

2.2. Makroekonomická rovnováha

Vnitřní rovnováha

- V roce 2008 převážily pozitivní tendence v zadluženosti vládního sektoru ČR ...**

Výsledek českých veřejných financí v roce 2008 lze považovat - s ohledem na značné hospodářské zpomalení odrážející především vývoj poslední čtvrtiny roku – za relativně velmi slušný. Podle notifikace vládního deficitu a dluhu činil předběžně schodek veřejných rozpočtů¹ 1,5 % nominálního HDP, relativní dluh sektoru vládních institucí se nepatrně zvýšil na 29,8 % nominálního HDP.

I po zpřesnění dat za roky 2006 a 2007 a výsledku za rok 2008 (-54 mld. Kč), kterým byl zastaven trend zlepšování patrný od roku 2005, lze hodnotit situaci v deficitu a dluhu za uvedené období jako příznivou.

- ... jak v deficitu veřejných rozpočtů, tak i v hrubém dluhu vládního sektoru**

Deficit vládního sektoru ČR v roce 2008 dosáhl 54 mld. Kč. I přes významné meziroční zhoršení o 32,4 mld. Kč byl na zhruba třech čtvrtinách průměru předchozích pěti let (74 mld. Kč) a ve srovnání s průměrem období 2000 až 2007 (105 mld. Kč) nebyl ani poloviční.

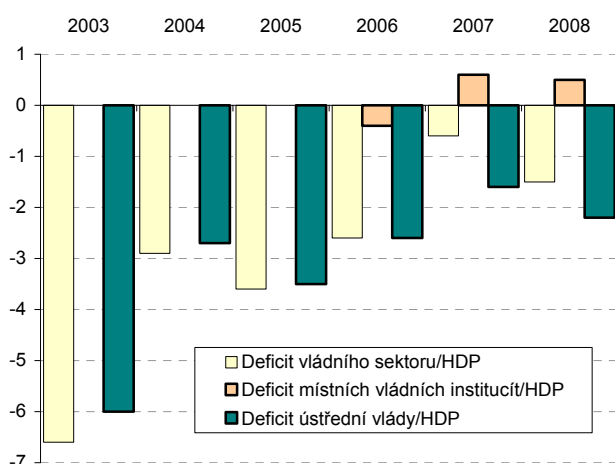
Hrubý konsolidovaný dluh vládního sektoru koncem roku 2008 dosahoval 1 105,8 mld. Kč, když bilionovou hranici přesáhl již v roce 2007. Meziročně se zvýšil více (+8,3 %) než v letech 2006 a 2007. V relaci k HDP dluh vládního sektoru po trendu snižování patrném v období 2005-2007 stoupl na zmíněných 29,8 %, což bylo stejně jako v roce 2005.

- Pro rok 2008 ČR s rezervou splnila fiskální mastrichtské konvergenční kritérium**

Za rok 2008 ČR splnila se značnou rezervou mastrichtské konvergenční kritérium ve fiskální oblasti, a to jak v případě deficitu, tak i dluhu veřejných rozpočtů.

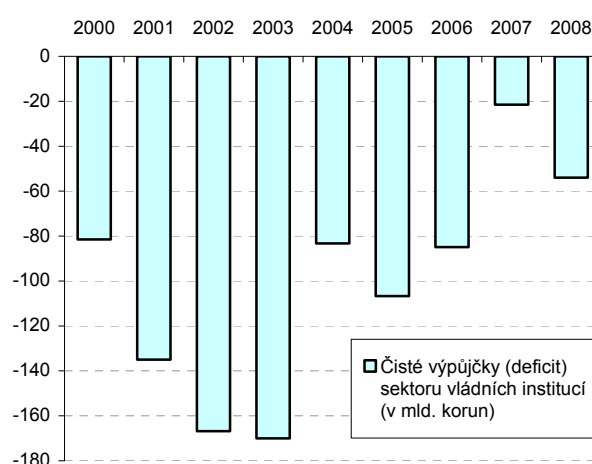
Důvodem, proč neměla ČR i v letech 2006 a 2007 s konvergenčními pravidly co se týká deficitu a dluhu problém, byl silný ekonomický růst. Ten posiloval daňové příjmy státního rozpočtu a z nestátních institucí vládního sektoru také např. příjmy zdravotních pojišťoven. Navíc počínaje rokem 2007 již ve veřejných rozpočtech nefiguruje jako položka ztráta České konsolidační agentury, v jejímž portfoliu v předchozích letech zhoršovaly vnitřní rovnováhu české ekonomiky v rozpočtové oblasti převáděná špatná aktiva bankovního a firemního sektoru převážně transformačního původu.

Graf č. 2.2.1 Vládní deficit celkem, deficit státních financí a místních vlád (v % HDP)



Pramen: ČSÚ, vlastní propočty

Graf č. 2.2.2 Čisté výpůjčky (deficit) sektoru vládních institucí (v mld. Kč)



Pramen: ČSÚ, vlastní propočty

¹ Schodek/přebytek veřejných financí je definován jako čisté výpůjčky sektoru vládních institucí v běžném roce. Odráží hospodaření všech institucionálních jednotek zařazených podle systému národních účtů do sektoru vládních institucí (organizační složky státu, územní samosprávné celky, vybrané příspěvkové organizace, státní a jiné rozpočtové fondy).

- **Již druhým rokem zhoršuje veřejné rozpočty především významně hlubší deficit státních financí ...**

Nejvýznamnější příčinou zhoršování deficitu veřejných rozpočtů jsou státní finance. Jestliže v letech 2005 a 2006 byl fakticky celý schodek českých veřejných financí (v absolutním a logicky i v relativním vyjádření) tvořen deficitem státního rozpočtu, roky 2007 a 2008 již znamenaly znatelnější strukturovanost výsledného deficitu vládního sektoru. Došlo k ní vlivem toho, že rozpočty krajů a obcí i rozpočty ostatních institucí vládního sektoru byly přebytkové.

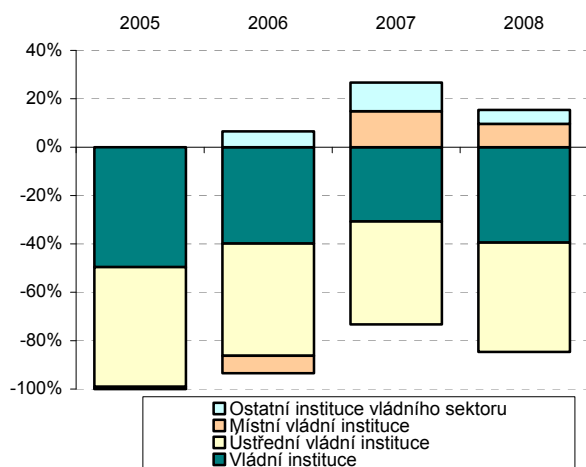
Schodek státního rozpočtu jako rozhodující příčina deficitu veřejných financí vlivem restrikcí kapitálových výdajů i některých typů běžných výdajů, k nimž došlo v posledním čtvrtletí 2008, byl zredukován na pouhou třetinu hodnoty roku 2007 a v poměru k HDP byl jen čtvrtinový. Šlo o nejpříznivější výsledek státních financí za posledních dvanáct let.

Přitom ještě v roce 2007 byl schodek státních financí zhruba dvakrát hlubší než deficit celého vládního sektoru. Přestože v roce 2008 už nebyl jeho vliv na výsledek veřejných rozpočtů takto drtivý, i tak záporné saldo státního rozpočtu převyšovalo o více než 50 % dosažený celkový deficit. K tomuto vývoji došlo i přesto, že od roku 2005 schodek státního rozpočtu stále klesal.

- **... rozpočty obcí a krajů i ostatních institucí vládního sektoru naopak hospodařily s přebytky**

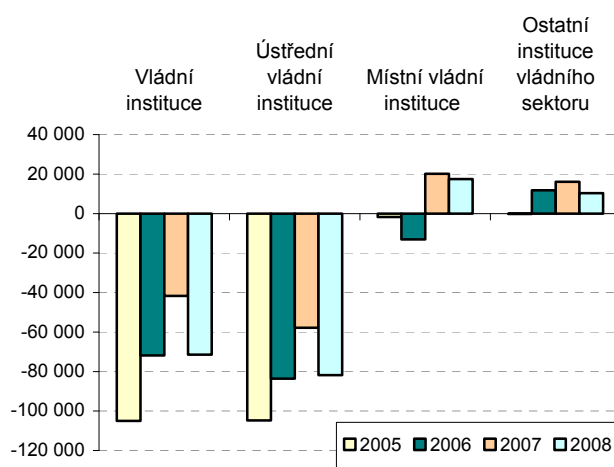
Místní vládní instituce (obce a kraje) se vymanily z deficitů let 2005 a 2006. V roce 2007 po změně v rozpočtovém určení daní hospodařily s výrazným přebytkem 20 mld. Kč (v roce 2008 17,5 mld. Kč), který vylepšil české veřejné rozpočty. Podobně tomu bylo u „zbytku“ vládního sektoru, který vykazoval kladné saldo dokonce už v roce 2006. Přebytky z let 2007 (+16,1 mld. Kč) a 2008 (+10,3 mld. Kč) tak přispěly k vylepšení salda vládního sektoru v roce 2008 o třetinu, resp. pětinu.

Graf č. 2.2.3 Struktura vládního deficitu (v % z absolutních hodnot v mld. Kč)



Pramen: ČSÚ, vlastní propočty

Graf č. 2.2.4 Vývoj deficitů jednotlivých vládních institucí (v mil. Kč)



Pramen: ČSÚ, vlastní propočty

- **Konsolidovaný hrubý dluh vládních institucí dosáhl 1 106 mld. Kč a proti roku 2007 se zvýšil o 8,3 %**

Konsolidovaný hrubý dluh vládního sektoru v relaci k HDP udržel v roce 2008 na stále relativně příznivých úrovních ekonomický růst České republiky, i přes výrazný pokles tempa ve 4. čtvrtletí zasahující celoroční výsledek.

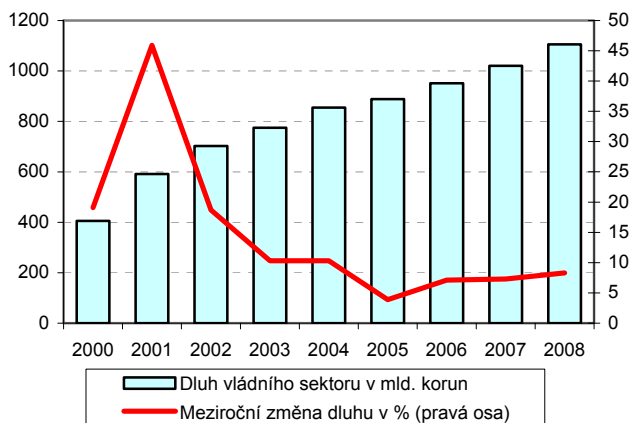
Ve struktuře hrubého dluhu dominují cenné papíry (ve výši 951,3 mld. Kč z celkového dluhu 1 105,8 mld. Kč) a to především dluhopisy s dlouhodobou splatností (884,7 mld. Kč).

Vysoké nominální růsty konsolidovaného hrubého dluhu vládního sektoru ČR, který se proti roku 2003 zvýšil o 43 %, ovlivňovala logicky velikost každoročních deficitů veřejných rozpočtů. Ty byly financovatelné – a udržované v koridoru maastrichtského konvergenčního kritéria – díky tempu ekonomického růstu. Jeho pokles se proto promítne do dynamiky zadluženosti vládního sektoru přes výrazně vyšší schodek státního rozpočtu, který zbylé vládní instituce, i přes případné přebytky svého hospodaření, nedokáží eliminovat.

- **Náklady na obsluhu dluhu vládního sektoru se v roce 2008 v relaci k HDP snížily**

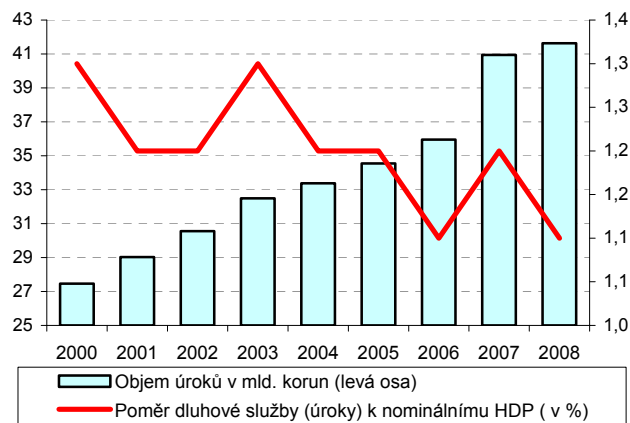
Přes značný růst úroků, které je stát povinen vyplácet z emitovaných cenných papírů, příp. půjček, se v letech 2004 až 2007 udržoval jejich objem – i přes významný absolutní růst – zhruba mezi 1,1 % až 1,2 % HDP. Pro rok 2008 klesla obsluha dluhu vládního sektoru na 1,1 % HDP.

Graf č. 2.2.5 Konsolidovaný hrubý dluh vládního sektoru (v mld. Kč, meziroční změny v %)



Pramen: ČSÚ, vlastní propočty

Graf č. 2.2.6 Placené úroky z vládního dluhu (v mld. Kč, v % nominálního HDP)



Pramen: ČSÚ, vlastní propočty

Vnější rovnováha

Vnější pozice české ekonomiky nebyla v roce 2008 oslabena. Rovnováhu posiloval výsledek zahraničního obchodu zbožím a službami, na její vychylování působila s opět větší intenzitou bilance výnosů. Příliv přímých zahraničních investic byl dostatečný pro udržení rovnováhy na úrovni roku 2007.

- **Vnější nerovnováha se v roce 2008 nezměnila v obou atributech měření**

Rozsah vnější nerovnováhy české ekonomiky měřený deficitem běžného účtu platební bilance k nominálnímu HDP se v roce 2008 proti roku 2007 nezměnil. Ve srovnání s průměrem této relace za období 2003 až 2007 (deficit 4,1 % HDP v b. c.) však byl v roce 2008 vnější nerovnovážený stav české ekonomiky příznivější (3,1 % HDP v b. c.).

Druhý atribut vnější nerovnováhy, tj. pokrytí nominálního deficitu běžného účtu platební bilance přebytkem na účtu finančním, se co do stupně meziročně rovněž v podstatě nezměnilo – jeho přebytek byl 1,1krát vyšší než schodek běžného účtu. V nominálním vyjádření bylo krytí (o 37,3 mld. Kč) zhruba na úrovni průměru let 2003 až 2007, tj. 40,7 mld. Kč.

- **Deficit běžného účtu platební bilance je od roku 2005 pod střednědobým průměrem...**

Graf č. 2.2.7 ilustruje, že od roku 2005 je vnější nerovnováha měřená deficitem běžného účtu k nominálnímu HDP pod průměrnou úrovní této relace za léta 2000 2007 (zahrneme-li do průměru rok 2008, konstatování se nezmění). Pozici před revizí platební bilance centrální bankou (podle měsíčních dat platební bilance) sice indikovala zhoršení vnější nerovnováhy v roce 2008, ovšem masivní změna předchozích dat ukázala její zhoršení již v roce 2007. Schodek běžného účtu přesáhl stamiliardovou hranici již v roce 2007 (-111,3 mld. Kč) a v roce 2008 se v podstatě nezměnil (-113,9 mld. Kč).

V období od roku 2003 byl běžný účet v nejlepší kondici v roce 2005, kdy schodek dosahoval pouhých 39,8 mld. Kč, po hlubokých deficitech z let 2003 a 2004 (- 60,6 mld., resp. 147,5 Kč).

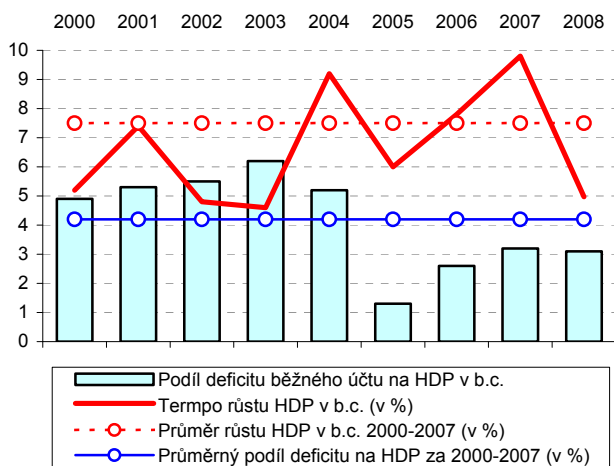
- **... mírné zhoršování vnější nerovnováhy od roku 2005 zůstává na přijatelné úrovni**

Zlepšení vnější nerovnováhy, k níž došlo po nepříznivém období let 2000 až 2004, se od roku 2005 - i přes trendové zhoršování - udržuje stále na přijatelné úrovni. V roce 2008 činil deficit běžného účtu platební bilance 3,1 % nominálního HDP, což bylo zhruba stejně jako v roce 2007 (3,2 %).

Nejlepšího výsledku, pouhých 1,3 % nominálního HDP, dosahoval schodek běžného

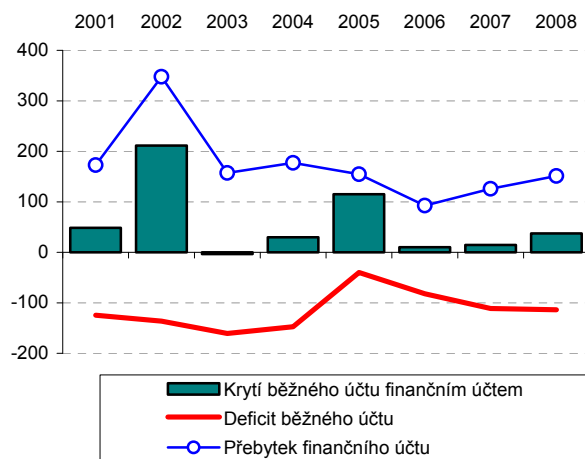
účtu platební bilance ČR v roce 2005. V tomto roce se poprvé dostala bilance zahraničního obchodu zbožím do přebytku. Naopak výnosová bilance tehdy meziročně poklesla na schodek ve výši 143,3 mld. Kč – což bylo z pohledu vnější rovnováhy příznivé - a nedosahovala zatím obrovských úrovní schodků let 2006 až 2008. To především přispělo k velmi pozitivnímu posunu na běžném účtu a k nejlepšímu výsledku vnější nerovnováhy ČR ve sledovaném období. Druhým aspektem byl výkon ekonomiky, kdy nominální HDP stoupl meziročně o 6 %, což sice nebylo tolik jako v roce 2004 (+9,2 %), ovšem stále zhruba na úrovni průměru let 2003 až 2007.

Graf č. 2.2.7 Vnější nerovnováha a růst
(HDP v b.c., y/y v %, poměrný deficit běžného účtu % HDP)



Pramen: ČNB, ČSÚ, vlastní propočty

Graf č. 2.2.8 Krytí salda běžného účtu saldem finančního účtu
(v mld. Kč)



Pramen: ČNB, ČSÚ, vlastní propočty

- **Od roku 2003 přebytky na finančním účtu stabilizované, běžný účet mírně prohlubuje deficity**

Stupeň krytí deficitů běžného účtu „zevnitř“ platební bilance, jako druhého pohledu na úroveň vnější nerovnováhy české ekonomiky, zachycuje graf č. 2.2.8. Je z něj patrné, že v období od roku 2000 dochází k postupnému sblížení vývojových křivek deficitů běžného účtu na jedné straně a přebytků finančního účtu na straně druhé. Výsledkem je v trendu počínaje rokem 2006 (s výjimkou roku 2005 však v podstatě po celé období 2003 až 2008) značná redukce stupně krytí ročních schodků běžného účtu platební bilance přebytky finančního účtu – rozdíly mezi přebytkovým saldem na finančním účtu a záporným saldem běžného účtu se zmenšují.

Ekonomická interpretace tohoto jevu vychází také z dvojího pohledu.

- **Pozitivní doplnění schodku ve výnosech přebytky výkonové bilance**

Saldo běžného účtu se totiž dlouhodobě vyvíjí v situaci, kdy na jedné straně relativně dlouhá konjunktura české ekonomiky - a příznivá situace v zahraniční poptávce - umožnila posilovat výsledky zahraničního obchodu zbožím i službami. V úhrnu tak za roky 2005 až 2008 mohutně posilovala výkonová bilance.

Na opačné straně však právě tato konjunktura, umožňující generovat firemnímu sektoru ČR vysoké zisky, vedla při struktuře české ekonomiky (posuzované z institucionálního hlediska) k repatriaci významné části zisků firem pod zahraniční kontrolou do zemí vlastníků v zahraničí v podobě dividend. Tato skutečnost pochopitelně výsledkem celého běžného účtu v období počínajícím rokem 2005 zhoršovala.

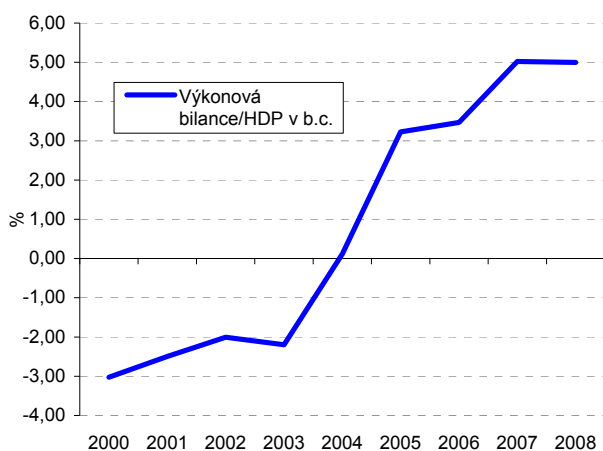
- **Finanční účet ve střednědobém průměru ovlivněn téměř stoprocentně saldem přímých investic**

Druhý pohled, soustřeďující se na vývoj salda finančního účtu, souvisí především z přílivem přímých investic ze zahraničí. V roce 2008 totiž kladné saldo na finančním účtu platební bilance ČR ve výši 151,2 mld. Kč téměř odpovídalo saldu přímých investic (150,4 mld. Kč), když samotný příliv přímých zahraničních investic do ČR dosáhl 182,8 mld. Kč.

Skutečnost, že výsledek na finančním účtu v podstatě odpovídá objemu čistých přímých investic, potvrzuje i průměrný podíl za roky 2003 až 2007. Podle něj se saldo přímých investic podílelo na výsledku finančního účtu ze 102 % (tj. v podstatě mu za toto období bylo v průměru rovno).

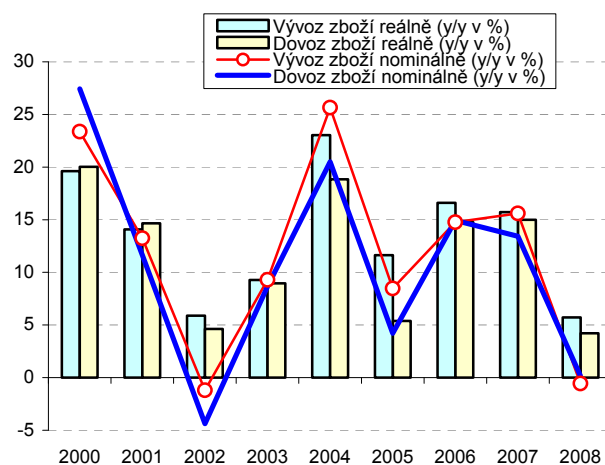
Takovýto vývoj také ukazuje, že vliv ostatních složek finančního účtu na jeho saldu se v průměru za uvedené období v úhrnu eliminoval.

Graf č. 2.2.9 Výkonová bilance a její podíl na HDP (v %)



Pramen: ČSÚ, ČNB, vlastní propočty

Graf č. 2.2.10 Zahraniční obchod zbožím (tempa dovozu a vývozu)



Pramen: ČSÚ, ČNB, vlastní propočty

- Struktura běžného účtu platební bilance**

V období 2001 až 2004 byla výsledná hluboce záporná salda běžného účtu tvořena výrazně deficitní bilancí zahraničního obchodu zbožím a postupně klesající bilancí výnosů (zbylé dvě složky běžného účtu měly sice mírný, ale stále kladný výsledek). Období 2005 až 2008 však přineslo na běžném účtu strukturální změny.

Počínaje rokem 2005 se totiž - při významné redukci vnější nerovnováhy omezením schodku na běžném účtu - obchodní bilance poprvé vymanila ze záporných čísel a zaznamenala přebytek ve výši 59,4 mld. Kč. Zlepšil se i výsledek zahraničního obchodu službami, kdy kladné saldo více než dvojnásobně vzrostlo (36,9 mld. Kč). Běžné převody si držely sice nepatrné, ale kladné saldo. Výnosová bilance se dokonce proti roku 2004 s deficitem 143,4 mld. Kč mírně zlepšila.

- Sílicí výkonová bilance při propadech výnosů**

Byl to však právě rok 2005, který nastartoval pro následující tři roky strukturální schéma, v němž získávala na síle výkonová bilance při meziročně stále hlubších propadech bilance výnosů. Běžné převody se dostaly do záporných hodnot (výdaje byly každoročně vyšší než příjmy, přičemž významnou roli v tom hrála povinnost odvádět platby do rozpočtu EU po vstupu ČR do společného evropského prostoru v květnu 2004).

- Obchodní bilance s menším přebytkem, bilance služeb naopak výrazně posílila**

Přestože v roce 2008 se již zahraničnímu obchodu zbožím nepodařilo meziročně zlepšit výsledek - obchodní bilance (s dovozem vyjádřeným v cenách FOB) byla proti roku 2007 o 17,4 mld. Kč nižší a dosáhla 103,2 mld. Kč -, bilance služeb vyzněla daleko pozitivněji. Její přebytek stoupl o 25,4 mld. na 82 mld. Kč.

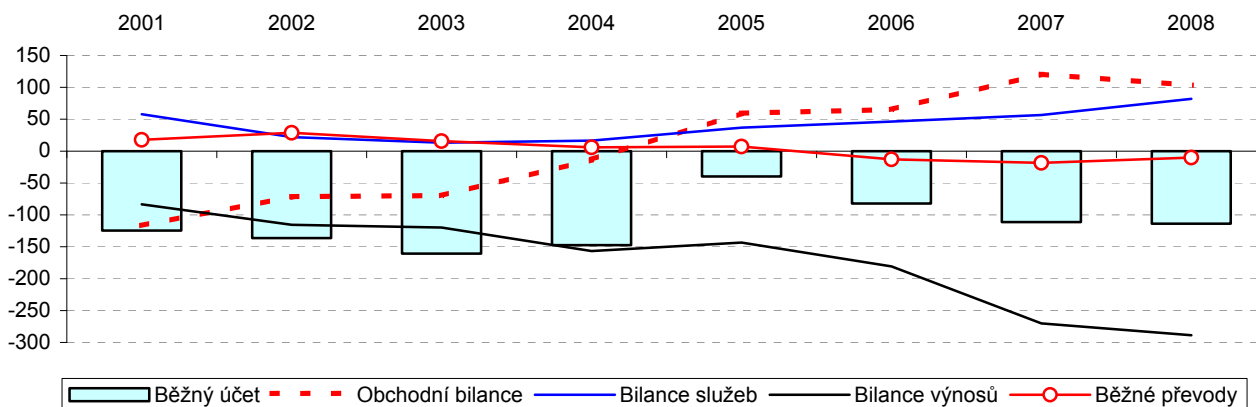
V úhrnu tak zahraniční obchod zbožím a službami dosáhl v roce 2008 opět rekordního výsledku (185,2 mld. Kč). Výkonová bilance v poměru k nominálnímu HDP činila 5 %.

- Deficit výnosů se zhoršil o 7 %, v roce 2007 o 49 %**

Při mírném zlepšení výsledku běžných převodů - deficit 18,3 mld. Kč se zmenšil na 10,2 mld. Kč - tak bilance výnosů opět ve větší míře než v roce 2007 posílila vnější nerovnováhu na běžném účtu platební bilance ČR. Rozdíl mezi náklady a výnosy dosáhl v roce 2008 u výnosové bilance 288,8 mld. Kč, což bylo dvojnásobně více než v roce 2005.

Za pouhé tři roky se tak propad výnosů v konečném výsledku dramaticky zhoršil, přestože ve srovnání s rokem 2007 se deficit bilance výnosů zvětšil jen o 7 % (k největšímu meziročnímu zvětšení deficitu došlo v roce 2007, o 49 %).

Graf č. 2.2.11 Změny struktury běžného účtu platební bilance ČR (salda hlavních složek, v mld. Kč)



Pramen: ČNB

• **Vyplacené dividendy vyšší než reinvestované zisky již třetí rok v řadě**

Druhá fáze, kdy se dividendy a reinvestované zisky objemově zhruba rovnají, trvala v českých podmínkách relativně krátce (2004 a 2005). Po druhé fázi investičního cyklu přímých zahraničních investic se ČR přesunula do fáze třetí – od roku 2006 objem zisků repatriovaných zahraničními investory do mateřských zemí převyšuje objem zisků ponechaných v ČR ve formě reinvestic (graf č. 2.2.12). V roce 2008 byly převedeny do zahraničí dividendy vlastníků firem pod zahraniční kontrolou ve výši 159,9 mld. Kč. Převýšily tak objem zisků reinvestovaných do české ekonomiky (125 mld. Kč).

• **Na mzdách zahraničních pracovníků odplynulo v roce 2008 nejvíce peněz v historii...**

Kromě odlivu peněz ve formě dividend zhoršuje bilanci výnosů běžného účtu také saldo náhrad zaměstnancům. Je z pohledu platební bilance České republiky vysoce záporné, protože náklady na práci cizinců v ČR převyšují příjmy z práce rezidentů v zahraničí. Od roku 2006 je nárůst tohoto rozdílu stále strmější (graf č. 2.2.13).

Lze ho vysvětlit atraktivitou České republiky pro zahraniční pracovníky po vstupu země do Evropské unie a především obdobím ekonomické konjunktury, která si žádala dodatečné pracovní kapacity (zejména na přelomu roku 2007 a 2008 byla pracovní síla např. ve stavebnictví bariérou dalšího růstu a situaci řešila zaměstnanost imigračního charakteru).

Co se hodnotového vyjádření týká, posilování koruny bylo zřejmě jedním z významných důvodů rozšiřování „núžek“ mezi náklady na práci cizinců v České republice a příjmy z práce rezidentů v zahraničí. Už tak relativně slabý zájem českých občanů o práci v cizině, patrný dlouhodobě, byl silným směnným kurzem koruny k hlavním měnám - s výrazným zhodnocením do července 2008 - ještě více potlačován. Atraktivitu práce v České republice pro nerezidenty - kromě výše uvedených důvodů - vývoj směnného kurzu koruny naopak velmi zvyšoval.

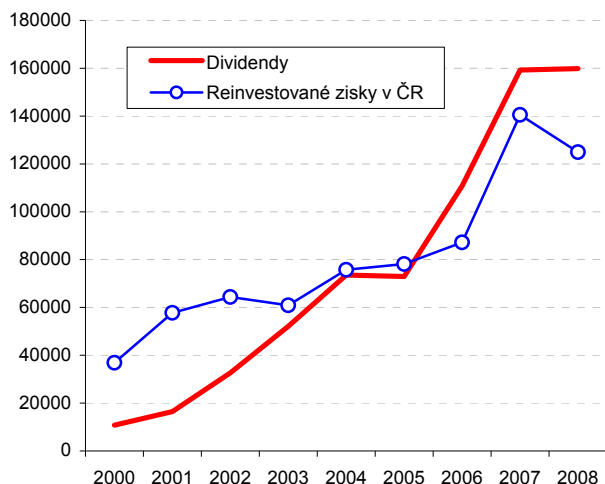
• **... příjmy rezidentů z práce v zahraničí meziročně významně klesly**

V roce 2008 „vyvezli“² nerezidenti ve formě svých pracovních příjmů z České republiky 55,7 mld. Kč, zatímco rezidenti získali z práce v zahraničí v uvedeném roce pouze 20,9 mld. Kč.

Jde o vůbec největší rozdíl mezi „přicházejícími“ a „odcházejícími“ příjmy mzdového charakteru. Toto saldo se meziročně téměř zdvojnásobilo díky nominálně zatím nejvyššímu objemu náhrad nerezidentům, které se proti roku 2007 zvýšily o 12,4 mld. Kč, zatímco příjmy rezidentů z práce v zahraničí naopak meziročně poklesly o 2,8 mld. Kč (v roce 2007 dosahovaly 23,8 mld. Kč, což bylo vůbec nejvíce od roku 2000).

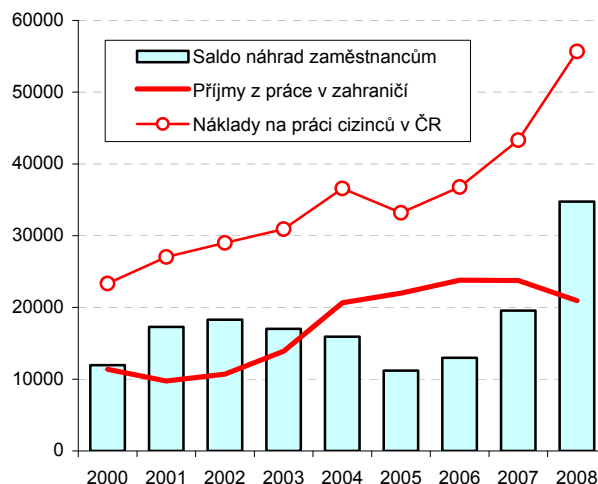
² Jde o zjednodušující výraz pro odliv peněz z České republiky v podobě náhrad zaměstnancům-nerezidentům. Ve skutečnosti zahrnují náhrady zaměstnancům také sociální pojistné placené zaměstnavateli (jsou tedy vyšší než hrubá mzda). Navíc zahraniční pracovníci v ČR část příjmů věnují na spotřebu. Faktický objem peněz, který odchází z České republiky, tak objektivně nelze přesně určit.

Graf č. 2.2.12 Dividendy a reinvestované zisky
(v mld. Kč)



Pramen: ČNB, vlastní propočty

Graf č. 2.2.13 Saldo náhrad zaměstnancům
(v mld. Kč)



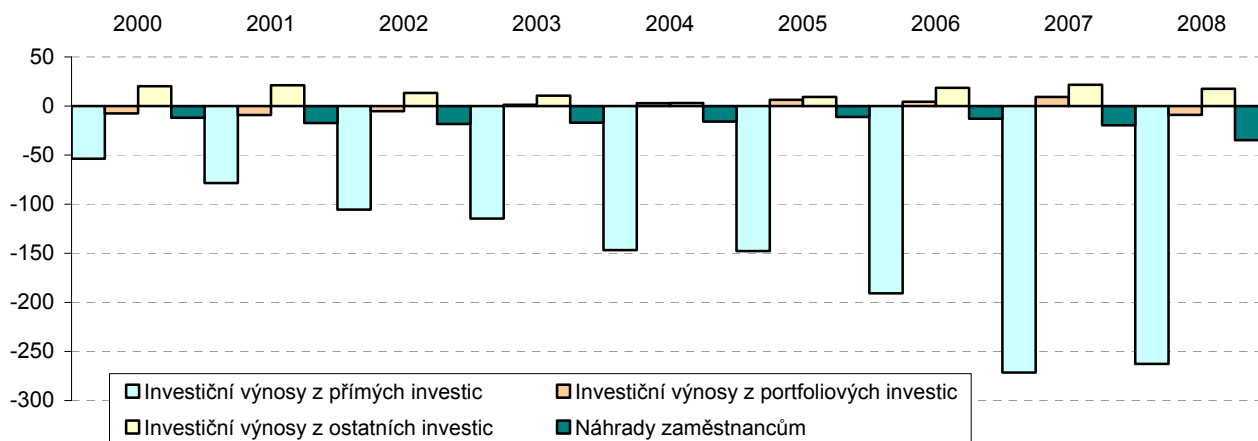
Pramen: ČNB, vlastní propočty

- **Objem náhrad občanům Ukrajiny pracujícím v ČR byl v roce 2008 stejný jako celkové příjmy z práce rezidentů v EU 27**

Příjmy z práce rezidentů v Německu v roce 2008 činily 6,5 mld. Kč, z Velké Británie 2,7 mld. Kč. Zaměstnavateli byly především evropské země (18,9 mld. Kč). Pracovní příjmy rezidentů ve starých zemí Evropské unie činily 14,6 mld. Kč.

Náklady na práci občanů Ukrajiny v ČR v roce 2008 přesáhly 18,4 mld. Kč, což bylo téměř přesně tolik, kolik „přivezli“ rezidenti do ČR ze zemí EU 27 (18,2 mld. Kč). Ve srovnání s rokem 2007 stouply náhrady občanům Ukrajiny o zhruba 5 mld. Kč. Ještě vyšší však byl v roce 2008 odliv peněz z ČR spojený s prací občanů Slovenska (18,5 mld. Kč). Ukrajina a Slovensko se tak podílely dohromady na objemech náhrad jejich občanů za práci v České republice dvěma třetina celkových nákladů na práci cizinců v ČR.

Graf č. 2.2.14 Struktura bilance výnosů (saldá, v mld. Kč)



Pramen: ČNB

- **Přímé zahraniční investice do ČR meziročně mírně klesly, zůstaly však nad průměrem let 2003 až 2007**

ČR získala ze zahraničí přímé investice ve výši 182,8 mld. Kč, což bylo o 29 mld. Kč méně než v roce 2007. V obou letech však šlo o objemy vyšší než střednědobý průměr za roky 2003 až 2007 (graf č. 2.2.15). Ten je však ovlivněn propadem z roku 2003, kdy došlo k prodeji velké investice zahraničním vlastníkem, což snížilo opačný tok investic a v čistém vyjádření činil v uvedeném roce objem přímých investic ze zahraničí pouze 53,5 mld. Kč (tj. zhruba třetina střednědobého průměru).

Při zohlednění delšího časového horizontu je čistý příliv přímých investic ze zahraničí do ČR v roce 2008 zhruba na průměru let 2000 až 2007.

- **České přímé investice v zahraničí objemem na šestině přímých investic do ČR**

Investice českých firem v zahraničí se meziročně téměř nezměnily, když v roce 2008 (32,4 mld. Kč) byly o 0,5 mld. nižší než v roce 2007. Z tohoto objemu činily 3,7 mld. Kč obdržené dividendy a 27,6 mld. Kč reinvestované zisky a nerozdělený zisk. Téměř celý objem připadá na země EU 27 (3,7 mld. Kč dividendy a 26,9 mld. Kč reinvestované zisky a nerozdělený zisk).

Akviziční úsilí českých firem zesílilo opět v konjunkturním období – v rovině výnosů dosahovaly ještě v roce 2004 dividendy z českých investic v zahraničí 1,2 mld. Kč, reinvestované zisky a nerozdělený zisk 8,6 mld. Kč.

- **Portfoliové investice ve znamení redukce pozic českých investorů v zahraničních dluhopisech ...**

Ve vývoji salda portfoliových investic (graf č. 2.2.16) je patrný čistý příliv kapitálu do země v roce 2004, který zřejmě plynul z obecného zájmu o aktiva téměř všeho druhu po vstupu České republiky do EU. V ostatních letech byly přímé investice ve znamení odlivu peněz ze země.

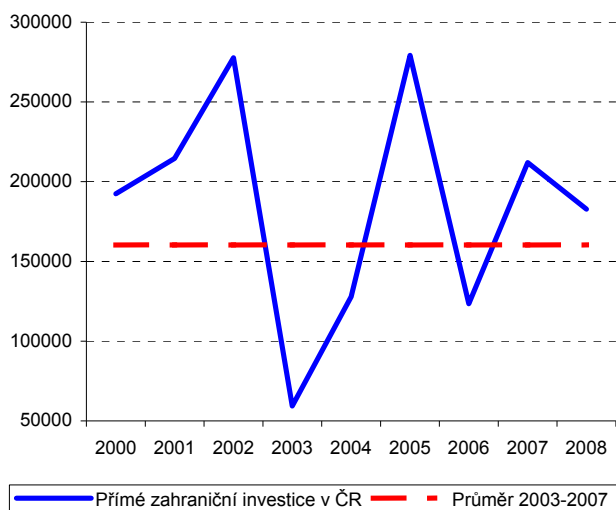
V roce 2008 investoři z ČR masivně zredukovali své pozice v dluhových cenných papírech v zahraničí ve zřejmé reakci na globální finanční krizi (ještě v roce 2007 měli v zahraničních dluhopisech nainvestováno 33 mld. Kč). Zájem nerezidentů o české dluhopisy v roce 2008 naopak trval, i když objem jejich investic (16,6 mld. Kč byl ve srovnání s rokem 2007 pouze třetinový).

- **... a všeobecného úniku z akciových trhů**

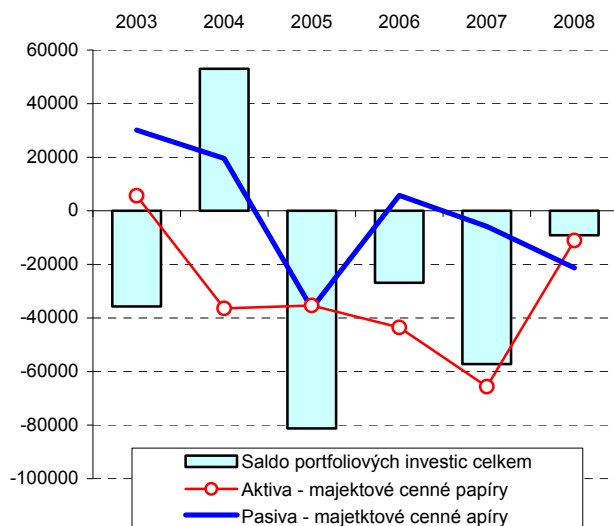
Investice do akcií byly ve znamení prodejů, a to jak v obchodech rezidentů na zahraničních trzích, tak u nerezidentů, kteří stahovali peníze z Burzy cenných papírů Praha. Příčinou byla evidentně snaha po umístění peněz do jiných aktiv či posílení hotovosti v reakci na globální vývoj.

Nákupy na zahraničních akciových trzích rezidenti zřetelně redukovali (na více než pětinu objemu roku 2007), významný byl i odliv majetkových cenných papírů z českého kapitálového trhu zpět do zahraničí (šlo o pokračování vývoje z roku 2007).

Graf č. 2.2.15 Přímé zahraniční investice do ČR (roční příliv, v mld. Kč)



Graf č. 2.2.16 Portfoliové investice ve finančním účtu platební bilance (v mld. Kč)



Pramen: ČNB

- **Omezenost světových kapitálových toků vlivem ztráty důvěry**

Vysoce deficitní bilance výnosů bude negativně ovlivňovat vnější nerovnováhu české ekonomiky měřenou saldem běžného účtu platební bilance i v dalších letech. Plyne to z fáze investičního cyklu přímých zahraničních investic, v němž se Česká republika nachází. To je příčina objektivní a vzhledem k váze, kterou mají přímí zahraniční investoři v české ekonomice, jde o faktor klíčový.

Je však umocněn situací, v níž se nachází světová ekonomika. Globální finanční krize, jejíž první příznaky byly patrné již ve druhé polovině roku 2007 zřetelnými potížemi na trhu hypoték USA, které se vlivem sekuritizace těchto špatných půjček dostaly v netušených objemech do bilancí velkého počtu bank na celém světě,

zasahuje v logice věci přímo i nepřímo země s intenzivními vnějšími ekonomickými vztahy.

Ztráta finančního bohatství vlivem krize byla enormní – jen v roce 2008 ztratila globální finanční aktiva, tj akcie, dluhopisy a měny, 50 bil. dolarů své hodnoty, což se rovná zhruba ročnímu objemu světového HDP.

- **Český bankovní systém bez přímých dopadů krize**

Přestože finanční systém v ČR nebyl globální finanční krizí přímo zasažen vzhledem k mizivému objemu rizikových cenných papírů např. typu CDO, vázanost největších bank na mateřské společnosti v zahraničí a nejistot ohledně jejich pozice přinesla nedůvěru i na český trh mezibankovních depozit. „Zamrzlý“ peněžní trh ve druhé polovině roku 2008 povzbuzovala repo operacemi Česká národní banka.

Později se krize důvěry v ČR přenesla i do úvěrování domácího korporátního segmentu a půjček domácnostem, jejichž ceny vzrostly.

- **Odolávající koruna**

Nastíněné příčiny globální finanční krize ukazují, že její vznik a eskalace měly zpočátku vliv (z podstaty) především na pohyb portfoliových investic (informace o americké hypotéční krizi se poprvé dostaly na veřejnost na jaře 2007, teprve s půlročním zpožděním však na ně reagovaly akciové trhy a ještě mnohem později banky). Také český kapitálový trh byl jimi zasažen, když index PX propadl z hodnot kolem 1 400 bodů na 750 bodů koncem roku 2008.

Naopak česká koruna byla po celou první polovinu roku vnímána jako bezpečný přístav vzhledem k dobré kondici české ekonomiky. Její posilování k euru a - vlivem eurodolarového směnného kurzu - především k americkému dolaru znamenalo ve srovnání se všemi obchodovanými měnami na světě nejsilnější meziroční apreciaci.

- **Závislost vnější rovnováhy v ČR na přílivu přímých investic, růst přebytků v zahraničním obchodě nejistý**

Přímé investice, jejichž vázanost na globální finanční klima je méně bezprostřední než v případě portfoliových investic, jsou - co se intenzity jejich přílivu týká - pro českou ekonomiku z pohledu vnější rovnováhy klíčové. Ztráta tempa ekonomické výkonnosti byla v roce 2008 v ČR významná, nikoli však tak drastická, jako např. v pobaltských republikách či některých zemích regionu. To je z pohledu investorských rozhodnutí faktor zvýhodňující.

Vnější financovatelnost nerovnováhy na běžném účtu platební bilance ČR je na budoucím přílivu přímých investic již téměř zcela závislá. Český zahraniční obchod zbožím a službami zřejmě při ztrátě svého tempa a nejistotě udržení dosavadních přebytků zastane jen s potížemi roli, kterou sehraval v letech 2005 až 2008 při udržování výsledného deficitu na přijatelné úrovni.

Hmotná rovnováha ekonomiky, stupeň krytí hrubé tvorby kapitálu z vnějších zdrojů a situace na trhu práce jako další z významných aspektů sledování nerovnováhy v ekonomice jsou rozebrány v kap. 2.3. a 4.