

1.2. Proporce běžného a finančního účtu ve vnější rovnováze ekonomiky ČR

- Deficitní běžný účet opět kryt přebytkem na účtu finančním ...**

Pohodlné krytí deficitu na běžném účtu platební bilance přebytkem finančního účtu, typické zejména pro období 1999-2002 s největším přílivem přímých zahraničních investic do České republiky, není od roku 2003 již tak přesvědčivé. Právě v něm došlo k poměrně významnému poklesu zisků investovaných zahraničními vlastníky do české ekonomiky. Zároveň s tím ani přímé kapitálové vstupy nedosáhly úrovně srovnatelné s předchozími léty - ty dohromady s objemem reinvestovaných zisků dosáhly 59,4 mld. Kč, zatímco v průměru za roky 1999-2002 činily 205,1 mld. Kč (v roce 2002 činilo saldo přímých zahraničních investic v tuzemsku dokonce 270,1 mld. Kč, ovšem více než stamiliardovou částkou se na něm podílel prodej společnosti Transgas).

- ... ovšem nikoli tak přesvědčivé jako v období 1999-2002**

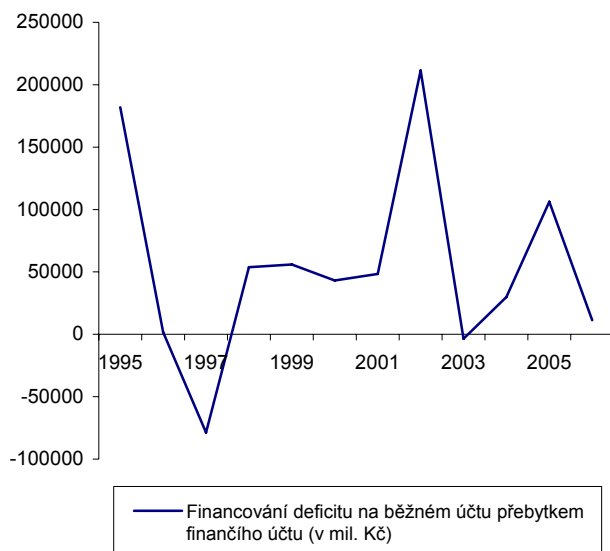
Revidovaná čísla platební bilance za roky 2004-2006 ukázala, že po výkyvu v roce 2003 opět dochází k profinancování schodků na běžném účtu pozitivním saldem na účtu finančním (graf č. 4). Tento rys – pozitivní pro vnější rovnováhu – byl však výraznější v roce 2005 (díky relativně vysokému přebytku finančního účtu ve výši 154,7 mld. Kč při nepříliš hlubokém schodku běžného účtu dosahujícím 48,5 mld. Kč).

- Rok 2005 zaznamenal historicky nejvyšší čistý příliv přímých investic do ČR**

V roce 2005 došlo k historicky nejvyššímu přílivu zahraničních investic do české ekonomiky s čistým saldem 279,2 mld. Kč – z toho kapitálové vstupy a reinvestované zisky dosáhly 262,5 mld. Kč, zbytek činily ostatní investice. Došlo zároveň k dalšímu netypickému vývoji v oblasti přímých investic tuzemských subjektů v zahraničí, a sice k velmi slabému vykázanému výslednému saldu, které činilo 0,4 mld. Kč.

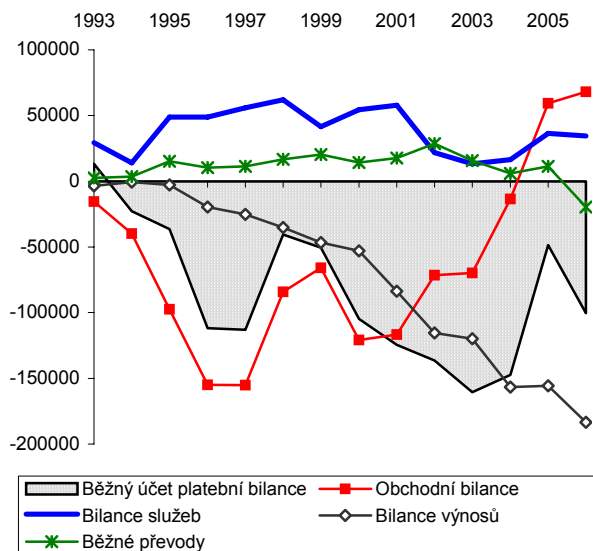
Přestože v letech 2004 a 2006 odplýval ze země v podobě přímých investic kapitál v objemu několika desítek miliard Kč (26,1 mld. Kč v roce 2004 a 30,4 mld. Kč v roce 2006), v roce 2005 činily přímé kapitálové vstupy českých firem do ekonomik jiných zemí pouze 4,3 mld. Kč. „Vrácený“ ostatní kapitál dosahoval přibližně téže výše (4,7 mld. Kč), takže v položce přímých investic v zahraničí nezaznamenala ČR v roce 2005 odliv kapitálu ze země, ale naopak, jak již bylo uvedeno, nepatrný příliv.

Graf č. 4 Rozdíl sald finančního a běžného účtu platební bilance (v mil. Kč)



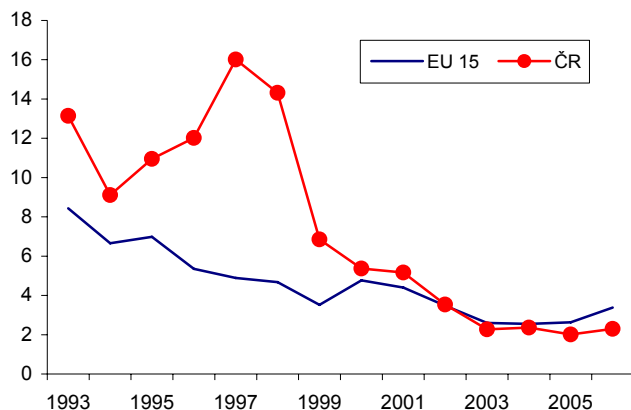
Pramen: ČNB

Graf č. 5 Struktura běžného účtu platební bilance (v mil. Kč, salda položek)



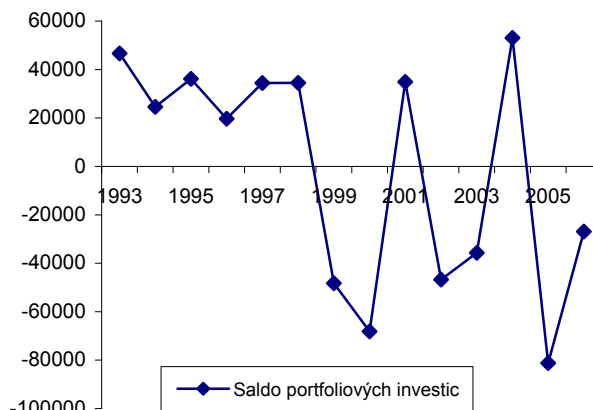
Pramen: ČNB

Graf č. 6 Úrokový diferenciál ČR a EU 15
(3M sazby peněžního trhu, v %, roční průměry)



Pramen: EUROSTAT, vlastní propočty

Graf č. 7 Saldo portfoliových investic
(v mil. Kč)



Pramen: ČNB

- Portfoliové investice s výraznými meziročními výkyvy od roku 1998**

Portfoliové investice jsou na rozdíl od přímých investic z podstaty volatilnější. Kapitál, zejména krátkodobý, je schopný kdykoli a často i nečekaně opustit hranice země, což může mít dopady na stabilitu směnných kurzů, jak ukazují příklady několika měnových krizí (ve druhé polovině 90. let masivní „asijská“ či ataky na českou korunu, jihoafrický rand a thajský baht).

Velikost úrokového diferenciálu, který hraje výraznou roli v poptávce po měně dané země, ovlivnila i čisté toky portfoliových investic v platební bilanci České republiky v letech 1993-1997. Jak je vidět v grafu č. 6, i po zohlednění extrémně vysoké úrovně úrokových sazeb v ČR v roce 1997 (v reakci na měnovou krizi způsobenou masivním úprkem krátkodobého portfoliového kapitálu z ČR) byly úrokové míry podstatně vyšší než v EU 15, což pochopitelně lákalo tento kapitál do země. Zájem o korunu byl tak obrovský, že bylo nutné měnu sterilizovat.

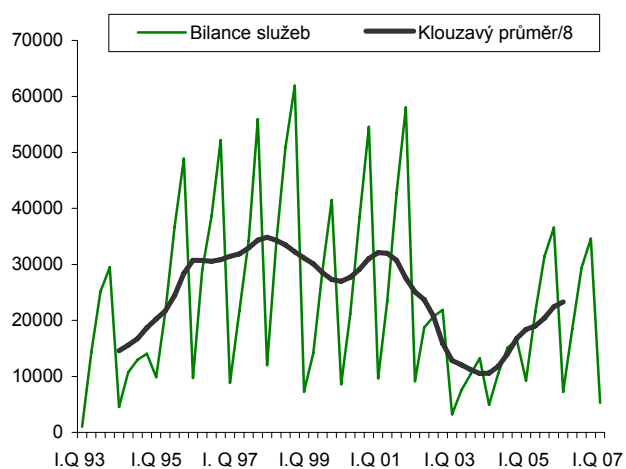
- Záporný úrokový diferenciál od roku 2003 učinil portfoliové investice do ČR méně atraktivní v dluhopisech ...**

V roce 2002 byl již úrokový diferenciál mezi ČR a EU 15 v podstatě nulový (roční průměr tříměsíčních úrokových sazeb na peněžním trhu činil za staré země EU 3,48 % zatímco v ČR 3,54 %). V předchozím období však byla úroveň sazeb v ČR více než dvojnásobně vyšší než v EU 15 (průměr z výše uvedených sazeb peněžního trhu za roky 1993-2000 v EU 15 činil 5,66 %, v ČR pak 10,97 %). Vlivem pomalého růstu cen a z něj vycházející ceny peněz pak v České republice došlo od roku 2003 k udržování úrokových sazeb na setrvale nízké úrovni, a to nižší než v EU 15. Úrokový diferenciál byl po celé období 2003-2006 záporný, přičemž rozdíl mezi výší úročení v ČR a EU 15 se neustále mírně zvětšoval.

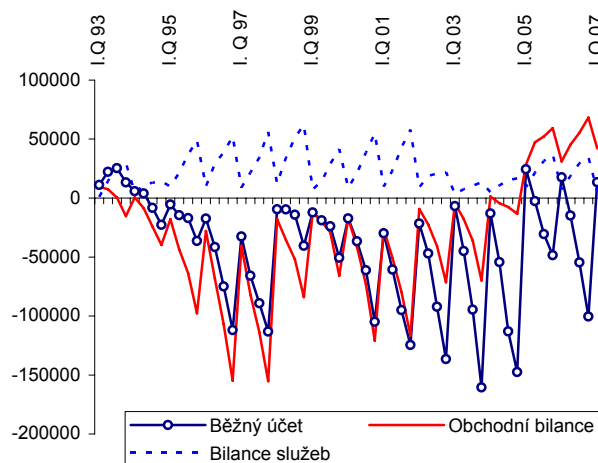
- ... nákupy akcií však byly díky růstu indexu PX 50 a zhodnocování koruny pro zahraniční investory extrémně výhodné**

Z tohoto pohledu je vývoj čistého salda portfoliových investic zajímavý, protože v čase neodráží vázanost pouze na úroveň úrokových sazeb v ekonomice. Tím, jak rostl zájem o majetkové cenné papíry obchodované na pražské burze, ztrácely poněkud na významu investice do dluhových cenných papírů (které více zohledňují výnosovost vázanou na úrokové sazby).

Zisky zahraničních portfoliových investorů z nákupu českých akciových titulů obchodovaných v systému SPAD byly zejména v období 2002-2005 pohádkové – index PX 50 pražské burzy v té době rostl ročně o desítky procent a výnosy pro zahraniční investory dále zvyšovala apreciace kurzu české koruny jak vůči euru, tak zejména vůči dolaru. Kumulací obou těchto vlivů tak mohl dolarový investor dosáhnout investicemi do českých akcií v indexu PX 50 za rok 2002 výnosu převyšujícího 50 %, v roce 2003 pak ještě více.

Graf č. 8 Vývoj bilance služeb v platební bilanci ČR (saldo v mil. Kč, po čtvrtletích)

Pramen: ČNB

Graf č. 9 Bilance obchodu zbožím a službami a jejich vliv na běžný účet (v mil. Kč, po čtvrtletích)

Pramen: ČNB