VI-1.3: Pro většinu „zranitelných“ produktů představuje top importéra Čína, na druhém místě je Indie

(osa y: počet skupin produktů, osa x: podíl top dovozce na celkovém dovozu z geopoliticky vzdáleného bloku, dovoz za rok 2022)



Zdroj: ČSÚ, Pohyb zboží přeshranice, vlastní zpracování

přístroje pro záznam a reprodukci zvuku nebo čipové karty. Pro rozvoj solární energie je potom klíčový dovoz fotovoltaických komponent.

Téměř čtvrtina všech „zranitelných“ produktů je dovážena pouze z jediné země. U každého výrobku identifikujeme nejvýznamnějšího geopoliticky vzdáleného importéra a Graf VI-1.3 zobrazuje všech 150 produktů rozřazených podle uvedeného importéra a jeho podílu na celkovém dovozu z geopoliticky vzdálených zemí.⁵³ V případě 35 výrobků existuje pouze jediný importér, přičemž v případě 27 z nich je to Čína, ve 3 Indie a ve 2 Rusko. U výrobků, kde jediná země pokrývá 90-99 % celkového dovozu z geopoliticky vzdálených zemí, dominuje Čína dokonce u 36 produktů. Zatímco většinu surových materiálů a farmaceutik

dovážíme hlavně z Číny a Indie, existuje i několik menších zemí, které pro určité produkty představují top importéry. Kazachstán je našim hlavním dovozcem ferochromu, který se využívá při výrobě oceli, Turecko je zase našim jediným geopoliticky vzdáleným dovozcem kyseliny borité, která se používá v jaderných reaktorech. Z Malajsie pak dovážíme lékařské rukavice a přístroje pro reprodukci zvuku.

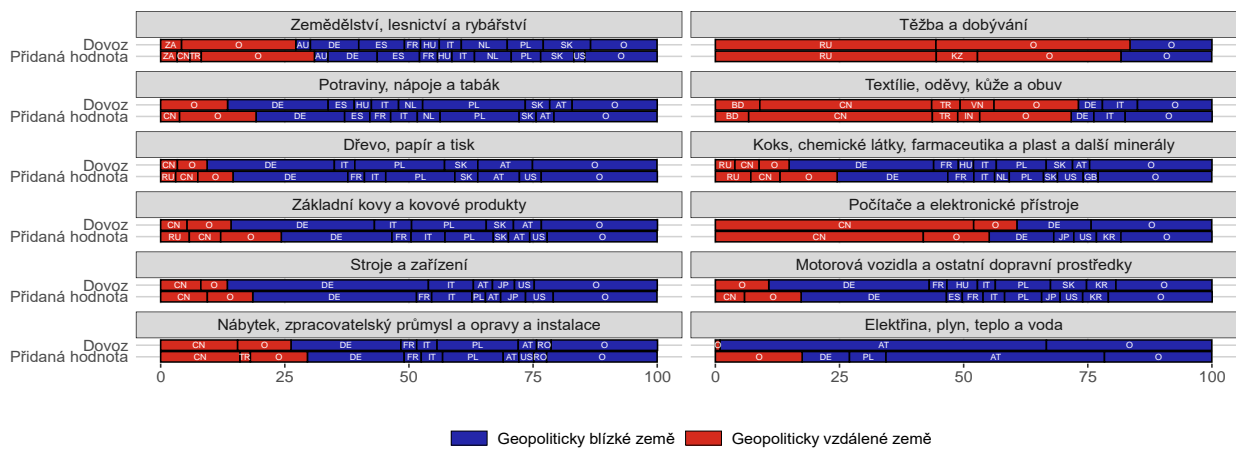
NAŠE SKUTEČNÁ ZRANITELNOST JE SKRZE NEPŘÍMÉ VAZBY JEŠTĚ VYŠŠÍ

Skutečná závislost na geopoliticky vzdálených zemích je však ještě vyšší, protože dovozní statistiky nezohledňují původ přidané hodnoty v produktech, které dovážíme od našich spřátelených sousedů. Zatímco dovozní statistiky přisuzují celkovou hodnotu dováženého výrobku státu, který jej exportuje, analýza obchodu s přidanou hodnotou (TiVA) jde hlouběji a zkoumá přidanou hodnotu v každé fázi výrobního řetězce napříč zeměmi. Jinými slovy, zatímco naše analýza identifikuje přímou dovozní závislost lithium-iontových baterií z Číny, už nedokáže určit do jaké míry je např. Německo závislé na materiálu pro jejich výrobu a tedy nepřímo i my, skrze jejich dovoz z Německa. Statistika TiVA nám umožňuje rozlišit podíl jednotlivých států na dovozu produktů do Česka a porovnat ho s přidanou hodnotou, kterou jednotlivé státy přispěly k jejich výrobě, a to na úrovni jednotlivých odvětví. Z Grafu VI-1.4 lze vidět, že téměř ve všech odvětvích představuje přidaná hodnota geopoliticky vzdálených zemí větší hodnotu, než naznačuje přímá statistika zahraničního obchodu. Výše zmíněné závislosti tak mohou být mnohem vyšší, jelikož část hodnoty klíčových produktů importovaných ze západního bloku ve skutečnosti pochází z geopoliticky vzdálených zemí. To se týká zejména kovů, chemických látek, farmaceutik a minerálů.

⁵³ Pripomínáme, že současně platí, že podíl geopoliticky vzdálených zemí na celkovém dovozu je nadpoloviční (viz kritérium významnosti). Na rozdíl od reaktorových článků a pesticidů (které na Grafu VI-1.2 leží v nejzazší části pravého dolního rohu), jejichž celkový dovoz do ČR pokrývá pouze jeden stát, zde se bavíme o produktech, jejichž dovoz je kromě geopoliticky vzdáleného bloku realizován i z dalších západních zemí (míru do jaké ze západních zemí tyto produkty dovážíme, určuje osa x na Grafu VI-1.2.).

Graf VI-1.4: Přidaná hodnota v dovozu z geopoliticky vzdálených zemí je vyšší než naznačují dovozní statistiky

(podíl jednotlivých zemí na celkovém dovozu do České republiky a jejich přidaná hodnota, dovoz za rok 2019)



Pozn. AU – Austrálie, AT – Rakousko, CN – Čína, DE – Německo, ES – Španělsko, FR – Francie, HU – Maďarsko, IT – Itálie, JP – Japonsko, KZ – Kazachstán, NL – Nizozemsko, O – Ostatní, PL – Polsko, RO – Rumunsko, RU – Rusko, SK – Slovensko, TR – Turecko, US – Spojené státy, ZA – Jihoafrická republika

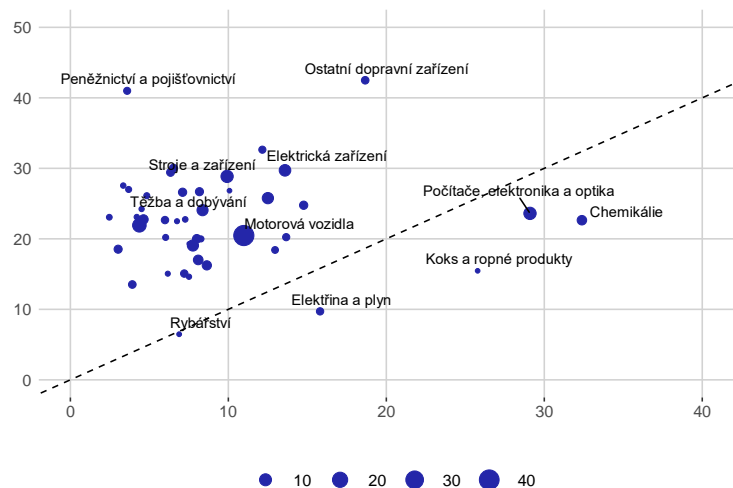
Zdroj: OECD, TiVA tabulky, vlastní zpracování

RIZIKEM JE I ZRANITELNOST VÝVOZU

Skrze dovozní závislost je ohrožena nejen domácí poptávka, ale i české vývozy. Jako exportní ekonomika dováží Česko suroviny a meziproducty potřebné pro výrobu, která je určena k následnému vývozu. Bez těchto surovin a materiálů bychom tedy nebyli schopni přidat „naši“ hodnotu a výrobek dále exportovat. Tato „subdodavatelská závislost“ je zobrazena v Grafu VI-1.5. Ten na vodorovné ose udává, jaký podíl přidané hodnoty tvoří geopoliticky vzdálený blok ve vývozu českých produktů. Lze vidět, že geopoliticky vzdálené země přispívají největší měrou (kolem 30 %) k českým vývozům chemikálií, počítačů a další elektroniky, přičemž tyto skupiny představují významné (byť ne ty nejvýznamnější) položky pro český export (v grafu označeno velikostí bublin). Naopak přidaná hodnota v objemově největší skupině, motorová vozidla, představuje zhruba 12 %.

Graf VI-1.5: Poptávka geopoliticky vzdálených zemí je pro české exporty relativně důležitější než jejich nabídka

(osa y: podíl geopoliticky vzdálených zemí na finální poptávce po českých exportech, osa x: podíl přidané hodnoty geopoliticky vzdálených zemí v českých exportech, v tis. USD)



Zdroj: OECD, TiVA tabulky, 2019, vlastní zpracování

V poslední fázi hodnotových řetězců geoeconomická zranitelnost ohrožuje i poptávku po českých vývozech. Podobně jako importní statistiky nezohledňují všechny předchozí stupně produkce, exportní statistiky zase neberou v potaz ty následující, a tedy ani zemi finální poptávky. Jak Drahozalová a kol. (2023) ukazují, v českém vývozu zboží převažují zejména meziproducty (jako jsou kovové výrobky či součásti strojů), které se znovu využívají ve výrobním procesu. Země finální poptávky se proto mnohdy mohou lišit od těch, do kterých

se produkt přímo exportuje. To platí i v případě českého vývozu do geopoliticky vzdálených zemí. Graf VI-2.5 na svislé ose dále ukazuje podíl geopoliticky vzdáleného bloku na finální poptávce po českých exportech. Pro většinu exportovaných produktů ČR platí, že geopoliticky vzdálený blok hraje větší roli v jejich poptávce, než v hodnotě, kterou k těmto produktům přidávají. Tedy i při zajištění subdotávek pro naše exporty může být ohrožena poptávka po nich.

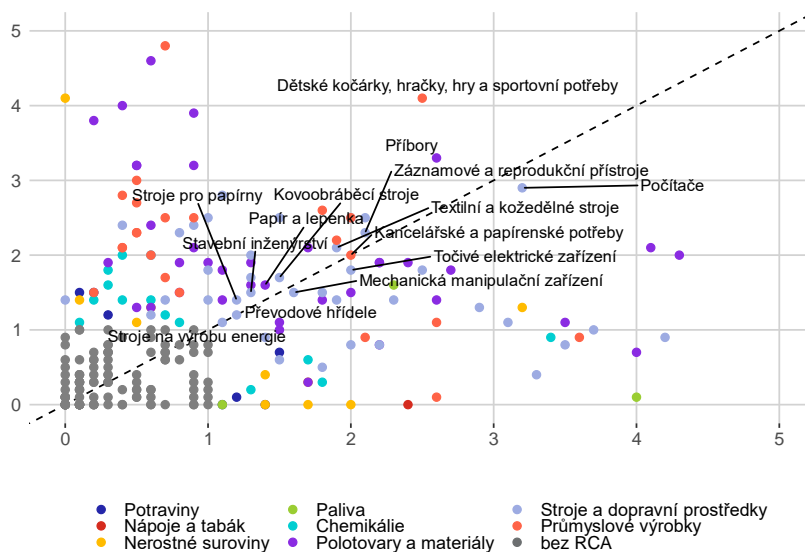
FRAGMENTACE JAKO PŘÍLEŽITOST

Jiným analytickým úhlem lze náklady geoeconomické fragmentace uchopit pohledem efektivnosti alokace zdrojů. Podle ricardiánské teorie komparativní výhody by se každá země měla specializovat na výrobu produktů, v jejichž výrobě je nejefektivnější. V případě, že státy začnou zasahovat do volného trhu a vytvářet obchodní bariéry (například obchodovat pouze s geopoliticky blízkými sousedy), celkový blahobyt společnosti poklesne, jelikož výroba nebude nutně soustředěná v místech, kde je nejefektivnější. Když tuto teorii aplikujeme na Česko a Čínu, která v rámci geopoliticky vzdáleného bloku tvoří největší část našich dovozů, náklady geoeconomické fragmentace souvisejí s produkty, v jejichž výrobě má Čína komparativní výhodu, zatímco ČR ne. Graf VI-1.6 zobrazuje odhalenou komparativní výhodu (RCA) Číny a ČR. Hodnota vyšší než 1 znamená, že daná země má odhalenou komparativní výhodu ve výrobě daného produktu. Čína má, na rozdíl od ČR, komparativní výhodu zejména ve výrobě zboží jako jsou tkaniny a textilie, hedvábí, keramika, a průmyslových výrobků, kam se řadí například obuv, oděvy a fotografické a optické přístroje.

Geoeconomická fragmentace však může přinášet nejen náklady, ale i příležitosti. Rozpojování obchodních vazeb může vést k vytváření nových. Pokud se například Západ rozhodne obchodovat některé výrobky pouze uvnitř svého bloku, Česko může uspokojit poptávku po zboží, které spojenci doposud dováželi například právě z Číny, a ukrojit si tak větší část z globálního trhu. Dalším kanálem potom může být přesouvání výrobních kapacit západních firem z geopoliticky vzdálených zemí ke spřáteleným sousedům. Tento fenomén, také známý jako „friend-shoring“, by se projevil v přílivu investic a otevírání továren na produkty, ve kterých má Česko komparativní výhodu. Česko má podobnou komparativní výhodu jako Čína například v případě různých typů strojů a zařízení, v menší míře i u průmyslových výrobků.

Graf VI-1.6: Česko konkuruje Číně zejména ve výrobě strojů, dopravních prostředků a spotřebitelského zboží

(osa y: index odhalené komparativní výhody vývozu Číny, osa x: index odhalené komparativní výhody vývozu ČR)



Pozn. Země má odhalenou komparativní výhodu (RCA) ve výrobku, pokud index RCA > 1. Znamená to, že podíl daného výrobku v celkovém vývozu země je vyšší, než podíl výrobku v globálním vývozu.

Zdroj: UNCTAD, vlastní zpracování

ZÁVĚR

Agregované pohledy na geoeconomickou fragmentaci nedokáží uspokojivě postihnout zranitelnost, která může být koncentrovaná v relativně malém množství strategicky významných produktů. Analýza v tomto článku pomocí „bottom-up“ přístupu identifikovala 150 produktů, v jejichž dovozu je ČR vysoce geoeconomicky zranitelná. Jde zejména o produkty potřebné pro bezpečnost, dále výrobky využívané ve zdravotnictví, nerostné suroviny a technologie, které jsou klíčové pro ekologickou a digitální transformaci.

LITERATURA

Babecká, O. a Brůha, J. (2023), „Dochází k fragmentaci mezinárodního obchodu? Případová studie pro země EU“, Globální ekonomický výhled ČNB, listopad 2023.

Drahozalová, A., Galuščák, K., Kábrt, M. (2023), „Závislost českého vývozu na Německu“, Box ve Zprávě o měnové politice ČNB, podzim 2023.

Evropská komise (2021), „Strategic dependencies and capacities“, Commission staff working document.

Góes, C. a Bekkers, E. (2022), „The Impact of Geopolitical Conflicts on Trade, Growth, and Innovation“, WTO Staff Working Paper.

Mezinárodní měnový fond (2022), „Chapter 4. Geoeconomic Fragmentation and Foreign Direct Investment“, World Economic Outlook April 2022.

Ministerstvo obchodu Spojených států amerických (2021), „Draft List of Critical Supply Chains“, dostupné na: <https://www.trade.gov/data-visualization/draft-list-critical-supply-chains>.

VI.2 ŽIVOTNÍ CYKLUS VÝNOSNOSTI PŘÍMÝCH ZAHRANIČNÍCH INVESTIC: APLIKACE NA ČR⁵⁴

Pro vývoj salda běžného účtu platební bilance jsou v různých zemích určující rozdílné faktory. V případě zemí, které prošly v 90. letech minulého století ekonomickou transformací, představovaly jeden z nejvýznamnějších faktorů předchozí přílivy přímých zahraničních investic (PZI). Empirická analýza životního cyklu výnosnosti PZI je proto odrazovým můstkem pro lepší porozumění jak současnému, tak budoucímu vývoji vnější ekonomické pozice. V článku je odhadnuta trajektorie předpokládaného životního cyklu počáteční přímé investice na vzorku zemí střední a východní Evropy. Odhadnutá roční výnosnost se v prvních letech zvyšuje a po dosažení svého maxima (okolo sedmého roku) dochází k postupnému snižování výnosnosti. Celkový životní cyklus se uzavře po 18 letech. Pokud by pokračoval průměrný příliv PZI do ČR jako v letech 2015 až 2019, potom bude až do roku 2032 docházet ke zvyšování absolutní výše výnosů z PZI v ČR. Pokud by naopak došlo již od roku 2023 k úplnému vyschnutí přílivu nových PZI do ČR, tak by se absolutní výše výnosů z PZI postupně každý rok snižovala a před rokem 2040 by dosáhla nulové hodnoty.

VZTAH BILANCE PRVOTNÍCH DŮCHODŮ K BĚŽNÉMU ÚČTU PLATEBNÍ BILANCE

Bilance prvotních důchodů, konkrétně saldo výnosů z investic, je významnou složkou běžného účtu v zemích s vysokým objemem přímých zahraničních investic (PZI) v ekonomice. V těchto zemích proto nestačí při ohodnocování udržitelnosti běžného účtu sledovat pouze výkonovou bilanci, ale je třeba porozumět i bilanci prvotních důchodů. Mezi oběma bilancemi existuje navíc vzájemná závislost. Rostoucí přebytky bilance zboží a služeb jsou zpravidla doprovázeny prohlubujícími se schodky bilance prvotních důchodů. V závislosti na typu přímé investice, tj. trh-vyhledávajících, efektivnost-vyhledávajících nebo zdroje-vyhledávajících investice (Dunning, 1993) je obchodní bilance ovlivněna přílivem PZI dvěma způsoby. Zatímco trh-vyhledávajících investice nahrazují dovozy místní produkcí, od efektivnosti či zdroje-vyhledávajících investic se očekává zvýšení vývozu hostitelské ekonomiky.⁵⁵ Charakteristickým znakem jakékoli investice je však snaha o její maximální zhodnocení, proto zisky z přímých investic zároveň způsobí zhoršení bilance prvotních důchodů.⁵⁶

Přibližně v polovině první dekády nového tisíciletí, kdy ČR vstoupila do EU, došlo ke zlepšení konkurenceschopnosti její ekonomiky, což vyplývá z rostoucího přebytku bilance zboží a služeb (graf VI-2.1). Za exportním výkonem české ekonomiky stály zejména podniky pod zahraniční kontrolou (tedy objem PZI v ekonomice), symetricky se proto zároveň zvýšil odliv výnosů na účtu prvotních důchodů. Mateřské podniky si tímto způsobem odváděly zisky z dříve vložených investic. Jak je totiž patrné z grafu VI-2.1, tak dynamika salda prvotních důchodů je z dominantní části určována vývojem výnosů z přímých investic. Pokud navíc očistíme celkové saldo běžného účtu o položku reinvestovaných zisků, které fakticky neopouštějí domácí ekonomiku⁵⁷, zjistíme, že skutečná vnější ekonomická pozice české ekonomiky byla již v roce 2005 kladná. Vlastní saldo běžného účtu pak překmitlo do mírně kladných hodnot v roce 2014. I když byla tato nově nastavená vnější pozice české ekonomiky v letech 2021 a 2022 narušena pandemií koronaviru a následně válkou na Ukrajině, tak loňský rok ukázal, že se struktura běžného účtu ČR vrací do starých kolejí.

⁵⁴ Autor je Filip Novotný. Názory představené zde patří autorovi a neodrážejí nezbytně oficiální stanovisko ČNB.

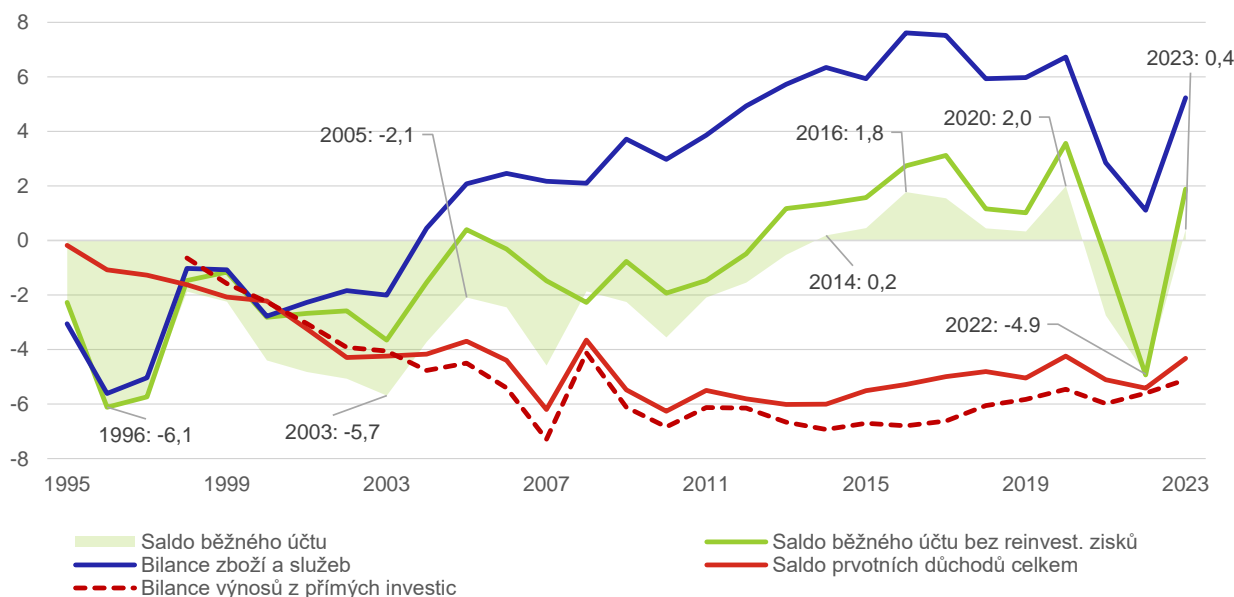
⁵⁵ Barrell a Holland (2000) dokládají pozitivní efekty PZI na růst produktivity práce ve zpracovatelském průmyslu v ČR, Maďarsku a Polsku. Weill (2003) zároveň ukazuje na pozitivní efekty zahraničního vlastnictví na nákladovou efektivnost bankovního sektoru.

⁵⁶ Je třeba nicméně zmínit, že mezi motivy nadnárodních společností může patřit maximalizace až celkového konsolidovaného zisku nadnárodních společností např. stanovováním arbitrárních transferových cen, za které mezi sebou matka a její zahraniční dceřiné společnosti obchodují (Novotný, 2008) nebo platbami za licence apod.

⁵⁷ Reinvestovaný výnos (zisk) je propočten jako podíl přímého investora (rovnajícím se podílu na základním kapitálu) na zisku (ztrátě), sníženého vyplacené dividendy.

Graf VI-2.1: Vývoj běžného účtu ČR a jeho komponent

(v % HDP)



Zdroj: ČNB, vlastní výpočty

ŽIVOTNÍ CYKLUS PŘÍMÝCH ZAHRANIČNÍCH INVESTIC

Analýza běžného účtu v zemích, jejíž podstatná část ekonomiky je pod zahraniční kontrolou, vyžaduje teoretické uchopení výnosů z PZI, ke kterému přispěl mimo jiné tzv. životní cyklus výnosnosti PZI. Brada a Tomšík (2003) a později Bruna (2015) rozlišili tři teoretické fáze životního cyklu přímé investice. Vstupní fáze je charakteristická nulovým ziskem, příp. dokonce i ztrátou. Druhá fáze je již růstová s postupným zvyšováním ziskovosti a je následovaná třetí fází, ve které dochází ke stabilizaci ziskovosti.⁵⁸

V tomto článku využíváme přístup z Novotný (2018) k odhadu délky návratnosti počáteční přímé investice, resp. průběhu životního cyklu PZI s použitím dat Eurostatu⁵⁹ na vzorku jedenácti zemí střední a východní Evropy, jejichž společným rysem je významný příliv PZI do jejich ekonomik od 90. let minulého století. Konkrétně je v analýze zahrnuto Bulharsko, Chorvatsko, Česko, Estonsko, Maďarsko, Litva, Lotyšsko, Polsko, Rumunsko, Slovinsko a Slovensko. Z pohledu dat si přitom vystačíme pouze s dvěma časovými řadami v roční frekvenci za každou zemi. Jednou z těchto časových řad je stav PZI v jednotlivých letech z pasivní strany investiční pozice a další časovou řadou jsou odlihy výnosů z PZI zaznamenané na pasivní straně bilance prvotních důchodů.

Delší časové řady (do roku 2022) ve srovnání s předchozími analýzami nám pomohou s větší statistickou spolehlivostí zachytit průběh životního cyklu výnosnosti PZI, neboť dostupná pozorování ve většině případů překračují dvacet let a v některých případech se blíží třiceti letům.

Hypotéza nelineárního časového profilu kumulativní výnosnosti stavu PZI⁶⁰ je testována s použitím kubické polynommické funkce (1). Pokud je statisticky významný pouze první člen, je kumulativní výnosnost lineárně rostoucí až do konce svého životního cyklu. Pokud jsou však statisticky

⁵⁸ Empirické odhady finančního životního cyklu PZI provedli například Brada a Tomšík (2009), Altzinger (2006), Geršl a Hlaváček (2007) či Novotný a Podpiera (2008).

⁵⁹ Balance of payments by country - annual data (BPM6) [bop_c6_a__custom_10396259], International investment position - quarterly and annual data (BPM6) [bop_iip6_q__custom_10396742]

⁶⁰ Způsob výpočtu kumulativní výnosnosti stavu PZI je popsán v Novotný (2018).

významné také další členy, potom buď kvadratický, nebo kubický časový profil popisuje cyklus výnosnosti. Zároveň při odhadu používáme tři kontrolní proměnné, které by měly kumulativní výnosnost ovlivňovat. Jedná se o růst reálného hrubého domácího produktu (RGDP), vývoj nominálních mezd (wage) a vývoj reálného efektivního kurzu deflovaného jednotkovými náklady práce ve zkoumaných zemích. Regrese zahrnuje také dummy proměnou pro roky 2021 a 2022, které byly silně ovlivněny jednorázovými efekty pandemie koronaviru a války na Ukrajině. Odhadujeme rovnici (1) s použitím panelové regrese s fixními efekty:

$$\rho_{j,\tau}^i = \alpha_{\tau}^i + \beta(j - \tau) + \gamma(j - \tau)^2 + \delta(j - \tau)^3 + \zeta \Delta \ln(RGD P_{j-\tau}^i) + \lambda \Delta \ln(wage_{j-\tau}^i) + \sigma \Delta \ln(REER_{j-\tau}^i) + \psi dummy_{2021,2022}^i + \varepsilon_{j,\tau}^i \quad (1)$$

kde $\rho_{j,\tau}^i$ je kumulativní výnosnost zásoby PZI stejného stáří, $j - \tau$ je počet let j od okamžiku uskutečnění τ dané přímé zahraniční investice. Parametr α_{τ}^i zachycuje vlivy na kumulativní výnosnost specifické pro danou zemi, jakými mohou být například rozdíly ve zdanění nebo nákladová efektivnost. Koefficienty β , γ a δ reprezentují lineární, kvadratický a kubický trend. $RGDP$ je reálný hrubý domácí produkt, $wage$ značí nominální mzdy a $REER$ reálný efektivní kurz. Zdrojem dat pro tyto proměnné je Eurostat.

Tabulka VI-2.1: Výsledky odhadu

| | |
|---------------------------------|---------------------|
| Konstanta | 0,017 (0,013) |
| $j - \tau$ | 0,064*** (0,007) |
| $(j - \tau)^2$ | 0,004*** (0,001) |
| $(j - \tau)^3$ | -0,002*** (0,00004) |
| $\Delta \ln(RGDP)$ | 0,003*** (0,001) |
| $\Delta \ln(wage)$ | -0,002*** (0,0007) |
| $\Delta \ln(REER)$ | 0,004*** (0,0006) |
| Dummy (2021, 2022) | -0,038*** (0,01) |
| $\sigma_u/\sigma_e/\rho$ | 0,14/0,11/0,61 |
| R^2/R^2 within/ R^2 between | 0,77/0,86/0,7 |

Počet pozorování: 1744; počet skupin: 230; závisle proměnná: kumulovaná výnosnost zásoby PZI; hvězdičky značí statistickou významnost: *** 1%; směrodatné odchylky jsou v závorkách.

Výsledky odhadu potvrzují naši hypotézu o nelineárním průběhu kumulované výnosnosti původního stavu PZI, neboť všechny tři časové koeficienty jsou statisticky významné. Statisticky významné vycházejí navíc také koeficienty u použitých kontrolních proměnných. Růst ekonomické aktivity a posilování reálného efektivního kurzu vede ve sledovaných zemích k vyšší kumulované výnosnosti stavu PZI, naopak růst nominálních mezd tuto výnosnost snižuje, což je v souladu s ekonomickou intuicí. Statisticky významná je také dummy proměnná, která odfiltrovává efekt většího jednorázového šoku v letech 2021 a 2022. Tvar časového průběhu kumulované výnosnosti se blíží logistické křivce, kde implikovaná roční výnosnost nejprve roste, ale následně po dosažení svého maxima (okolo sedmého roku) začne klesat. Životní cyklus dané počáteční investice je završen po 18. roce existence dané investice, tedy v okamžiku, kdy kumulovaná výnosnost začne klesat a implikovaná roční výnosnost je tím pádem záporná. Předpokládáme, že v době dosažení záporného ročního výnosu je již počáteční PZI vyčerpáná a její životní cyklus je tak u konce. Zároveň se domníváme, že použité časové řady jsou již dostatečně dlouhé, aby pokryly celý životní cyklus investice, neboť většina investorů při zakládání nové investice v zahraničí obvykle uvažuje časový horizont okolo zhruba 10 až 15 let (cyklus fixních investic obvykle trvá okolo 7 až 11 let).

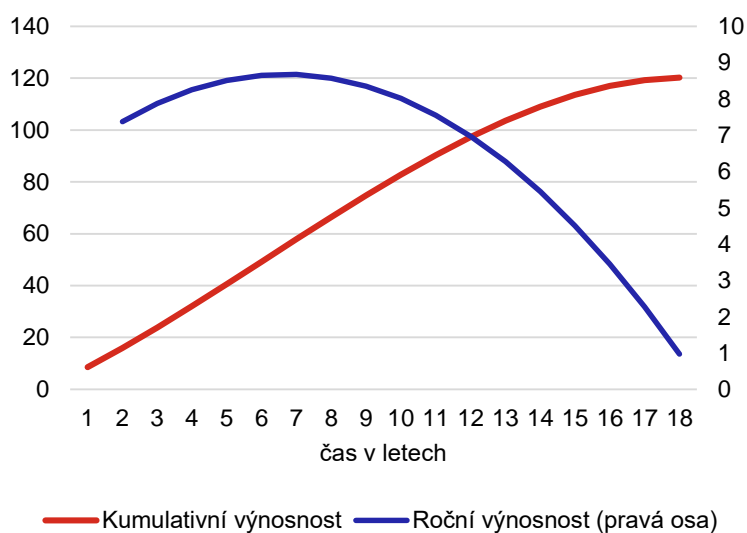
Časový průběh kumulativní a dopočtené roční výnosnosti s pomocí námi odhadnutých časových koeficientů je znázorněn v grafu VI-2.2. Z grafu je patrné, že roční výnosnost v zemích střední a východní Evropy dosahuje v průměru svého maxima na úrovni 9 % v sedmém roce investice, a poté postupně klesá až do úplného vyčerpání původní přímé zahraniční investice v osmnáctém roce, kdy se roční výnosnost přiblíží nule. Kumulovaná výnosnost zároveň dosáhne svého maxima.

Délka odhadnutého životního cyklu PZI je o něco delší než v dříve provedených odhadech, což pravděpodobně pramení z dostupnosti delších časových řad při aktuálně provedeném odhadu. V Novotný

(2018) bylo dosaženo maximální roční výnosnosti na vzorku zemí střední a východní Evropy v osmém roce počáteční investice. Celková délka životního cyklu ale zároveň vycházela kratší, konkrétně 15 let.

Graf VI-2.2: Odhadnutý tvar kumulativní a implikované roční výnosnosti počáteční PZI v ekonomikách střední a východní Evropy

(výnosnost v %)



Zdroj: Eurostat, vlastní výpočty

což konkrétně znamená, že stávající zahraniční investoři budou v ČR reinvestovat třetinu výnosů z předchozího roku podobně, jako tomu bylo v posledních několika letech.⁶² S žádným jiným přílivem PZI do ČR v tomto scénáři nepočítáme. Ve třetím scénáři následně kombinujeme předchozí dva scénáře. Konkrétně bude do ČR proudit polovina průměrného celkového přílivu PZI z let 2015 a 2019 a navíc bude v ČR reinvestována třetina výnosů z PZI z předchozího roku. Poslední čtvrtý scénář představuje krajní (tedy málo pravděpodobnou) situaci, kdy do ČR již nebudou proudit žádné nové PZI, ani nebudou stávající investoři v ČR zpětně reinvestovat své zisky. V tomto scénáři se zahraniční investoři rozhodnou repatriovat veškeré výnosy z PZI a navíc se ČR stane neatraktivní pro nové zahraniční investice. Bilance prvotních důchodů bude proto ovlivněna pouze měnící se časovou strukturou současné zásoby PZI v ekonomice. V provedených simulacích přitom nejde primárně o přesnou kvantifikaci absolutního objemu očekávaných výnosů z PZI, jde spíše o porozumění předpokládaných trajektorií jejich budoucího vývoje.

IMPLIKACE PRO BUDOUCÍ VÝVOJ BĚŽNÉHO ÚČTU PLATEBNÍ BILANCE ČR

Znalost životního cyklu výnosnosti PZI nám umožňuje zkonstruovat různé scénáře budoucího vývoje výnosů z PZI.⁶¹ Proměnnou, o které činíme expertní předpoklady je budoucí příliv PZI (tedy měnící se stav PZI). V případě ČR také platí, že úroveň pozorované výnosnosti je vyšší ve srovnání s dalšími zeměmi použitými v odhadu.

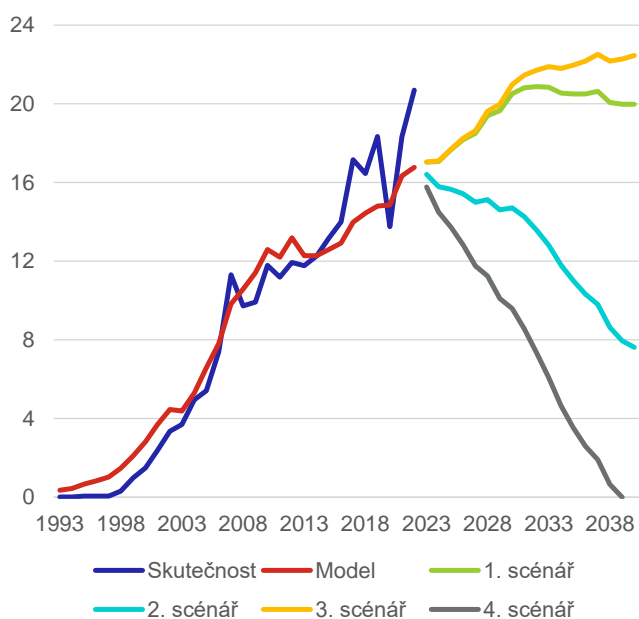
Pro ČR předpokládáme čtyři alternativní scénáře. V prvním scénáři uvažujeme do budoucna meziroční zvyšování stavu PZI v ČR o stejné velikosti jakou činil průměr v letech 2015 až 2019, tedy 11,1 mld. eur. Druhý scénář předpokládá budoucí přílivy PZI pouze ve formě reinvestovaných zisků,

⁶¹ Zároveň je třeba si uvědomit, že ČR svým rozvojem z původně tranzitivní k vyspělé ekonomice začala mít významné vlastní přímé investice v zahraničí. Tyto české přímé investice se pak odrážejí také v nárůstu příjmové strany prvotních důchodů. Saldo výnosů z PZI tak v budoucnu nebude záležet jen na přílivu PZI do ČR, ale i na přímých investicích rezidentů v zahraničí, které byly už v některých letech skoro srovnatelné.

⁶² Podíl reinvestovaných zisků na celkových výnosech z PZI se v ČR od roku 1993 snižoval, což také souvisí se stárnutím počátečních přímých investic do základního kapitálu, kdy na začátku přímé investice jsou reinvestice největší (Brada a Tomšík, 2003).

Graf VI-2.3: Scénáře budoucího odlivu výnosů z PZI v ČR

(výnosy v mld. EUR)



Zdroj: Eurostat, simulace a výpočty autorovy

současnosti pozorovaného celkového stavu PZI v ČR.

ZÁVĚR

Výnosnost zásoby PZI má nelineární průběh. Na začátku životního cyklu roste roční výnosnost PZI rychleji, poté její růst zpomaluje a nakonec výnosnost klesá. V okamžiku, kdy je roční výnosnost nulová, což znamená, že kumulativní výnosnost dosahuje svého maxima, považujeme životní cyklus PZI za ukončený. Dle odhadu na panelu jedenácti zemí ze střední a východní Evropy dosahuje délka životního cyklu výnosnosti PZI 18 let s maximální roční výnosností v sedmém roce počáteční investice. Aplikace odhadnutého profilu výnosnosti PZI na ČR nám umožňuje v závislosti na předpokládaném budoucím přílivu PZI do ČR modelovat očekávané celkové výnosy z PZI, což je při jejich významné váze v celkovém běžném účtu platební bilance ČR užitečné pro hodnocení vnější ekonomické pozice.

LITERATURA:

Altzinger, W. 2006. On the profitability of Austrian firms in the new EU member states. The Vienna Institute for International Economic Studies Monthly Report No. 3/2006, 4–10.

Barrell, R. and D. Holland. 2000. Foreign direct investment and enterprise restructuring in Central Europe. *Economics of Transition* 8(2):477–504.

Brada, J. C. and V. Tomšík. 2003. Reinvested Earnings Bias, The 'Five Percent' Rule and the Interpretation of the Balance of Payments - With an Application to Transition Economies. William Davidson Institute Working Paper No. 543.

Brada, J. C. and V. Tomšík. 2009. The Foreign Direct Investment Financial Life Cycle: Evidence of Macroeconomic Effects from Transition Economies. *Emerging Markets Finance and Trade* 45(3):5–20.

Brůna, K. 2015. Sustainability of Negative International Investment Position in Transitive Countries: The Case of the Czech Republic in 2000-2011. In: HUTSON, Carly M. *Macroeconomics. Principles, Applications and Challenges*. New York: Nova Science Publishers, pp. 1–34.

Dunning JH (1993) *Multinational Enterprises and the Global Economy*. Addison-Wesley, Wokingham

Geršl, A. and M. Hlaváček. 2007. Foreign direct investment, corporate finance, and the life cycle of investment. *Czech Journal of Economics and Finance* 57(9–10):448–464.

Novotný, F., 2018. "Profitability Life Cycle of Foreign Direct Investment: Application to the Czech Republic," *Emerging Markets Finance and Trade*, Taylor & Francis Journals, vol. 54(7), pages 1623-1634, May.

Novotný and Podpiera (2008) The profitability life-cycle of direct investment: an international panel study, *Economic Change and Restructuring*, 41(2):143–153.

Novotný, F., 2008, Daňová optimalizace nadnárodních společností prostřednictvím vnitřních cen: přehled hlavních teoretických východisek a možných makroekonomických dopadů. *Politická ekonomie*. Prague University of Economics and Business, vol. 2008(1), pages 40-53.

Weill, L. 2003. Banking efficiency in transition economies. *Economics of Transition* 11(3):569–592.

VI.3 HISTORIE KAPITÁLOVÝCH TOKŮ ČR, 1993-2023⁶³

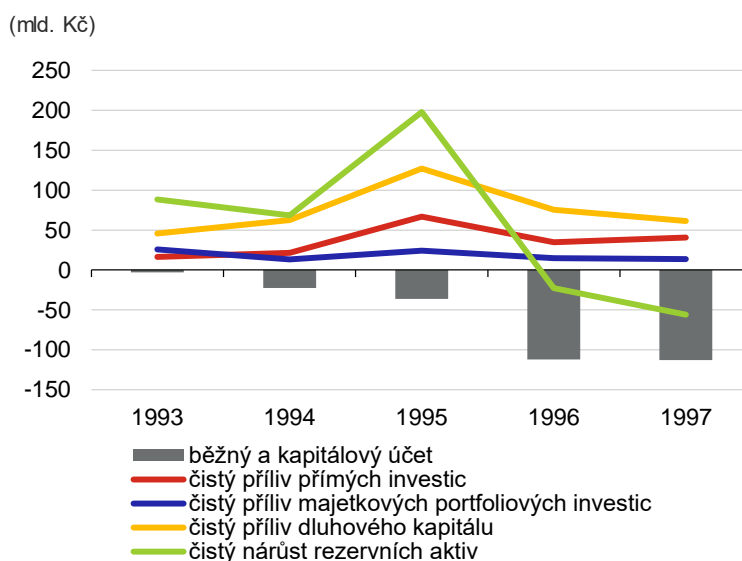
Česká republika při svém vzniku v roce 1993 získala do vínku v oblasti vnějších vztahů nízké zahraniční zadlužení, přibližně vyrovnaný běžný účet platební bilance a stabilní kurz koruny jako nominální kotvu ekonomické transformace. Na druhé straně ale trpěla slabou vnější konkurenceschopností ekonomiky a extrémně nízkými devizovými rezervami. V tomto článku popisují historii 30 let změn české ekonomiky od socialistické uzavřené, málo konkurenceschopné ekonomiky ve vyspělé zemi plně zapojenou do globální ekonomiky, a to z pohledu změn jejího zapojení do mezinárodních finančních toků.

1. OBDOBÍ ČERPÁNÍ ZAHRANIČNÍCH ÚVĚŘŮ NA VYBUDOVÁNÍ DEVIZOVÝCH REZERV A FINANCOVÁNÍ DEFICITŮ BĚŽNÉHO ÚČTU (1993 AŽ 1997)

Na počátku transformace neměla Česká republika silnou důvěru zahraničních investorů a finančních trhů. Většina firem byla státních, nebo čerstvě zprivatizovaných, zejména formou kuponové privatizace. Standardní právní prostředí se ještě ani nerodilo; bylo třeba „vytvořit“ soukromý kapitál a nalézt konečné vlastníky ohromného množství firem. Bankovní sektor byl tvořen velkými bankami, vzniklými z bank z doby socialismu, a nově vytvořenými soukromými domácími bankami, slabě kapitálově vybavenými. Dohled nad bankami se nacházel teprve na počátku své existence. Přístup firem a bank na mezinárodní finanční trhy byl tak velmi omezený. Z tehdejšího bankovního sektoru byla schopna si na mezinárodních trzích půjčovat pouze ČSOB a v omezeném rozsahu i Živnostenská banka. Klíčovou roli pro získávání zdrojů ze zahraničí⁶⁴ tak na počátku hrály dohodnuté přímé výpůjčky státu od mezinárodních institucí (mj. Světová banka)⁶⁵ a přímé půjčky ČNB. Čerpání těchto úvěrů bylo podmíněno dohodou ČR s MMF a jeho pravidelným hodnocením ČR. Uvedené zdroje, včetně vládních úvěrů, směřovaly do ČNB, která na devizovém trhu přímo vyrovnávala nabídku a poptávku na vrub resp. ve prospěch devizových rezerv. Druhým významnějším zdrojem kapitálu v tomto období byl prodej majetku. Stát přímo prodával některé firmy zahraničním zájemcům. Ostatní formy přílivu soukromého kapitálu hrály spíše okrajovou roli.

Při přibližné rovnováze běžného účtu na počátku popisovaného období neexistovala na trhu významnější potřeba zásahů ČNB a zmiňované úvěry a prodej majetku státu umožňovaly budování potřebných devizových rezerv ČNB. Cílem bylo postupně dosáhnout výše odpovídající světovým

Graf VI-3.1: Vývoj v letech 1993–1997



Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

⁶³ Autorem je Vladimír Žďárský (ČNB). Názory představené zde patří autoru a neodrážejí nezbytně oficiální stanovisko ČNB.

⁶⁴ zprvu na posílení devizových rezerv, později i na financování deficitu běžného účtu

⁶⁵ ČR v době svého vzniku také měla úvěry od Evropského společenství a skupiny G-24, ale ty již od roku 1993 prakticky nenavyšovala.

standardům⁶⁶. V roce 1994 se díky jejich příznivému vývoji podařilo splatit úrokově nákladné půjčky od MMF spojené se zavedením směnitelnosti koruny v roce 1991. Postupně se začala zvyšovat i schopnost českých subjektů čerpat úvěry ze zahraničí⁶⁷. Již v té době se však projevovaly první náznaky budoucích problémů, především nadále slabá vnější konkurenceschopnost ekonomiky a vysoký objem úvěrů poskytovaných tuzemským bankovním sektorem často za velmi nestandardních podmínek.

V letech 1995 a 1996 se rychle prohlubovala vnější nerovnováha ČR v podobě deficitu běžného účtu. Její příčinou byla kombinace několika faktorů. Zvolená forma privatizace nezajistila v řadě případů nalezení konečných vlastníků firem s potřebným know-how, kapitálem a zajištěnými odbytovými kanály. Konkurenceschopnost českého zboží na zahraničních trzích se sice postupně zvyšovala, objem exportu však rostl podstatně pomaleji než dovoz. Růst dovozu byl navíc umožněn rychlým odbouráváním existujících omezení pohybu kapitálu, včetně zavedení vnější směnitelnosti koruny. Domácí poptávku přizivovala i fiskální politika a fungování bankovního sektoru, který (zejména v letech 1994 až 1996) podcenil kreditní riziko a poskytoval úvěry i za zcela nestandardních podmínek (Böhm a Žďárský, 2003). Deficit běžného účtu platební bilance za rok 1996 přesáhl obvykle akceptovatelnou hranici 5 % HDP a situace se dále zhoršovala.

Vnější nerovnováhu financoval příliv dluhového kapitálu, motivovaný úrokovým diferencíálem a nízkým kurzovým rizikem v režimu cílování měnového kurzu. Pro zachování kurzového cíle musela ČNB odčerpávat přebytečnou nabídku deviz z trhu, jejich nákupem však vytvářela novou korunovou likviditu, což ohrožovalo plnění druhého cíle růstu peněz. Stahování likvidity mělo za následek růst úrokových sazeb, a tím i další příliv dluhového kapitálu ze zahraničí, a celý kruh se opakoval. K řešení výrazněji nepřispělo ani rozšíření fluktučního pásma pro pohyb kurzu až na $\pm 7,5\%$.

Situace vyvrcholila ve 2. čtvrtletí 1997 nedůvěrou tuzemských i zahraničních subjektů v udržitelnost dosavadního systému fungování devizového trhu a stabilního kurzu. Prudce se zvýšila poptávka po devizách a ČNB musela intervenovat na udržení kurzu koruny. Situace se stala poměrně rychle neudržitelnou a ČNB dosavadní kurzový mechanismus pevného kurzu s úzkým fluktučním pásmem opustila. Devizový kurz začala určovat nabídka a poptávka na trhu a ČNB přešla na systém tzv. řízeného plovoucího kurzu, kde rovnováhu na devizovém trhu zajišťuje bankovní sektor. Koruna poměrně výrazně oslabil, vůči německé marce představovalo oslabení cca 12 % (Dědek, 2000).

2. OBDOBÍ MASIVNÍHO PŘÍLIVU PŘÍMÝCH INVESTIC DO ČR (1998 AŽ 2008)

Měnové turbulence vedly k zásadním změnám ve vládní strategii. Došlo k opuštění politiky preference domácích vlastníků při privatizaci ekonomiky, změnilo se také fungování bankovního sektoru. Přišla vlna krachů domácích malých bank, záchrana velkých pomocí státní podpory a jejich následný prodej zahraničním vlastníkům. Zpřísnil se bankovní dohled při postupném převzetí mezinárodních standardů. V neposlední řadě se změnil i cíl měnové politiky, přičemž politiku fixního kurzu a cílování peněžní zásoby nahradil kurz plovoucí, a ČNB přešla od počátku ledna 1998 na režim cílování inflace.

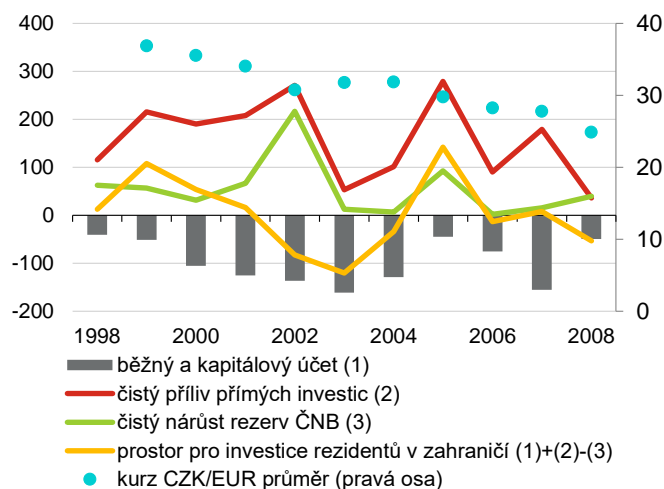
Změny, ke kterým došlo ve druhé polovině roku 1997, se promítly v zájmu nerezidentů o investování v České republice. V letech 1993 až 1997 představoval průměrný příliv zahraničních přímých investic ročně necelých 40 mld. Kč. Od roku 1998 až 2008, s jednou výjimkou, neklesl pod 100 mld. Kč, přičemž průměrně ročně dosáhl za 10 let 200 mld. Kč a v roce 2008, kdy již nastupovala globální finanční krize, stále cca 150 mld. Kč. Tyto investice měly jak podobu prodeje existujícího majetku zahraničním vlastníkům, který jen dodal know-how, odbytové sítě, potřebný kapitál či nové technologie, tak výstavbu zcela nových podniků tzv. na „zelené louce“. Příliv investic českou ekonomiku značně proměnil a výrazně vzrostla její konkurenceschopnost na světových trzích.

⁶⁶ pokrytí dovozu zboží a služeb za 6 měsíců

⁶⁷ Exportní firmy získávaly přístup na zahraniční úvěrové trhy přes zástavu exportních pohledávek, tím výrazně snižovaly své úrokové náklady.

Graf VI-3.2: Vývoj v letech 1998–2008

(levá osa - mld. Kč, pravá osa – kurz CZK/ EUR)



Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

v průměru nepřesahoval čistý příliv přímých investic, a tak nevyžadoval další růst zadlužení ČR a umožňoval i, v jistém rozsahu, investice rezidentů v zahraničí.

Po vstupu do EU v roce 2004 se stal dalším, byť z počátku jen málo významným, zdrojem financování čistý příliv kapitálu z EU. Vedle toho ČR začala viditelně profitovat ze samotného členství v EU, které přineslo volný pohyb zboží, služeb, osob a kapitálu. Viditelně mění se česká ekonomika a její rostoucí konkurenceschopnost vedla k rychlému posilování české koruny. Zatímco v roce 1997, tj. po měnových turbulencích činil kurz koruny cca 18 Kč za německou marku, tj. cca 36 Kč za hypotetické euro, v létě 2008, před vypuknutím finanční krize klesl i pod hodnotu 23 Kč za euro. Koruna tak byla přibližně o třetinu silnější⁶⁸ než o deset let dříve. Toto zcela jistě unikátní období v ekonomické historii se však těžko bude kdy opakovat. Cenou za ekonomickou přeměnu České republiky je mimořádně vysoký podíl vlastnictví nerezidentů v ekonomice, kteří ovládají většinu jejich nejvýnosnějších a nejúspěšnějších subjektů. V roce 2021 podniky pod zahraniční kontrolou zaměstnávaly 28 % pracujících, ale stály za 42 % přidané hodnoty v české ekonomice a stejným podílem zisků. Právě výnosy zahraničních investorů v ČR vedou k poměrně velkému rozdílu mezi HDP a hrubým národním důchodem (HND), který HDP očišťuje o příjmy, které rezidentům nenáleží. V platební bilanci se zisky nerezidentů z přímých investic otiskují do deficitu prvotních důchodů a snižují přebytek, resp. prohlubují schodek běžného účtu platební bilance.

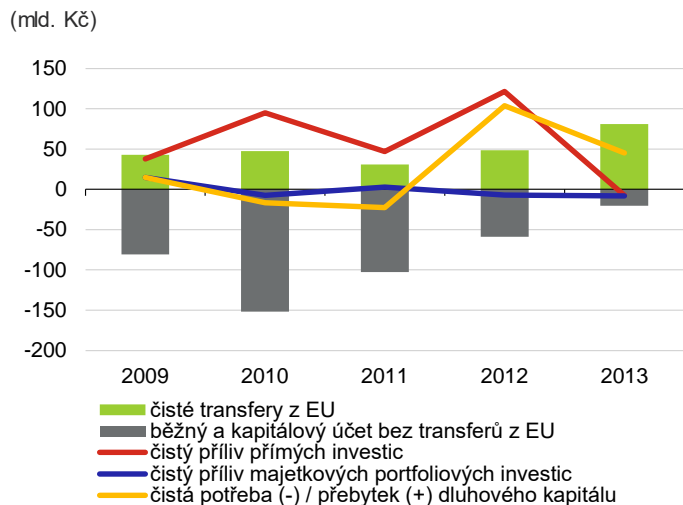
3. POSTUPNÝ POKLES POTŘEBY ZAHRANIČNÍHO FINANCOVÁNÍ VNĚJŠÍ NEROVNOVÁHY PO SKONČENÍ VELKÉ HOSPODÁŘSKÉ KRIZE (2009 AŽ 2013)

Globální finanční krize v letech 2008 a 2009 vedla k dočasnému zmírnění deficitu běžného účtu. Zejména v roce 2009 byl patrný výrazný pokles vývozu, ale propad dovozu byl ještě větší. Poté se, v roce 2010, vrátil deficit běžného účtu nad 100 mld. Kč, ale v následujících letech se již začal rychle snižovat. Příčinou byl rychlý růst přebytku obchodní bilance, odrážející především strukturální změny ekonomiky spojené do značné míry s přímými investicemi nerezidentů uskutečněnými v předešlém období. Postupně klesající potřeba zahraničního financování české ekonomiky se odrazila i v kapitálových tocích, především v podobě rostoucích investic rezidentů v zahraničí.

⁶⁸ Navíc je třeba upozornit na to, že ČNB v tomto období, na základě dohody s MF ČR, výnosy z prodeje majetku státu na devizový trh nepouštěla a prostřednictvím tzv. „privatizačního účtu“ odkupovala do svých rezerv. Privatizační příjmy tedy na posílení koruny neměly vliv. Jednalo se celkem o zhruba 370 mld. Kč.

Struktura přílivu kapitálu ze zahraničí se také změnila. Příliv přímých investic, do té doby hlavní zdroj financování deficitů běžného účtu, se snížil v průměru zhruba o třetinu oproti průměru let 1998-2008. Z počátku se jednalo převážně o obvyklou reakci investorů na krizi, postupně však začaly převažovat dlouhodobé faktory, které v podstatě platí dodnes. ČR se stala pro investory ekonomicky méně výhodná oproti zbývajícím zemím V4 (Polsko, Slovensko, Maďarsko) vlivem vývoje mezd, kurzu koruny či možnosti poskytování investičních pobídek. Naopak s dlouhodobější existencí domácích subjektů a jejich postupným budováním mezinárodní „pověsti“ se pro některé z nich otevřela možnost pro, úrokově výhodnější, zahraniční financování prostřednictvím emise dluhopisů. V případě vládních dluhopisů se zahraniční investoři začali zajímat i o domácí korunové emise. Naopak primární úpis akcií (IPO), jakožto možný zdroj financování firem, se v ČR výrazně nerozšířil.

Graf VI-3.3: Vývoj v letech 2009–2013



Na druhé straně s růstem ekonomické vyspělosti ČR dále rostl zájem českých investorů o přímé investice v zahraničí. Určitým paradoxem byl naopak výrazný pokles portfoliových investic rezidentů v zahraničí. Tento pokles zájmu lze zřejmě vysvětlit ztrátami hodnoty akcií v období krize, snížením výnosů zahraničních dluhopisů v důsledku poklesu úrokových sazeb a zřejmě i výhodnějšími domácími podmínkami pro investování.

Od roku 2008 se začal postupně zvyšovat i význam čistých příjmů z rozpočtu EU. Dopad těchto operací na kurzový vývoj eliminovala ČNB na základě dohody s MF ČR. Výsledkem byl odkup těchto prostředků a jejich umístění v zahraničí v rámci devizových rezerv ČNB. Změny v platební bilanci spojené s ekonomickou krizí, i díky členství v EU, nevedly k opětovné potřebě dluhového financování vnější nerovnováhy⁶⁹. Od roku 2012 se stala ČR čistým vývozcem kapitálu.

4. MASIVNÍ ZVÝŠENÍ PŘÍTOMNOSTI KRÁTKODOBÉHO DLUHOVÉHO KAPITÁLU V ČR V OBDOBÍ KURZOVÉHO ZÁVAZKU ČNB (LISTOPAD 2013 AŽ DUBEN 2017)

Snaha o uvolnění měnových podmínek v období podstřelování inflačního cíle vedla na počátku listopadu 2013 ČNB k rozhodnutí použít měnový kurz jako další nástroj měnové politiky. Šlo o přistoupení k tzv. kurzovému závazku, tj. rozhodnutí ČNB oslabit kurz koruny devizovými intervencemi zhruba o 5,5 % nad 27 CZK/EUR a nepřipustit jeho pokles pod tuto hodnotu po vyhlášené období. Toto období se vlivem déletrvajícího nepříznivého ekonomického vývoje prodlužovalo až do jeho ukončení na počátku dubna 2017. Uplatněním kurzového závazku se také upravil režim vyrovnávání nabídky a poptávky na devizovém trhu. Jednalo se o kombinaci dvou způsobů, při níž záleželo na tom, kde se pohybuje kurz koruny vůči euru. V případě, že byla koruna vůči euru slabší než 27 CZK/EUR, vyrovnával nabídku a poptávku na trhu bankovní sektor. Pokud poptávka po koruně stlačovala kurz pod 27 CZK/EUR, ČNB kupovala cizí měnu (euro), dokud koruna neoslabila nad tuto hranici.

V průběhu kurzového závazku bylo patrné zvyšování bilance zboží a služeb, spojené s rychlejším růstem vývozu než dovozu. Při přibližné stagnaci bilance prvotních důchodů, a mírném snižování druhotných, přešel běžný účet z velmi mírného deficitu do přebytku, který postupně narůstal. Zároveň se

⁶⁹ malé množství dluhového kapitálu bylo potřebné jen v letech 2010 a 2011

zvýšily přebytky kapitálového účtu, zejména vlivem vyššího čistého čerpání zdrojů z EU. Česká republika se na rozdíl od minulosti stala čistým vývozcem kapitálu, a to v rozsahu v průměru mírně přesahujícím 100 mld. Kč ročně. S určitým zjednodušením však lze říci, že téměř celý přebytek vytvářený v tomto období byl důsledkem čistých dotací z EU, které v průměru v tomto období přesahovaly 90 mld. Kč. Ty ČNB nadále nakupovala do svých rezerv a investovala zpět do zahraničí. Kromě růstu rezerv ČNB tak prakticky žádné operace na finančním účtu nebyly potřebné k financování vnějších (ne)rovnováh a objem finančních operací by býval mohl výrazně klesnout.

Přes tyto skutečnosti se však na finančním účtu objem finančních operací násobně zvýšil. Měnové politiky centrálních bank se v důsledku velké finanční krize extrémně uvolnily. Kapitál v rozvinutých zemích, zvláště v eurozóně a zemích s měnovou politikou na ní úzce navázaných⁷⁰, proto obtížně hledal zhodnocení. Kombinace kurzového závazku ČNB a extrémně uvolněné měnové politiky ECB neměla po určitou dobu významnější vliv na toky kapitálu do ČR. Tak to fungovalo do doby, kdy finanční trhy neočekávaly, vlivem nízké inflace a hospodářského růstu v ČR, změnu měnové politiky ČNB. Jednalo se o období od listopadu 2013 až do června 2015. V tomto období ČNB na devizovém trhu nebyla vůbec přítomna, měnový kurz se pohyboval nad úrovní 27 CZK/EUR.

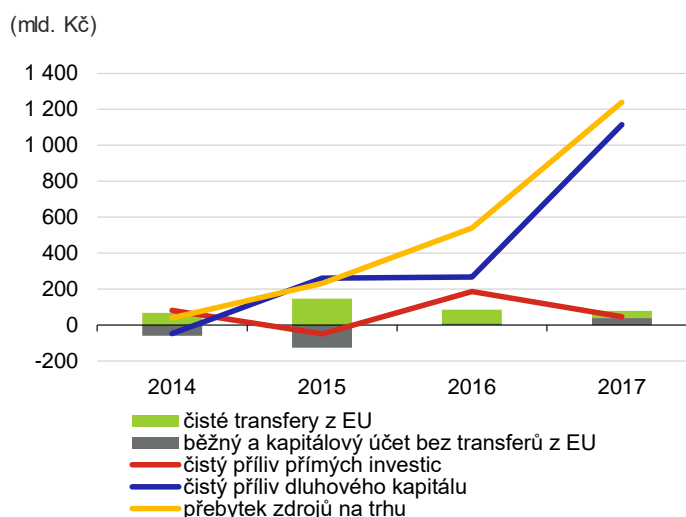
Ve druhé polovině roku 2015 se však začala situace pozvolna měnit.

S postupným ožíváním tuzemské ekonomiky se začal objevovat zájem nerezidentů o investice do české ekonomiky. Měl podobu krátkodobých investic, které směřovaly, vzhledem k omezené tuzemské nabídce, do vládních korunových dluhopisů a do krátkodobých korunových depozit u tuzemských bank. Ve značném rozsahu se přitom jednalo o operace zahraničních matek (případně s nimi propojených institucí) významných tuzemských bank⁷¹.

Na trhu se díky tomu vytvářel převis nabídky deviz nad poptávkou a tlaky na posilování koruny. ČNB musela na trhu intervenovat v rámci zachování svého závazku, ale její přítomnost na trhu nebyla permanentní.

Od září 2016 až do ukončení kurzového závazku v dubnu 2017 však byl již příliv krátkodobého kapitálu ze zahraničí masivní. Finanční trh na základě vývoje hospodářského růstu a inflace v ČR očekával brzké ukončení kurzového závazku a budoucí posílení koruny. Při přetrvávajících velmi uvolněných měnových podmínkách v rozvinutých zemích působila investice do koruny za daných podmínek jako atraktivní příležitost. ČNB však chtěla dodržet termín vyhlášeného závazku (minimálně do konce března 2017), a tak musela masivně intervenovat. Jestliže od prosince⁷² 2013 do června 2015 ČNB nebyla na trhu přítomna a od července 2015 do srpna 2016 nakoupila cca 14,5 mld. eur, tak od září 2016

Graf VI-3.4: Vývoj v letech 2014–2017



⁷⁰ zejména Dánsko, Švédsko, Švýcarsko

⁷¹ Tuzemský bankovní sektor je dominantně vlastněn nerezidenty.

⁷² Počáteční intervence na oslabení koruny činila cca 7,5 mld. euro.

do opuštění kurzového závazku na počátku dubna (tj. za posledních 7 měsíců závazku) nakoupila ČNB cca 54 mld. eur tj. téměř 1,5 bil. Kč.

Kurzový závazek ČNB pomohl obnovit hospodářský růst a vedl ke zvýšení inflace k inflačnímu cíli⁷³. Důsledkem zejména posledních dvou čtvrtletí kurzového závazku byl ovšem prudký nárůst krátkodobého zahraničního kapitálu v ČR. Ten obrátil zadluženost bankovního sektoru vůči zahraničí z mírně věřitelské pozice na čistý dluh v rozsahu 1,15 bil. CZK, a to převážně vlivem růstu objemu krátkodobých korunových depozit nerezidentů u tuzemských bank. Příliv spekulativního kapitálu rovněž zvýšil zadlužení vlády v zahraničí o více než 300 mld. Kč, tedy o více než polovinu, převážně vlivem růstu držby korunových dluhopisů nerezidenty. Patrné byly i přesuny prostředků v rozsahu vyšších desítek mld. korun u významných firem se zahraničními vlastníky ze zahraničí na korunové účty v tuzemsku. Na druhé straně se v důsledku devizových intervencí výrazně zvýšily devizové rezervy ČNB o cca 2 bil. korun.

Kurzový závazek tak fundamentálně změnil strukturu investiční pozice ČR vůči zahraničí. Jednak výrazně navýšil objem krátkodobého dluhového kapitálu nerezidentů v ČR. Ten může prohlubovat zranitelnost ekonomiky vůči vnějším šokům, protože je vysoce mobilní a jeho náhlý úprk může způsobit prudký depreciační tlak a v extrémním případě i měnovou krizi. Zároveň se ovšem v obdobném rozsahu navýšily devizové rezervy centrální banky, tedy likvidní zahraniční aktiva, jejichž prodejem by ČNB dokázala odliv zahraničního kapitálu kompenzovat.

5. TOKY KAPITÁLU V OBDOBÍ VNĚJŠÍ ROVNOVÁHY ČR (2017 AŽ 2019)

V období po ukončení kurzového závazku (2017-2019) začal postupně klesat přebytek běžného a kapitálového účtu ČR. Příčinou bylo především mírné snížení přebytku obchodní bilance a postupné prohlubování deficitu prvotních důchodů. S určitým zjednodušením lze říci, že za tím prvním stál růst cen dovážených, zejména energetických surovin po odeznění nepříznivého světového hospodářského vývoje a za prohlubováním deficitu prvotních důchodů růst úrokových sazeb ČNB. České dcery zahraničních bank měly po krizi deponováno u ČNB cca 2,6 bil. Kč, což při růstu sazeb navyšuje čisté zisky bank, které jsou ve formě vyplacených dividend transferovány do zahraničí.

Rozsah zahraničního krátkodobého kapitálu, přítomného v ČR se snížil v rozsahu 300 až 350 mld. Kč. Jeho rozhodující část však v ČR zůstala, dominantně zřejmě vlivem nadále extrémně uvolněné měnové politiky ECB, která krátkodobý kapitál vytlačovala do zahraničí. Před dalším přílivem krátkodobého kapitálu do ČR spojeným s růstem úrokových sazeb ČNB však zřejmě „chránil“ českou ekonomiku v tomto období obdobný růst sazeb v několika dalších rozvinutých zemích, dominantně pak USA.

6. VLIV PANDEMIE COVID-19 A VÁLKY NA UKRAJINĚ NA KAPITÁLOVÉ TOKY (OBDOBÍ 2020 AŽ 2023)

Ekonomická omezení po vypuknutí pandemie covid-19 v souhrnu vedla k rekordnímu přebytku běžného účtu v roce 2020. Česko sice přišlo o větší přebytky vytvářené cestovním ruchem, tento vliv byl ale převážen snížením cen dovážených energií a prudším poklesem domácí poptávky než té zahraniční. Rovněž poměrně výrazný pokles ziskovosti firem se projevil ve zmírnění záporného salda důchodů z investic. Citelně se zvýšil také přebytek na kapitálovém účtu, a to jak vlivem vyšších čistých transferů z EU, tak vlivem obchodů s emisními povolenkami. Rekordní přebytek běžného a kapitálového účtu vedl k významnému čistému vývozu kapitálu do zahraničí, přičemž objemově nejvýznamnější byl pokles krátkodobého cizoměnového zadlužení bank vůči zahraničí.

Rok 2021, a zejména rok 2022, ovšem představovaly další zásadní zvrát ve vnější bilanci České republiky. Za pouhé dva roky od dosažení historicky největšího přebytku země vůči zahraničí (v

—

⁷³ Byť se dostupné studie liší v kvantitativních odhadech, většina nalézá kladný vliv kurzového závazku na hospodářský růst i inflaci (viz např. Brůha a Tonner, 2017, Opatrný, 2017, Baxa a Šestořád, 2019)

absolutním vyjádření) se země dostala naopak do nejhlubšího deficitu. Za prudkou změnou stálo několik vlivů, přičemž dva byly klíčové – problémy tuzemského automobilového průmyslu se subdodávkami ze zahraničí a prudký růst cen surovin na světových trzích, zejména zemního plynu a ropy. Dalšími méně významnými faktory bylo prohloubení záporného salda důchodů z investic (vyplacené dividendy do zahraničí) a prudká redukce přebytku kapitálového účtu (výdaje na emisní povolenky).

Financování rozsáhlé vnější nerovnováhy české ekonomiky vyžadovalo čistý příliv zahraničního kapitálu. Namísto toho ovšem zahraniční kapitál začal Česko opouštět. V létě 2023 totiž došlo k obměně bankovní rady ČNB, od níž trh očekával uvolněnější měnovou politiku. Kombinace hluboké vnější nerovnováhy a odlivu krátkodobého dluhového kapitálu by za normálních okolností vedla k prudkému oslabení kurzu koruny.

Skutečný vývoj kapitálových toků však byl odlišný vlivem razantního zásahu ČNB. Ta se, ve snaze utlumit v roce 2022 značné inflační tlaky, rozhodla prudkému oslabení koruny zabránit a opět využít kurzu koruny jako měnověpolitického nástroje ke zmírnění inflačních tlaků. ČNB svými přímými devizovými intervencemi v rozsahu cca 26 mld. euro (v období od května do počátku října 2022) vynutila mírné posílení koruny. Rozsahem intervencí tak nejen pokryla vnější nerovnováhu, ale umožnila i hladký odliv krátkodobého kapitálu nerezidentů. Intervence pomohly poměrně významně snížit čistou zahraniční zadluženost bankovního sektoru o více než 300 mld. Kč a v malém rozsahu též zahraniční zadluženost vlády.

Odliv krátkodobého dluhového kapitálu z ČR pokračoval i v roce 2023, kdy se úrokové rozpětí mezi korunou a eurem dále zmenšovalo při růstu eurových sazeb a stagnaci těch korunových. Tempo odlivu se zvýšilo zejména v druhé polovině roku po formálním ukončení intervenčního režimu ČNB, který sice tou dobou již téměř tři čtvrtě roku nebyl využíván, ovšem mohl být investory vnímán jako určitá pojistka proti razantnímu oslabení koruny. Depreciační působení odlivu kapitálu bylo z části kompenzováno vnějšími přebytky české ekonomiky, která se po odeznění výrobních obtíží v průmyslu a ústupu cen dovážených energií navrátila za jediný rok k přebytku běžného účtu.

ZÁVĚR

Českou ekonomiku se podařilo v prvních 15 letech existence poměrně úspěšně a rychle transformovat. Původní uzavřená ekonomika s dominantním státním vlastnictvím, v níž byla vnější rovnováha zajišťována omezením dovozu a přístupem ke směnitelným měnám, se proměnila na rozvinutou ekonomiku s plnou vnější směnitelností své měny. Hlavním faktorem, který tuto situaci zajistil, byl přechod významných částí ekonomiky do zahraničních rukou a významné přesuny výrob zejména ze západní Evropy do ČR. V pozdějších letech částečně pomohly i čisté dotace z EU a samozřejmě zapojení ČR do fungování jednotného trhu EU

Za úspěšné období z pohledu tvůrců politik mohou být považovány kroky na počátku zavedení směnitelnosti a v období měnové odluky se Slovenskem (stabilita podmínek při transformaci ekonomiky, minimální zadluženost ČR a budování devizových rezerv) a kroky přijaté po krizi v roce 1997 (zvýšení konkurenceschopnosti ekonomiky prostřednictvím opatření na příliv přímých investic s vlivem na pozdější obnovení vnější rovnováhy ČR). Rovněž kurzový závazek v letech 2013–17 povzbudil tehdy utlumený hospodářský i cenový růst.

Méně úspěšná byla léta 1994–97, kdy došlo k uspěchanému dokončení směnitelnosti koruny v roce 1995, pomalému přijímání mezinárodních standardů bankovního dohledu ústíci v poskytování značného množství nestandardních úvěrů a růstu vnější nerovnováhy země nad bezpečnou úroveň s následnou vynucenou depreciací koruny a opuštěním kurzového režimu. Za druhé méně úspěšné období lze – s výhodou zpětného pohledu – považovat pozdní opuštění kurzového závazku v roce 2017, které sice uchránilo důvěryhodnost ČNB po veřejně vyhlášeném závazku, ale vedlo ke zbytečnému přílivu krátkodobého kapitálu v rozsahu téměř 1,5 bilionu korun. V těchto obdobích zahraniční krátkodobý kapitál vydělal na přesném odhadu ekonomické situace ČR. V letech 2021 a 2022 to přispělo k negativnímu hospodářskému výsledku ČNB.

LITERATURA

Baxa, J. a Šestořád, T. (2019), „The Czech Exchange Rate Floor: Depreciation without Inflation?“, CNB Working Paper.

Böhm, J. a Žďárský, V. (2003), „Conducting monetary policy in a small open economy under globalised capital markets – the experience of the Czech Republic“, BIS Papers No 23.

Brůha, J. a Tonner, J. (2017), „An Exchange Rate Floor as an Instrument of Monetary Policy: An Ex-post Assessment of the Czech Experience“, CNB Working Paper.

Dědek, O. (2000): Příčiny a průběh měnových turbulencí v České republice v roce 1997. Politická ekonomie 2000, 48(6). <https://polek.vse.cz/magno/pol/2000/mn6.php?secid=1>

Opatrný, M. (2017), „Quantifying the Effects of the CNB's Exchange Rate Commitment: A Synthetic Control Method Approach“, Czech Journal of Economics and Finance, 67(6), pp. 539-577.

VI.4 JAK ROZKLÍČOVAT CENOVÉ A OBJEMOVÉ EFEKTY V ZAHRANIČNÍM OBCHODU SE ZBOŽÍM⁷⁴

V uplynulých letech světová ekonomika prošla sérií šoků, které střídavě ovlivňovaly ceny a objemy obchodovaného zboží. Přestože jak české vývozy, tak dovozy oproti roku 2019 nominálně vzrostly, pro pochopení hybatelů pozorovaných změn i implikací pro vnější bilanci a konkurenceschopnost ČR, je užitečné rozložit vývoj obchodu na cenové a objemové faktory, nejlépe v odvětvové struktuře. Tento článek vysvětluje rozklad dynamiky zahraničního obchodu na cenové a objemové faktory pomocí Bennetovy dekompozice. Výsledek je ilustrován na datech hlavních skupin SITC. V ČNB je tento přístup používán od roku 2024 k rozkladu změn salda zahraničního obchodu se zbožím v Chartbooku Zprávy o měnové politice ČNB (ZoMP).

PROČ NENÍ JEDNODUCHÉ DEKOMPOZICI NA OBJEMOVÉ A CENOVÉ EFEKTY PROVÉST?

Rozklíčování objemových a cenových efektů obrátů a salda zahraničního obchodu je důležité pro diskuzi o vnější udržitelnosti či konkurenceschopnosti dané ekonomiky. Pokud např. v ekonomice dojde k poklesu bilance zahraničního obchodu, je rozdíl, zda za tím stojí dočasný cenový šok, řekněme do cen dovážených komodit, nebo naopak postupné chřadnutí exportní výkonnosti ekonomiky. První případ dočasného cenového šoku není pro vnější udržitelnost ekonomiky z dlouhodobého pohledu zásadní, na rozdíl od druhého případu, kdy by docházelo k setrvalému poklesu objemů i relativních cen vývozu. Rozklíčování objemových a cenových efektů, nejlépe v podrobnější struktuře, tak může přispět k diskuzím o vnější udržitelnosti ekonomiky.

Provedení rozkladu na cenové a objemové efekty není však přímočaré. Ilustrujme si problematiku rozkladu změn obchodu na případu vývozu (u dovozu je postup analogický). Uvažujme dvě období, která srovnáváme: období 0 a 1. Celkové vývozy V_0 v základní periodě (označme ji jako 0) jsou součtem součinů reálných objemů vývozu jednotlivých skupin zboží q_{i0} a jejich cen p_{i0} :

$$V_0 = \sum_i p_{i0} q_{i0},$$

a obdobně pro srovnávací období 1: $V_1 = \sum_i p_{i1} q_{i1}$. Potřebujeme rozložit změnu vývozu mezi časy 1 a 0 na cenové P_i a objemové Q_i efekty pro jednotlivé skupiny zboží i :

$$V_1 - V_0 = \sum_i Q_i + \sum_i P_i,$$

kde $\sum_i Q_i$ bude celkový objemový efekt a $\sum_i P_i$ celkový cenový efekt.

Rozklad na cenové a objemové efekty by byl triviálně jednoduchý, pokud by se neměnily ceny či objemy. Konkrétně, pokud by se měnily pouze objemy, a nikoliv ceny jednotlivých skupin zboží (tedy $p_{i1} = p_{i0}$), byly by cenové efekty zřejmě nula ($P_i = 0$) a indikátor objemových efektů pro jednotlivé skupiny zboží by byl dán jako změna objemu násobená cenou konkrétní skupiny zboží: $Q_i = (q_{i1} - q_{i0}) p_{i0} = (q_{i1} - q_{i0}) p_{i1}$. Pokud by se naopak neměnily reálné objemy vývozu jednotlivých skupin zboží (tedy $q_{i1} = q_{i0}$), bylo by snadné identifikovat vliv změn cen. Objemové efekty by byly triviálně nula ($Q_i = 0$) a výsledný indikátor cenových efektů pro jednotlivé skupiny by představoval změnu ceny násobenou objemem konkrétní skupiny zboží, nebo: $P_i = (p_{i1} - p_{i0}) q_{i0} = (p_{i1} - p_{i0}) q_{i1}$.

V realitě se však mění jak ceny, tak se mění i objemy obchodu, což celý problém komplikuje. Úvahy výše můžou svádět k použití výrazu $Q_i = (q_{i1} - q_{i0}) p_{i0}$ k odhadu objemových efektů a výrazu

⁷⁴ Autorkou je Oxana Babecká Kucharčuková (ČNB). Názory představené zde patří autorce a neodrážejí nezbytně oficiální stanovisko ČNB. Autorka děkuje J. Brůhovi za přínosné komentáře a diskuzi k první verzi tohoto textu.

$P_i = (p_{i1} - p_{i0}) q_{i0}$ k odhadu cenových efektů (analogie Laspeyresova indexu). Zmíněný přístup skutečně má některé výhody: je jednoduchý a má přímočarou interpretaci. Například cenový efekt říká, jak by se změnila nominální hodnota vývozu zboží i v periodě 1, pokud bychom vyvezli stejné množství zboží jako v základní periodě 0. Na druhou stranu má takový výpočet řadu nedostatků. Jednak se součet všech cenových i objemových efektů nemusí rovnat celkové změně vývozu. Toto reziduum je významné zejména v obdobích, ve kterých dochází k prudkým změnám cen či struktury vývozu.⁷⁵ Další nepříjemnou vlastností je to, že pokud bychom chtěli kumulovat rozklady mezi jednotlivými roky, např. roky 0, 1, a 2, uvedené reziduum by se kumulovalo také a může se stát, že by v čase rostlo. Dále také neplatí (bez ohledu na výše zmíněné reziduum), že rozklad mezi roky 2 versus 0 se musí rovnat součtu rozkladů mezi roky 2 versus 1 a 1 versus 0. Do obdobných problémů bychom se dostali, pokud bychom použili období 1 namísto období 0 jako referenční kotvu pro výpočet, tedy $Q_i = (q_{i1} - q_{i0}) p_{i1}$ jako odhad objemových efektů a výraz $P_i = (p_{i1} - p_{i0}) q_{i1}$ jako odhad cenových efektů (analogie Paascheho indexu). Opět součet cenových a objemových efektů by nedával celkovou změnu vývozu a toto reziduum by se kumulovalo v čase.

BENNETOVA DEKOMPOZICE

Existuje metoda rozkladu na objemové a cenové vlivy, při jejímž použití by nevznikalo reziduum rozkladu, a současně by tato metoda měla obecně žádoucí statistické vlastnosti? V tomto článku představujeme jednu z metod nabízených ekonomickou teorií, tzv. Bennetovu dekompozici (Bennet, 1920), při jejíž aplikaci reziduum nevzniká. Bennetova dekompozice pro objemové efekty váží změnu objemů průměrem cen roku 0 a 1, tedy: $Q_i = 1/2 (q_{i1} - q_{i0}) (p_{i1} + p_{i0})$, a analogicky cenové efekty jsou definovány jako rozdíl cen vážený průměrem objemů: $P_i = 1/2 (p_{i1} - p_{i0}) (q_{i1} + q_{i0})$. Jinými slovy, jedná se o aritmetický průměr mezi oběma přímočarými metodami popsány výše. Lze se jednoduše přesvědčit, že pro takto definované cenové a objemové efekty bude rozklad změny vývozu přesný, tj. nebude vznikat žádné reziduum.

Tato metoda splňuje další důležité vlastnosti. Zejména: **(1) Rozklad je nezávislý na jednotkách:** není rozdíl, budou-li ceny uvedené v korunách či haléřích, rozklad se jednoduše přenásobí poměrem jednotek. **(2) Rozklad nezávisí na bazickém roce:** pokud jako bazický rok vezmeme rok 1 místo roku 0, změní se pouze znaménko rozkladu. **(3) Rozklad je monotónní:** cenové efekty jsou rostoucí funkcí změn cen a klesající funkcí změn objemů (a naopak pro objemové efekty). **(4) Rozklad má konzistentní agregaci:** pokud jsou cenové indexy konstruovány pomocí daného přístupu, nezávisí na stupni agregace dat. **(5) Rozklad je tranzitivní:** stejný výsledek obdržíme, pokud rozložíme změnu přímo mezi roky 2 a 0, nebo pokud spočítáme rozklad mezi roky 2 a 1 a poté mezi roky 1 a 0, a tyto rozklady sečteme. Výsledky se tak dají kumulovat, což je důležité pro aplikaci v tomto článku.

Praktické využití znázorníme na příkladu rozkladu změn salda zahraničního obchodu oproti roku 2019. Rozklad byl proveden na ročních datech vývozu a dovozu ČSÚ. Výsledné efekty objemů a cen jsou agregované do nejvýznamnějších skupin pomocí Standardní mezinárodní klasifikace zboží (SITC). Pro zahraniční obchod ČR jsou nejdůležitější skupina SITC 3 (minerální paliva, maziva) a skupina SITC 7 (stroje a dopravní prostředky). Pro tyto skupiny počítáme efekty cen a objemů zvlášť; efekty cen a objemů ostatních hlavních skupin SITC sčítáme dohromady.⁷⁶ Výsledek potvrzuje, že významným hybatelem dočasného poklesu bilance zboží do záporných hodnot v roce 2021 a 2022 byly zejména cenové efekty plynoucí z dramatického nárůstu cen energetických surovin (graf VI-4.1). Objemy obchodu se stroji a dopravními prostředky působily ve zkoumaných letech ve směru nižšího přebytku než v roce 2019. Na druhou stranu zhodnocování směnných relací (tj. rychlejší zdražování vývozu než dovozu) v uvedené

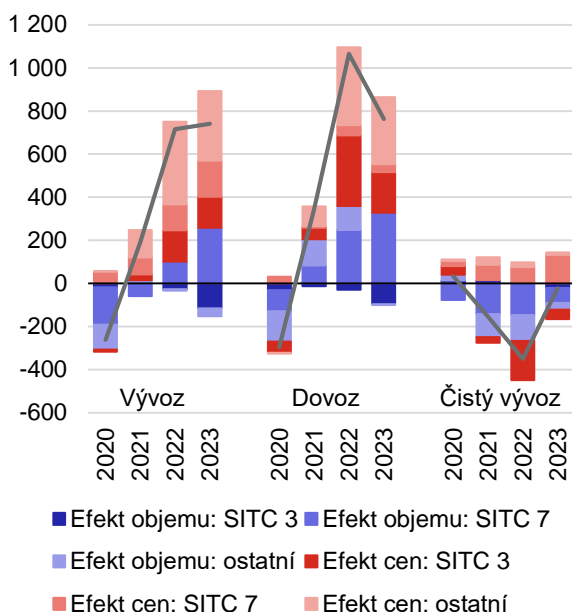
⁷⁵ Což se například stalo u salda zboží v loňském roce.

⁷⁶ Dvě skupiny SITC (4 a 9) nemají svůj vlastní cenový index, proto byl použit cenový index pro celkové vývozy, resp. dovozy. Vzhlédem k malé váze těchto skupin by to nemělo představovat závažný problém pro interpretaci výsledků. Protože Bennetova dekompozice splňuje podmínku konzistentní agregace (viz výše), bude výsledek cenových a objemových efektů pro ostatní skupiny nezávislý na tom, jaký deflátor se pro tyto dvě skupiny použije (samozřejmě, rozklad těchto skupin 4 a 9 ovlivněn bude).

skupině strojů obchodní bilanci ve srovnání s rokem 2019 navyšovalo. Současně probíhající zhodnocování směnných relací spolu s rostoucími objemy exportů lze interpretovat jako evidenci pro pokračující konkurenceschopnost českých exportérů, neboť jsou exportéři schopni prodávat větší objemy za relativně vyšší ceny. O rostoucí konkurenceschopnosti také svědčí i nadále pozvolna narůstající podíl českých vývozu na světových vývozech (Graf VI-4.2).

Graf VI-4.1: Rozklad na ceny a objemy

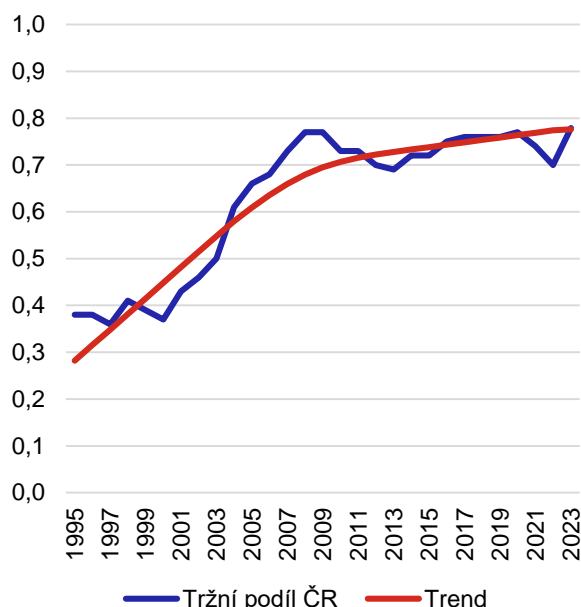
(změna oproti roku 2019, v mld. Kč)



Zdroj: ČNB, výpočet autorky

Graf VI-4.2: Tržní podíl exportu zboží a služeb

(v %)



Zdroj: Eurostat, IMF-DOTS, ČNB, výpočet autorky

Pozn.: Podíl vývozu zboží a služeb ČR na celosvětovém vývozu zboží a služeb. Indikátor [Scoreboardu ČNB](#), publikovaný ve Zprávě o měnové politice Jaro 2024.

ALTERNATIVNÍ PŘÍSTUPY

Je Bennetova dekompozice jedinou metodou, která dává přesný rozklad a splňuje výše uvedené rozumné vlastnosti? Nikoliv, existují i jiné metody založené např. na logaritmických průměrech, které také dávají přesný rozklad a které splňují některé výše uvedené vlastnosti, jejich přehled detailně komentuje De Boer a Rodrigues (2020). Nicméně vzhledem k jednoduchosti Bennetova přístupu, a k tomu, že splňuje další požadavky, byl zvolen jako základní přístup. Zároveň výpočty v této metodické poznámce byly ověřené i pomocí alternativních rozkladů a kvalitativní závěry zůstávají v platnosti.

Tabulka VI.4-1 představuje další aditivní metody. Rozkládají změny hodnot vývozu a dovozu, jejich výsledky se proto dají přímo odečíst, a lze tak získat i rozklad čistých vývozu na cenové a objemové efekty.⁷⁷ Tabulka sumarizuje pouze tzv. „ideální“ metody, tj., metody, u nichž se k cenovým a objemovým ukazatelům přistupuje symetricky. Známy Laspeyresův či Paascheho index (a jejich aditivní analogie) z tohoto pohledu „ideální“ nejsou.

⁷⁷ Existují i analogické multiplikační dekompozice (příčemž Bennetově rozkladu by odpovídal Fisherův ideální index a Montgomeryho rozkladu by odpovídal Montgomery-Vartia index). Tyto multiplikační dekompozice by se hodily pro rozložení růstů vývozu a dovozu. Vzhledem k tomu, že čisté vývozy představují rozdíl úrovní vývozu a dovozu, není použití multiplikačních rozkladů pro účely tohoto příspěvku vhodné.

Tabulka VI.4-1: Dekompozice na efekty cen a objemu pomocí „ideálních“ metod

| Název | Váhy | Efekt cen | Efekt objemů |
|----------------------|---|---|---|
| Bennet | – | $P_i = \frac{q_{i1}+q_{i0}}{2}(p_{i1} - p_{i0})$ | $Q_i = \frac{p_{i1}+p_{i0}}{2}(q_{i1} - q_{i0})$ |
| Montgomery | $w_i = L(p_{i1}q_{i1}, p_{i0}q_{i0})$ | $P_i = w_i \ln\left(\frac{p_{i1}}{p_{i0}}\right)$ | $Q_i = w_i \ln\left(\frac{q_{i1}}{q_{i0}}\right)$ |
| Aditivní Sato-Vartia | $w_i = \frac{L(s_{1i}, s_{i0})L(V_1, V_0)}{\sum_j L(s_{1j}, s_{j0})}$ | $P_i = w_i \ln\left(\frac{p_{i1}}{p_{i0}}\right)$ | $Q_i = w_i \ln\left(\frac{q_{i1}}{q_{i0}}\right)$ |

kde $L(a, b)$ značí logaritmický průměr definovaný jako $L(x, y) = \frac{x-y}{\ln x - \ln y}$ pro $x \neq y$ (a $L(x, x) = x$), $s_{1i} = \frac{p_{i1}q_{i1}}{\sum_j p_{j1}q_{j1}}$ je pak nominální podíl i-té skupiny na celkových vývozech v dané periodě (a analogicky pro s_{0i}).

Zdroj: De Boer a Rodrigues (2020)

ZÁVĚR

V tomto článku byl představen způsob rozkladu dat zahraničního obchodu se zbožím na cenové a objemové efekty. Metodologie je založená na dekompozici Benneta a byla aplikována na rozklad změn obchodní bilance ČR oproti poslednímu předkrizovému roku 2019. Od ledna 2024 našla dekompozice Benneta své pravidelné využití v Chartbooku ZoMP pro znázornění vybraných cenových a objemových efektů, a proto může být tato metodická poznámka přínosná pro čtenáře, který se zajímá o motivaci a metodologické aspekty rozkladu.

Aplikace této metodologie na data o českém zahraničním obchodu se zbožím ukázala důležitost cenových efektů pro celkovou bilanci. Na jedné straně nepříznivý šok do cen minerálních paliv bilanci v letech 2021 a 2022 dočasně zhoršil, na druhou stranu postupné zhodnocování směnných relací v průmyslovém zboží, zejména v oblasti strojů a dopravních prostředků, obchodní bilanci vylepšovalo a více než kompenzovalo klesající reálné objemy čistých vývozu. To znamená, že ČR je dlouhodobě schopná směnit své vývozy za větší objemy zahraničního zboží, tj. obchodujeme za lepší ceny.

LITERATURA

Bennet, T.L. (1920): The Theory of Measurement of Changes in the Cost of Living. *Journal of the Royal Statistical Society*, 83, 455–462.

De Boer P., Rodrigues J. F. D. (2020): Decomposition analysis: when to use which method?, *Economic Systems Research*, 32:1, 1-28, DOI: 10.1080/09535314.2019.1652571.

VII. STATISTICKÁ PŘÍLOHA: PLATEBNÍ BILANCE V LETECH 2019–2023

| mld. Kč | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | p. s. 2023 |
|---|---------|---------|---------|---------|------------|
| A. Běžný účet | 19,2 | 113,7 | -168,0 | -332,8 | 29,2 |
| Zboží | 239,8 | 280,3 | 69,0 | -22,6 | 290,4 |
| Vývoz | 3 579,1 | 3 388,7 | 3 809,5 | 4 313,6 | 4 371,4 |
| Dovoz | 3 339,2 | 3 108,4 | 3 740,5 | 4 336,2 | 4 081,0 |
| Služby | 106,0 | 103,5 | 105,0 | 97,5 | 93,4 |
| Výrobní služby a opravy | 47,3 | 45,7 | 47,5 | 56,3 | 59,0 |
| Doprava | 23,3 | 20,2 | 12,5 | 0,9 | 10,8 |
| Cestovní ruch | 32,4 | 5,0 | -3,1 | 13,9 | 3,6 |
| Ostatní služby | 3,0 | 32,5 | 48,1 | 26,3 | 19,9 |
| Příjmy celkem | 698,3 | 603,5 | 647,5 | 811,7 | 882,0 |
| Výdaje celkem | 592,3 | 499,9 | 542,5 | 714,2 | 788,7 |
| Prvotní důchody | -292,2 | -242,2 | -312,0 | -367,2 | -317,3 |
| Náhrady zaměstnancům | 16,3 | 24,1 | 13,0 | -11,3 | -0,9 |
| Důchody z investic | -333,6 | -292,8 | -347,8 | -367,2 | -328,0 |
| Ostatní prvotní důchody | 25,1 | 26,5 | 22,8 | 11,3 | 11,6 |
| Příjmy celkem | 304,9 | 231,1 | 279,4 | 331,6 | 376,7 |
| Výdaje celkem | 597,1 | 473,4 | 591,4 | 698,8 | 694,0 |
| Druhotné důchody | -34,4 | -28,0 | -30,0 | -40,4 | -37,3 |
| Příjmy | 91,4 | 108,4 | 113,0 | 135,2 | 137,3 |
| Výdaje | 125,8 | 136,4 | 143,1 | 175,6 | 174,6 |
| B. Kapitálový účet | 24,5 | 66,8 | 103,8 | 48,0 | 88,5 |
| Příjmy | 104,3 | 165,6 | 328,9 | 400,4 | 456,7 |
| Výdaje | 79,8 | 98,8 | 225,2 | 352,3 | 368,2 |
| C. Finanční účet | 8,4 | 163,3 | -40,0 | -293,9 | 143,9 |
| Přímé investice | -137,1 | -149,1 | -28,5 | -83,5 | -16,3 |
| z toho saldo reinvestice zisku | -39,4 | -89,8 | -131,7 | 1,9 | -108,6 |
| v zahraničí | 109,0 | 44,2 | 251,5 | 130,7 | 167,9 |
| v České republice | 246,2 | 193,2 | 280,1 | 214,1 | 184,2 |
| Portfoliové a ostatní investice | 34,3 | 253,8 | -249,3 | 141,8 | 122,9 |
| ČNB | 9,5 | -2,1 | -119,2 | -44,3 | 134,2 |
| Banky | 57,7 | 164,6 | -136,8 | 297,0 | -95,9 |
| Vládní instituce | 13,8 | -13,1 | -65,3 | -74,1 | 55,6 |
| Ostatní | -46,8 | 104,4 | 72,0 | -36,8 | 29,0 |
| Finanční deriváty | 1,0 | 10,8 | -58,2 | -45,1 | 1,2 |
| Rezervní aktiva | 110,2 | 47,8 | 296,1 | -307,1 | 36,1 |
| D. Saldo běžného a kapitálového účtu | 43,6 | 180,5 | -64,3 | -284,8 | 117,7 |
| Saldo finančního účtu +půjčky/-výpůjčky | 8,4 | 163,3 | -40,0 | -293,9 | 143,9 |
| Chyby a opomenutí | -35,3 | -17,2 | 24,2 | -9,1 | 26,2 |