Vnější rovnováha z pohledu investiční pozice vůči zahraničí

*Jana Marková**

Abstrakt:

Předložená stať je reakcí na změny v sestavování platební bilance, ke kterým došlo od roku 2009 v souvislosti se zavedením nového manuálu - Manuál platební bilance a investiční pozice vůči zahraničí (BPM6). První část je věnována stručnému vývoji metodiky sestavování platební bilance. Dále jsou popsány hlavní změny v sestavování platební bilance podle BPM6, a je provedena komparace s předchozím manuálem BPM5, platným od roku 1993. Nový manuál klade důraz jak na stavové tak na tokové veličiny. Proto je věnována pozornost analýze vývoje investiční pozice vůči zahraničí, která zachycuje stavy aktiv a pasiv rezidentů dané země vůči nerezidentům, k určitému datu. Jsou diskutovány faktory, které ovlivňují vývoj salda investiční pozice vůči zahraničí ČR ve sledovaném období 2008 až 2015 a vliv nové metodiky na sledované veličiny. Pozornost je věnována i vývoji zahraniční zadluženosti, jak z hlediska vztahu k HDP, tak i z hlediska časového a jednotlivých sektorů. Rovněž jsou diskutovány faktory ovlivňující její vývoj.

Klíčová slova: Platební bilance; Investiční pozice vůči zahraničí; Zahraniční zadluženost.

JEL klasifikace: F21, F34, E58.

1 Úvod

Globalizace světové ekonomiky je neodmyslitelně spojena s pohybem kapitálu a to v různých formách, s různým časovým horizontem a také s různými motivy investorů. Mezinárodní pohyby zboží, služeb a kapitálu představují transfery jak reálných tak především finančních aktiv mezi jednotlivými zeměmi. Objem transferovaného finančního kapitálu má rostoucí trend a několikanásobně převyšuje objem vývozu a dovozu zboží a služeb, a díky nebývalému rozvoji informačních technologií se tento rostoucí trend ještě více umocňuje.

Nárůst mezinárodních transakcí, jako důsledek globalizace světové ekonomiky a vznik nových finančních instrumentů, vyvolávají potřebu jejich přesného a rychlého zachycení, jak ve formě tokových, tak i stavových veličin.

Cílem této stať je ukázat na hlavní metodické změny v sestavování platební bilance podle nového manuálu - Manuál platební bilance a investiční pozice vůči zahraničí (BPM6) a především to, jak nová metodika sestavování platební bilance ovlivnila

* Jana Marková; Vysoká škola ekonomická, Fakulta financí a účetnictví, katedra měnové teorie a politiky, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <markovaj@vse.cz>.

Príspevek byl zpracován za podpory grantu *Dynamika cen finančních aktiv a ekonomický cyklus*, IGA F1/05/2014.

údaje zachycené v těchto výkazech, a tím i jejich vypovídací schopnost. První část osahuje stručný vývoj metodiky sestavování platební bilance od roku 1948. Dále jsou popsány hlavní změny v sestavování platební bilance podle BPM6, a je provedena komparace s předchozím manuálem (BPM5), platným od roku 1993. Nový manuál klade důraz jak na stavové tak na tokové veličiny. Proto je věnována hlavní pozornost analýze vývoje investiční pozice vůči zahraničí, která zachycuje stavy aktiv a pasiv rezidentů dané země vůči nerezidentům, k určitému datu. Jsou diskutovány faktory, které ovlivňují vývoj salda investiční pozice vůči zahraničí ČR ve sledovaném období 2008 až 2015 a vliv nové metodiky na sledované veličiny. Pozornost je věnována i vývoji zahraniční zadluženosti, a to jak z hlediska vztahu k HDP, tak i z hlediska časové a sektorové struktury a diskutovány jsou rovněž i faktory, které její vývoj ovlivnily.

2 Manuál platební bilance a investiční pozice vůči zahraničí

Platební bilanci je možné vymezit jako „*systematický statistický výkaz z oblasti národního účetnictví, který souhrnně zachycuje veškeré ekonomické transakce mezi rezidenty domácí země a rezidenty ostatních zemí, které se uskutečnily za určité období*“ (Mandel, Durčáková, 2016, s. 16).

Systematičnost vypovídá o tom, že tento výkaz je sestavován na základě dohodnutých metodických postupů, zavedených s cílem dosažení rychlé a přehledné informace o velkém počtu rozmanitých transakcí, které se uskutečňují mezi jednotlivými zeměmi. Tyto metodické postupy jsou výsledkem dlouhodobých snah, především v rámci Mezinárodního měnového fondu, o dosažení unifikace na širokém mezinárodním základě, a to jak co do klasifikace zachycovaných ekonomických transakcí, tak co do vlastní metodiky, která je závazná při sestavování platební bilance.

Prioritním cílem Mezinárodního měnového fondu v této oblasti je vyvíjet a zveřejňovat zásady a jednotná pravidla pro sestavení konzistentních a aktuálních statistik platební bilance. Manuál tedy poskytuje základní rámec pro statistiky transakcí a pozic dané země vůči zahraničí. V reakci na vývoj světové ekonomiky a s tím související nárůst ekonomických transakcí a na vznik nových finančních instrumentů, zaznamenal manuál od svého vzniku do současné doby řadu významných změn. Některé realizované změny byly také reakcí na požadavky analytiků na co nejpřesnější zachycení těchto rozmanitých transakcí.

První Manuál, publikovaný Mezinárodním měnovým fondem v roce 1948, obsahoval pouze tabulky pro statistické zachycení jednotlivých transakcí a stručný návod k jejich vyplnění, bez jakýchkoliv metodických poznámek k vlastní koncepci platební bilance. Byla tak vytvořena první směrnice pro sestavování platební bilance, která byla reakcí na nutnost standardizace metodologických postupů pro pravidelné reportování vůči Mezinárodnímu měnovému fondu. Navazující manuály byly stále sofistikovanější a kladly důraz na metodickou stránku platební bilance,

s cílem provazovat různá statistická data a zvýšit tak potenciál jejich využití pro analytické účely.

Druhý Manuál, který vešel v platnost v roce 1950, kladl důraz na obsahovou stránku jednotlivých pojmů a vlastní koncepci platební bilance. Obsahoval některé další zásady a principy sestavování platební bilance a jejího využití pro makroekonomické analýzy. Skutečná metodika platební bilance se ale objevila až ve třetím Manuálu z roku 1961.

V roce 1977 došlo k vydání v pořadí čtvrtého Manuálu. Ten reflektoval na v té době tolik potřebné změny související s rozvojem mezinárodních finančních vztahů. Většina těchto změn byla reakcí na krizi mezinárodního měnového systému, jejíž příčiny souvisely s opuštěním původních principů Bretton-woodského měnového systému, spočívající na pevných měnových kursech s vazbou národních měn na zlato a americký dolar. Přejít na systém pohyblivých měnových kursů řady členských zemí Mezinárodního měnového fondu, spolu s liberalizací pohybů na kapitálových účtech, vedly k nárůstu finančních transakcí mezi jednotlivými zeměmi a vyvolaly potřebu jejich zachycení v platební bilanci.

Navazující pátý Manuál z roku 1993 (Balance of Payments Manual No. 5 - BPM5) byl oproti předchozím verzím na podstatně vyšší kvalitativní úrovni. Objevila se tu jasná snaha o přesné vymezení používaných pojmů a o závaznou strukturu jednotlivých účtů platební bilance. Rovněž došlo k přejmenování kapitálového účtu na finanční účet při zachování kapitálového účtu s jinou obsahovou náplní, a nově byl zaveden i pojem investiční pozice vůči zahraničí. Důležitou změnou bylo i zaznamenávání některých transakcí, které nepředstavují reálnou nabídku a poptávku po devizách na devizovém trhu (např. reinvestovaný zisk). Podle tohoto Manuálu byla také sestavována platební bilance Československa po jeho vstupu do Mezinárodního měnového fondu v roce 1990, i když povinná aplikace pro členské země byla až od roku 1993. (Marková, 2012)

Zatím poslední, šestá verze Manuálu (BPM6) se od předchozí liší samotným názvem. BPM6 je zkratkou pro „Manuál platební bilance a investiční pozice vůči zahraničí“ (*Balance of Payments and International Investment Position Manual – Sixth Edition*). Začlenění investiční pozice vůči zahraničí do názvu Manuálu se objevuje poprvé právě v tomto šestém vydání. Tím nový Manuál, přikládá stejný význam jak transakcím (zachyceným v platební bilanci) tak pozicím (stavům).

Aktualizace Manuálu byla vyvolána snahou Mezinárodního měnového fondu zaznamenat do standardů pro sestavování platební bilance všechny významné události a změny, které se ve světové ekonomice udály od vydání pátého Manuálu v roce 1993. Šlo zejména o pokračující proces globalizace světové ekonomiky a nebývalou inovaci finančních instrumentů obchodovaných na světových trzích.

Proces globalizace je spojen s rostoucím využíváním přeshraničních výrobních procesů (jako jsou např. zušlechťovací operace a re-exporty), s rostoucím počtem

jak společností, tak i jednotlivců s ekonomickými vazbami na dvě i více ekonomik se složitými strukturami mezinárodních společností a s tím souvisejícími pohyby finančních prostředků. Nový Manuál reaguje na potřebu zpřesnění konceptu rezidentství a přeshraničního pohybu pracovní síly. Současně se zaměřuje i na přesnější vymezení podniků založených za specifickým účelem (special purpose entities), které budou statisticky vyčleněny jako zvláštní institucionální jednotky v položce přímé zahraniční investice. V bilancích podniků a finančních institucí se klade větší důraz na uvádění dat, která umožní lépe pochopit a vysvětlit ekonomický vývoj, zranitelnost institucí a udržitelnost jejich dalšího vývoje. V rámci reflexe finančních inovací se BPM6 zaměřuje na nové finanční instrumenty, jako jsou například finanční deriváty, sekuritizace a indexované cenné papíry. Poprvé se manuál také věnuje měnovým uniím. (IMF, 2009)

Manuál klade také velký důraz na provázanost platební bilance s jinými makroekonomickými statistikami, mezinárodními účetními standardy přijatými OECD a navazujícími speciálními manuály zveřejněnými od doby zavedení pátého Manuálu.

„BPM6 je konzistentní se Systémem národních účtů 2008 (System of National Accounts 2008 – 2008 SNA), Evropským systémem národních a regionálních účtů (European System of National and Regional Accounts – ESA 2010), což je evropská verze 2008 SNA, a se čtvrtým vydáním Příručky definic přímých zahraničních investic (Benchmark Definition of Foreign Direct Investment – BD4) Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (OECD), které byly aktualizovány ve stejné době.“ (ČNB, 2016a)

Systém národních účtů poskytuje standardy pro statistiky, je podrobnější a obsahuje řadu metodických pokynů k zaznamenávání ekonomických transakcí, jejichž nárůst je důsledkem globalizace a finančních inovací. Zejména poskytuje rámec, který je použitelný pro nejrozličnější ekonomiky, od nejmenších a málo rozvinutých až po ty vyspělejší a složitější. Podporuje rovněž soulad mezi různými datovými soubory tím, že uvádí odkazy na ostatní makroekonomické statistiky. Aplikace těchto standardů na ostatní makroekonomické statistiky rozšiřuje potenciál jejich využití v makroekonomických analýzách a přispívá tak k větší vypovídací schopnosti sledovaných údajů. (ČNB, 2016a)

Základní struktura platební bilance v členění na běžný, kapitálový a finanční účet zůstává v BPM6 zachována a je totožná se strukturou platnou podle BPM5. Rozdíl je pouze v tom, že v BPM6 nevystupuje „Změna devizových rezerv“, neboť ty jsou součástí finančního účtu jako rezervní aktiva. O základních rozdílech mezi BPM5 a BPM6 vypovídá tabulka 1.

Tab. 1 Struktura PB dle BPM5 a BPM6

Podle BPM 5	Podle BPM 6
Běžný účet	Běžný účet
Obchodní bilance (zboží)	Zboží
Bilance služeb	Služby
Bilance výnosů	Prvotní důchody
Běžné převody	Druhotné důchody
Kapitálový účet	Kapitálový účet
Finanční účet	Finanční účet
	Včetně finančních aktiv
Saldo chyb a opomenutí	Čisté půjčky (+)/čisté výpůjčky (-)
Změna devizových rezerv	Čisté chyby a opomenutí

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat ČNB (2010) a ČNB (2016b).

3 Komparace BPM5 a BPM6

Nejdůležitější prezentační změnou, kterou zavádí BPM6, je již zmiňovaný název Manuálu, kterým je deklarováno, že je přikládán stejný význam jak transakcím, tak i pozicím (stavům), neboť je v něm uvedena „investiční pozice vůči zahraničí“.

V BPM6 se objevilo několik nomenklaturních změn, většinou za účelem zvýšení konzistentnosti s národním účetnictvím (*Systémem národních účtů 2008*). Zavádí se pojem „ekonomické vlastnictví“, který je klíčový při určování doby zaevidování na aktuální bázi u transakcí se zbožím, nevýrobními nefinančními aktivy a finančními aktivy. Objevují se i nové pojmy pro některé položky. Nové jsou např. „prvotní důchody a druhotné důchody“, které nahradily stávající „bilanci výnosů a běžné převody“. Na účtu služeb nahrazují „poplatky za využívání duševního vlastnictví jinde neuvedené“ dosavadní termín „autorské honoráře a licenční poplatky“. Zavádí se pojem „osobní transfery“, který nahrazuje původní „remitence pracovníků“ a je širší neboť zahrnuje všechny běžné peněžní nebo naturální transfery mezi rezidentními a nerezidentními domácnostmi bez ohledu na zdroj příjmu a vztah mezi domácnostmi. (IMF, 2009)

Jak bylo již uvedeno, základní struktura platební bilance v členění na běžný, kapitálový a finanční účet zůstává zachována.

Na celkovou bilanci zboží a služeb nemá nový Manuál zásadní vliv, ale jak vyplývá z obrázku 2, k výrazným změnám dochází mezi jednotlivými účty zachycujícími pohyb zboží a služeb, a to především z důvodu reklasifikace merchantingu (nákup zboží rezidentem domácí ekonomiky v zahraničí od nerezidenta s následným prodejem jinému nerezidentovi bez uskutečnění dovozu zboží do domácí ekonomiky) a jeho přesunutí ze služeb do zboží. Nákup zboží je klasifikován jako záporný vývoz zboží ekonomiky obchodníka a prodej je klasifikován jako kladný

vývoz zboží. Rozdíl mezi hodnotou prodeje a hodnotou nákupu zboží je vykázán ve vývozu zboží jako „čistý vývoz zboží v rámci merchantingu“ (IMF, 2009).

Obr. 1 Struktura bilance zboží a služeb dle BPM5 a BPM6

BPM 5	BPM 6
Obchodní bilance Všeobecné zboží Zboží pořízené v přístavech Zušlechtění Opravy Neměnové zlato	Obchodní bilance Všeobecné zboží Merchanting (netto vývoz zboží) pořízení (s mínusem) prodej Neměnové zlato
Služby Merchanting (netto služba)	Služby Zušlechtění Opravy Patenty Autorská práva

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat ČNB (2010), ČNB (2016b).

Do položky služeb se nově začleňuje „zušlechtění zboží a opravy“. V rámci BPM 5 byla změna vlastnictví započítána u zboží, které bylo zpracováváno jiným subjektem než vlastníkem, na hrubé bázi, do „zboží ke zpracování“ na účtu zboží. V BPM 6 je toto zrušeno a místo toho se poplatek obdrženy za poskytnuté zpracovatelské služby zařadí do „výrobních služeb u cizích fyzických vstupů“ na účtu služeb. Dopady do položek zboží se projeví pouze v případě, kdy dojde ke změně ekonomického vlastnictví zboží. *„Cílem je vyloučit z obrátu obchodní bilance zboží, u kterého nedochází ke změně vlastnictví. V případě České republiky půjde zřejmě o objemově významné položky, které sníží obrat a vykazované saldo zahraničního obchodu zbožím a souvztažně se změní saldo bilance služeb.“* (Olšovský, 2014)

Na účtu služeb se nově objeví poplatky za používání duševního vlastnictví, služby v oblastech výzkumu a vývoje, jako jsou např. patenty a autorská práva, které byly dosud zahrnuty do kapitálového účtu. (IMF, 2009)

K některým změnám dochází i rámci účtu prvotních důchodů (dříve bilance výnosů). Nově sem patří některé položky běžných převodů, konkrétně jde o daně z výroby a dovozu, subvence a nájemné. Z metodického hlediska jsou prvotní důchody ovlivněny zejména novým zacházením s přímými zahraničními investicemi na brutto bázi a vykazováním reinvestovaného zisku z akcií

investičních fondů. Balance druhotných důchodů by měla zůstat v podstatě stejná. (IMF, 2009)

Hlavní změna u kapitálového účtu souvisí s již zmíněnou změnou ohledně patentů a autorských práv, které jsou nově zařazeny na účtu služeb.

Na finančním účtu se nově zavádějí položky „čisté pořízení finančních aktiv“ a „čistý přírůstek závazků“ místo dosavadních „výdaje“ a „příjmy“.

U přímých zahraničních investic je nejzávažnější prezentační změna spojená s uváděním přímých zahraničních investic na brutto bázi (aktiva a pasiva) místo dřívějšího principu podle směru investic, čímž se započítaly zpětné investice. Tato změna zvyšuje jak čisté pořízení finančních aktiv, tak čistý přírůstek závazků. Jinými slovy, vzájemné úvěrové vztahy mezi matkou a dcerou nebudou vykázány na netto principu jako doposud, ale pohledávky a závazky odděleně. Některé změny na účtu přímých zahraničních investic jsou zachyceny v tabulce 2.

Tab. 2 Vykazování přímých zahraničních investic podle BPM5 a BPM6

BPM 5	BPM 6
<i>Princip směru</i>	<i>Princip aktiv a pasiv</i>
V zahraničí	Akcie a ostatní účasti (jiné než reinvestice)
Základní kapitál a reinvestovaný zisk	Akcie a ostatní účasti – reinvestice zisku
Ostatní kapitál	Dluhové nástroje
Zahraniční v tuzemsku	V podnicích přímé investice
Základní kapitál a reinvestovaný zisk	V přímém investorovi (zpětná investice)
Ostatní kapitál	Investice mezi sesterskými podniky
Netto vykazování aktiv a pasiv	Brutto vykazování aktiv a pasiv

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat ČNB (2010), ČNB (2016b).

Dále jsou doplněny investice mezi sesterskými podniky. To jsou podniky, které ovládá nebo ovlivňuje tentýž přímý nebo nepřímý investor, ale které se vzájemně neovládají ani neovlivňují (tj. nejsou ve vzájemném vztahu přímé investice). Všechny dluhové transakce mezi přidruženými finančními podniky (přijímání vkladů, investiční fondy a ostatní finanční zprostředkovatelé kromě pojišťoven a penzijních fondů) jsou z transakcí přímých zahraničních investic vyloučeny. Další změnou na účtu přímých zahraničních investic je nový termín „reinvestice zisku“, místo dosavadního „reinvestovaného zisku“, který se nadále používá na účtu prvotních důchodů, a to přesto, že obsah obou položek je stejný. (IMF, 2009)

Účet „finanční deriváty“ byl, v zájmu větší srozumitelnosti obsahové náplně, přejmenován na „Finanční deriváty (jiné než rezervy) a zaměstnanecké opce na akcie“. Slova „jiné než rezervy“ byla doplněna proto, aby bylo jasné, že tyto finanční deriváty v rezervních aktivech nejsou zahrnuty do této funkční kategorie a slova „a zaměstnanecké opce na akcie“ jsou zařazeny z toho důvodu, aby obsah účtu

lépe korespondoval s jeho názvem. Zaměstnanecké opce na akcie jsou opce na nákup akcie společnosti nabídnuté zaměstnancům společnosti jako forma odměny. U ostatních investic došlo k rozšíření původního názvu „obchodní úvěry“ na „obchodní úvěry a zálohy“ rovněž z důvodu lepšího vyjádření jejich obsahu. (ČNB, 2016b)

Nově se zavádí, k označení salda finančního účtu a společného salda běžného a kapitálového účtu, pojem „čisté půjčky (+) /čisté výpůjčky (-)“. Tato salda by byla identická nebýt položky „čisté chyby a opomenutí“, která vyrovnává rozdíly mezi oběma saldy. (ČNB, 2016b)

Byly zavedeny i změny v konvenci využívání znamének plus a mínus, i když pouze z praktického hlediska. Konvence ve využívání znamének v BPM6 je konzistentní s manuály národních účtů. Na běžném a kapitálovém účtu jsou příjmy i výdaje nově uváděny s kladným znaménkem, zatímco v BPM5 byly výdaje uváděny se záporným znaménkem. Na finančním účtu se záporná znaménka již nepoužívají k označení růstu aktiv (odlivů) a kladná znaménka k označení poklesu aktiv (přilivů). Kladné číslo nyní označuje jak růst aktiv tak i pasiv a záporné číslo naopak jejich pokles. Bilanční položky se vypočítávají jako příjmy minus výdaje nebo čisté pořízení aktiv minus čistý přírůstek závazků. (IMF, 2009)

Mezi vydáním 6. Manuálu v roce 2009 a jeho zavedením do praxe uběhlo několik let, během kterých se centrální banky postupně připravovaly a přizpůsobovaly změnám ve vykazování platební bilance. Mezinárodní měnový fond schválil zavedení BPM6 od srpna roku 2012. Od té doby běželo jakési přechodné období, v němž byla ve většině zemí dostupná data jak v BPM5, tak v BPM6. Statistiky podle BPM6 však většinou nebyly sestavovány primárně, ale vznikaly revizí údajů z BPM5. V EU se pak skutečný přechod na BPM6 uskutečnil v roce 2014. Česká národní banka začala publikovat data podle BPM6 v říjnu 2014 a v systému časových řad ARAD od ledna 2015 zveřejňuje údaje pouze podle BPM6. Podle ČNB „Zavedení metodiky platební bilance podle manuálu číslo šest není tak náročné na změny, jako bylo zavedení manuálu číslo pět proti předcházející verzi“ (Olšovský, 2008; ČNB, 2016c).

Nicméně přes veškeré dosavadní snahy po co možná nejpresnějším zachycení všech transakcí, které jsou realizovány mezi jednotlivými zeměmi, přetrvávají při jejich vykazování určité nepřesnosti a nedostatky, které se nepodařilo odstranit ani zavedením nového manuálu. Na tyto problémy zareagovala hodnotící Komise EU, která vycházela z výsledků hodnocení kvality provedeného Eurostatem za období od ledna do července 2015. Z hodnotící zprávy vyplynula pro jednotlivé členské státy tato doporučení:

- zlepšit úplnost údajů,
- dodržovat pravidla týkající se důvěrnosti, stanovená příslušným nařízením EU, neboť uplatňovat restriktivnější postup při označování údajů za důvěrné nebo

nezveřejnitelné, než je stanoveno v příslušném nařízení, výrazně snižuje hodnotu statistických informací poskytovaných uživatelům,

- snížit přetrvávající asymetrii údajů, především při vykazování přímých zahraničních investic, lepší spoluprací mezi jednotlivými zeměmi,
- snížit hodnotu chyb a opomenutí, která je pro řadu zemí velkým problémem. Země by měly zjišťovat příčiny vysokých hodnot na tomto účtu a přijmout opatření k jejich odstranění. (EK, 2016)

Realizace těchto opatření by měla přispět k většímu uspokojení potřeb širokého okruhu uživatelů, jejichž poptávka po relevantních údajích o platební bilanci, investiční pozici vůči zahraničí a zahraniční zadluženosti, zejména v důsledku finanční krize, neustále roste.

4 Investiční pozice vůči zahraničí

Výraznou změnou, se kterou se setkáváme v BPM6 je důraz kladený na stavové veličiny zachycené v investiční pozici vůči zahraničí. Ta se již objevila v předchozím manuálu BPM5, jako zcela nový indikátor. Zatímco od roku 1993 neexistovala ucelená metodika pro její sestavení, BPM6 jí přikládá důležité místo, o čemž vypovídá i zahrnutí investiční pozice vůči zahraničí do samotného názvu „Manuál platební bilance a investiční pozice vůči zahraničí“, (*Balance of Payments and International Investment Position Manual*).

O vztahu mezi platební bilancí, investiční pozicí vůči zahraničí, zahraniční zadlužeností a národními účty vypovídá následující obrázek.

Obr. 2 Schéma vazeb mezi platební bilancí, investiční pozicí vůči zahraničí a zahraniční zadlužeností

Zdroj: vlastní zpracování.

Investiční pozice vůči zahraničí má úzkou vazbu nejen na platební bilanci, ale i na jiné makroekonomické veličiny. Její pasiva kromě majetkových účastí u přímých

zahraničních a portfoliových investic, reinvestovaného zisku a finančních derivátů vypovídají o hrubé zahraniční zadluženosti. Ta je navíc, z důvodu větší přehlednosti a vypovídací schopnosti z časového a sektorového hlediska, sledována jako samostatná kategorie.

Sledování a zachycení vývoje zahraničních aktiv a pasiv ve formátu investiční pozice vůči zahraničí bylo reakcí na rozsáhlý nárůst mezinárodních finančních transakcí v souvislosti s všeobecným trendem liberalizace pohybu na kapitálových účtech. Nebývalý nárůst přeshraničních transakcí ukázal na naléhavou potřebu sestavení podrobné statistiky těchto transakcí, jak ve formě vývoje tokových, tak i stavových veličin, a to jak ve funkčním, tak i v sektorovém členění. Investiční pozice vůči zahraničí byla také proto již zahrnuta v BPM5, ale tento indikátor nenacházel příliš velké uplatnění v makroekonomických analýzách a to i přesto, že jeho vypovídací schopnost a význam údajů jsou nezpochybnitelné. Důvody této situace lze spatřovat zřejmě v tom, že

- údaje o investiční pozici vůči zahraničí byly k dispozici pouze za krátké časové období a neměly žádnou historii (navíc až do roku 2000 byly k dispozici pouze údaje na roční bázi)
- časové zpoždění (až 6 měsíců) při zveřejňování údajů, jako důsledek náročnosti získávání potřebných podkladů, a s tím související i omezená možnost častější periodicity
- přetrvávající značné rozdíly v metodice sestavování tohoto výkazu ztěžovaly jejich využití při komparaci s jinými údaji, a to jak v čase, tak i v mezinárodním měřítku.

Po vydání BPM6 se tento manuál stal základním metodickým předpisem pro sestavení investiční pozice vůči zahraničí. Ta je, na rozdíl od platební bilance, stavový výkaz finančních aktiv a pasiv rezidentů dané země vůči nerezidentům, sestavovaný k určitému datu. Manuál obsahuje tabulku pro sestavení výkazu Investiční pozice vůči zahraničí s počátečním stavem, konečným stavem, transakcemi a sloupcem pro specifikaci rozdílů vyvolaných jinými důvody než transakcemi (tj. kurzové rozdíly, odpisy dluhu, cenové vlivy apod.). (IMF, 2009)

V řádcích jsou zachycena aktiva a pasiva, jejichž struktura je shodná se strukturou finančního účtu platební bilance, tzn., že zachycuje přímé zahraniční investice, portfoliové investice, finanční deriváty (jiné než rezervy) a zaměstnanecké opce na akcie, ostatní investice a rezervní aktiva. Aktiva jsou pohledávky dané země vůči zahraničí (věřitelská pozice) a majetek domácích subjektů v zahraničí (majetková pozice). Na straně pasiv vystupují závazky vůči zahraničním subjektům (dlužnická pozice) a majetek zahraničních subjektů v domácí ekonomice (majetková pozice). Aktiva a pasiva jsou rovněž členěna podle jednotlivých sektorů (ČNB, instituce přijímající vklady kromě CB, vládní instituce, ostatní sektory). Rozdíl mezi finančními aktivy a pasivy představuje výsledné saldo investiční pozice vůči

zahraničí. Jeho hodnota (kladná nebo záporná) vypovídá o čistém finančním vztahu země, resp. sektorů ekonomiky vůči nerezidentům (věřitelská nebo dlužnická pozice). „Čistá investiční pozice země NFAT vyjádřená v domácí měně je definována jako rozdíl mezi hodnotou zahraničních aktiv rezidentů dané země v domácí měně FAT a hodnotou zahraničních pasiv rezidentů v domácí měně FLT v bilancích rezidentů k určitému časovému okamžiku T.“ (Brůna, 2011)

Významnou změnou ve výkazu investiční pozice vůči zahraničí, která vyplývá z manuálu BPM6, je vykazování úvěrových vztahů souvisejících s přímými zahraničními investicemi na bázi brutto, místo dřívějšího principu „podle směru investice“. To znamená, že úvěrové vztahy mezi mateřskou a dceřinou společností se již nevykazují na netto principu, čili nebudou upravena jejich vzájemným započtením, jak tomu bylo doposud (standard BPM5), ale zvláště jsou vykazovány pohledávky a zvláště závazky mezi těmito subjekty, což bude mít dopad i na ukazatele celkové zahraniční zadluženosti země. Navíc byly nyní zavedeny investice mezi sesterskými podniky, zatímco podle BPM5 byly tyto investice zařazeny v jiných funkčních kategoriích v závislosti na charakteru dané investice. (Olšovský 2008; ČNB, 2016a)

Jak již bylo uvedeno výše, aktiva a pasiva zachycená ve výkazu investiční pozice vůči zahraničí, mají stejnou strukturu s aktivy a pasivy finančního účtu. Aktiva a pasiva zachycená na finančním účtu platební bilance tak ovlivňují jejich celkový stav k určitému datu, zachycený v investiční pozici vůči zahraničí. Investiční pozice vůči zahraničí má rovněž přímou návaznost i na běžný a kapitálový účet platební bilance. Saldo těchto účtů, spolu se saldem chyb a opomenutí, odpovídají saldu finančního účtu. Zatímco transakce zachycené na finančním účtu platební bilance mají vliv na celkový objem aktiv a pasiv investiční pozice vůči zahraničí, tak saldo finančního účtu (totožné se saldem běžného a kapitálového účtu včetně chyb a opomenutí), má bezprostřední vliv na změnu jejího salda.

Z grafu 1 vyplývá jednoznačně pozitivní trend vývoje salda běžného účtu platební bilance, které se od roku 2014 dokonce dostalo do kladných čísel. Rozhodující podíl na tomto pozitivním vývoji má zvýšená exportní schopnost našich výrobců, která už od roku 2005 převýšila dovozy a vykazuje tak aktivní saldo. Aktivní saldo obchodní bilance, spolu s aktivním saldem bilance služeb, přispěly ke kladnému saldu běžného účtu a vyrovnaly tak negativní vývoj bilance prvotních důchodů. Nicméně vývoj salda tohoto účtu je možné i nadále považovat za znepokojivý vzhledem k přetrvávajícímu zápornému saldu prvotních důchodů, na kterém se významnou měrou podílejí výnosy z přímých zahraničních investic ať už ve formě reinvestovaného nebo repatriovaného zisku. (ČNB, 2016b; ČNB, 2016d)

Graf 1 Vývoj salda běžného účtu platební bilance v mld. Kč

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat ČNB (2016b).

S rostoucím významem přílivu přímých zahraničních investic docházelo již od konce 90. let postupně k nárůstu výnosů z těchto investic. V roce 2007 dosáhla jejich hodnota téměř 310 mld. Kč. Jak vyplývá z tabulky 3, byl do tohoto roku poměr repatriovaného a reinvestovaného zisku celkem vyrovnaný s výjimkou počáteční fáze, kdy do roku 2003 převažovaly reinvestice. Finanční krize, která propukla v roce 2008, měla za následek, nejen pokles objemu výnosů z přímých zahraničních investic, ale zejména došlo ke znatelnému poklesu podílu reinvestovaných zisků ve prospěch repatriovaných dividend (pokles až na 17 % v roce 2008). Tento trend přetrvává do současné doby a to i přesto, že se od roku 2012 výnosy z přímých zahraničních investic pohybují nad 300 mld. Kč. Od roku 2008 se sice zvýšil podíl reinvestovaného zisku na celkových výnosech z přímých zahraničních investic, nicméně předkrizové úrovně nebylo doposud dosaženo a podíl reinvestovaných zisků na celkových výnosech z přímých zahraničních

investic se výrazně snížil, a to na průměrných 24 % za sledované období 2008–2015.(ČNB, 2016b; ČNB, 2016d)

Tab. 3 Vývoj podílu reinvestovaného zisku (RZ) na přímých zahraničních investicích (PZI) a na důchodech z přímých zahraničních investic (v %)

Období	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Podíl RZ na PZI	19	27	23	103	59	28	70	66
Podíl RZ na důch. z PZI	69	71	62	51	48	49	42	45

Období	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Podíl RZ na PZI	28	68	39	50	42	60	45	172°
Podíl RZ na důch. z PZI	17	26	26	14	26	28	22	30

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat ČNB (2016b), ČNB (2016d).

Příčinu tohoto vývoje lze zřejmě spojovat s obecným nedostatkem likvidity zahraničních mateřských podniků, který vedl k jejímu odčerpávání od zahraničních dceřiných společností. Nezanedbatelnou roli sehrál nepochybně i pokles dalších investičních příležitostí. Pro ČR byl potenciál pro další velký příliv privatizačních přímých zahraničních investic již před několika lety z velké části vyčerpán a rozhodujícím zdrojem přímých zahraničních investic jsou přibližně od roku 2006 reinvestované zisky (s výjimkou roku 2008). Od roku 2008 pak reinvestované zisky na celkovém přílivu přímých zahraničních investic opět vzrostly, ale jednoznačný trend, jak vyplývá z tabulky 3, nelze jasně určit. Svoji roli tu hrají i jiné formy přímých zahraničních investic (akciové účasti a dluhové nástroje). Z tohoto pohledu je zcela výjimečný rok 2015, kdy došlo k odlivu zahraničních investic ve formě jak základního kapitálu, tak splátek úvěrů zpět do zahraničí. (ČNB, 2016b; ČNB, 2016c)

Lze předpokládat, že reinvestice budou hrát i nadále klíčovou roli v přílivu přímých zahraničních investic, a budou tak jedním z hlavních faktorů zvyšování potenciálu české ekonomiky. Jejich vývoj bude záviset na životnosti stávajících přímých zahraničních investic, která ovlivní podíl reinvestovaných zisků na celkových výnosech z přímých zahraničních investic. Neboť čím starší investice, tím vyšší bude i podíl repatriovaného zisku na úkor reinvestovaných zisků. V každém případě to znamená, že výnosy z přímých zahraničních investic, ať už ve formě reinvestovaného nebo repatriovaného zisku, budou ovlivňovat saldo běžného účtu platební bilance, a tedy i investiční pozici vůči zahraničí.

Jak bylo uvedeno výše, saldo běžného účtu, kapitálového účtu a saldo chyb a opomenutí se musí rovnat saldu finančního účtu, a toto saldo by mělo odpovídat i změně salda investiční pozice vůči zahraničí. Z komparace výše uvedených sald platební bilance se změnou salda investiční pozice vůči zahraničí vyplývá, že mezi těmito saldy je značný rozdíl a že tedy neplatí obecně rozšířené tvrzení, že ke změně

salda investiční pozice země vůči zahraničí může dojít pouze v případě, kdy jsou běžný a kapitálový účet včetně sald chyb a opomenutí v nerovnováze. Důvody souvisí s novou metodikou sestavování investiční pozice vůči zahraničí, kde vedle stavu transakcí na počátku a konci sledovaného období, jsou ve výkazu zachyceny změny mezi počátečním a konečným stavem. Tyto změny nemají charakter transakcí, ale jsou způsobeny řadou faktorů, které ovlivňují hodnotu transakcí. Jde především o kurzové změny, cenové změny aktiv, odpisy dluhů a jiné vlivy. Informace o dopadech těchto faktorů na jednotlivé transakce nejsou na stránkách ČNB k dispozici. O rozdílech mezi saldem finančního účtu platební bilance a změnou salda investiční pozice vůči zahraničí vypovídají údaje v tabulce 4.

Tab. 4 Rozdíly mezi saldem finančního účtu a saldem investiční pozice vůči zahraničí

v mil. Kč	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Saldo BÚ	-75 254	-89 203	-141 776	-84 800	-63 313	-21 784	7 480	41 375
Saldo KÚ	26 024	51 274	37 596	12 710	53 011	82 436	32 319	106 142
Saldo chyb	6 001	-34 418	-18 158	-2 673	21 990	7 655	23 271	46 276
Saldo FÚ	-43 229	-72 347	-122 338	-74 763	11 688	68 307	63 070	193 793
Změna salda IPZ	x	-191 243	-97 244	17	41 342	168 943	116 985	181 704
Rozdíl negativní	x	-119 324						-12 089
Rozdíl pozitivní	x		25 094	74 781	29 653	100 636	53 915	

Poznámka: BÚ = běžný účet, KÚ = kapitálový účet, FÚ = finanční účet.

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat ČNB (2016b).

O vývoji naší investiční pozice vůči zahraničí za období 2008 až 2015 vypovídá tabulka 5 a graf 2. Ve sledovaném období je patrný zlepšující se trend vývoje salda investiční pozice vůči zahraničí. Od roku 1993 se toto saldo zhoršovalo a tento nepříznivý trend byl zastaven až v roce 2010 na hodnotě 1 822,7 mld. Kč. Maxima bylo dosaženo v roce 2012 na úrovni 1 864,0 mld. Kč. Od tohoto roku se trend změnil a do roku 2015 se naše investiční pozice zlepšila oproti maximu z roku 2012 o 25 %. Přes toto zlepšení je i nadále saldo naší investiční pozice vůči zahraničí jako důsledek záporných kumulativních sald běžného účtu platební bilance v předchozích letech neuspokojivé, neboť se pohybuje na úrovni 30 % HDP v roce 2015 a v letech 2010 a 2012 to bylo dokonce 46 %. (ČNB, 2016b; ČNB, 2016d; ČSÚ, 2016)

Tab. 5 Investiční pozice vůči zahraničí ČR

	mld.Kč	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
přímé investice	aktiva	479,9	562,7	647,5	666,5	762,4	915,1	981,3	1 029,6
	pasiva	2 427,0	2 602,0	2 777,2	2 807,2	3 032,3	3 172,2	3 333,7	3 377,3
	saldo	-1 947,1	-2 039,3	-2 129,7	-2 140,7	-2 269,9	-2 257,1	-2 352,4	-2 347,7
portfoliové investice	aktiva	505,1	456,3	453,3	451	490,7	523,4	637,0	711,8
	pasiva	508,1	653,3	780,7	799,8	867,2	979,1	1000,1	1234,3
	saldo	-3,0	-197,0	-327,4	-348,8	-376,5	-455,7	-363,1	-522,5
finanční deriváty	aktiva	145,5	102,8	95	128,6	94,0	55,6	100,2	76,5
	pasiva	166,5	120,0	108,8	139,9	105,9	85,1	95,9	81,2
	saldo	-21,0	-17,2	-13,8	-11,3	-11,9	-29,5	4,2	-4,7
ostatní investice	aktiva	778,5	757,9	844,4	925,7	986,9	1 124,3	1 190,0	1 163,6
	pasiva	1 057,3	994,2	992,9	1 051,0	1 047,8	1 195,3	1 301,2	1 285,9
	saldo	-278,8	-236,3	-148,5	-125,3	-60,9	-71,0	-111,2	-122,3
rezervní aktiva		716,0	764,3	796,7	803,3	855,2	1 118,3	1 244,3	1 600,9

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat ČNB (2016b).

Graf 2 Vývoj salda investiční pozice země vůči zahraničí (v mld. Kč)

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat ČNB (2016b).

Na zlepšujícím se vývoji salda investiční pozice vůči zahraničí se rozhodující měrou podílí nárůst rezervních aktiv, a to ze 716,0 mld. Kč v roce 2008 na 1 600,9 mld. Kč v roce 2015, což je více než na dvojnásobek. K tomuto nárůstu došlo především od roku 2013 v důsledku devizových intervencí ČNB na udržení kurzového závazku oslabení koruny na úroveň 27 Kč za euro. Rozsah těchto intervencí ve výši 20,55 mld. eur zvýšil devizové rezervy ČNB o 555 mld. Kč. Na navýšení rezervních aktiv ČNB za celé sledované období se podílely i výnosy z investovaných aktiv, kurzové rozdíly a výnosy z transakcí pro klienty ČNB. (ČNB, 2016b; ČNB, 2016e)

Došlo k poklesu pasivního salda v položce ostatní investice o 156 mld. Kč, což je 56 % za sledované období. Důvodem bylo rychlejší tempo růstu našich aktiv a to cca o 50 % (ze 778,5 na 1 163,6 mld. Kč) oproti nárůstu pasiv o 20 % (z 1 057,4 na 1 286,0 mld. Kč). Nárůst aktiv ve sledovaném období měl své příčiny ve zvyšování krátkodobých vkladů domácích bank v zahraničí a v poskytovaných vývozních úvěrech. Zvyšování pasiv bylo výsledkem rostoucího přílivu krátkodobých vkladů a čerpání půjček ze zahraničí.

Na růstu záporného salda investiční pozice vůči zahraničí se ve sledovaném období podílelo pasivní saldo přímých zahraničních investic, kde byl nárůst o 400 mld. Kč tj. o 20 %. Trvalý růst přílivu přímých investic ze zahraničí vypovídá o přetrvávající důvěře zahraničních investorů v naši ekonomiku, ale důležitou formou přímých zahraničních investic je ve sledovaném období reinvestovaný zisk. Zvýšila se sice i naše aktiva, a to o více než 100 %, ale tomuto navýšení odpovídá v hodnotovém vyjádření pouze částka 550 mld. Kč. Oproti tomu navýšení pasiv o 40 % představuje v korunovém vyjádření částku 950 mld.

Výrazným způsobem se zhoršilo saldo v oblasti portfoliových investic, a to z 2 na 519 mld. Kč. Důvodem bylo zvýšení pasiv z 508 na 1 234 mld. Kč (tj. o 726 mld. Kč) při současném zvýšení našich aktiv z 505 na 712 mld. Kč (tj. o 207 mld. Kč). Počátek sledovaného období byl poznamenán finanční krizí, která vedla ke ztrátě zájmu tuzemských investorů o zahraniční cenné papíry. Pokles držby zahraničních cenných papírů byl přitom především důsledkem odprodeje zahraničních dluhopisů. Uvedený vývoj zřejmě souvisel s nízkou úrovní úrokových sazeb z těchto instrumentů a současně s nezbytností zajištění potřebné likvidity. Naopak investice nerezidentů do domácích cenných papírů vykazovaly po celé sledované období rostoucí trend. Kvantitativně nejvýznamnějšími operacemi byly nákupy vládních korunových dluhopisů zahraničními investory motivované zřejmě spekulativními očekáváními zhodnocení koruny. (ČNB, 2016b)

Z výše uvedeného vyplývá, že na zlepšení salda investiční pozice vůči zahraničí se podílí především růst rezervních aktiv. Ty sice přispěly ke změně nepříznivého klesajícího trendu vývoje investiční pozice země, ale nepřispěly ke zlepšení naší majetkové a dluhové pozice.

Záporné saldo naší investiční pozice sice nelze hodnotit pozitivně, ale na druhé straně zhoršující se investiční pozice země nemusí nutně na danou ekonomiku působit negativně. Záleží hlavně na efektivnosti daných investic. Pokud zahraniční investice vedou k zvyšování produkčních kapacit domácí ekonomiky, k zefektivnění domácí výroby a k zvyšování produktivity práce, je celkový efekt pozitivní i přes zhoršující se investiční pozici země. Naopak při neefektivním či spekulativním využití investic se spolu se zhoršující investiční pozicí dostává země do problémů.

5 Zahraniční zadluženost

Zahraniční zadluženost je možné vymezit jako přehled finančních pasív sektorů tuzemské ekonomiky vůči nerezidentům ČR dluhového charakteru (tj. závazků se smluvně určenou dobou jejich splatnosti, za které náleží věřiteli výnos ve formě úroku). Do zahraniční zadluženosti se nezahrnují investice do majetkových cenných papírů a to jak ty, které patří do přímých zahraničních investic, tak i majetkové cenné papíry a účasti, které nesplňují podmínku zařazení do přímých zahraničních investic. Jde tedy o hrubou zahraniční zadluženost, kam patří kromě úvěrů, dluhopisů, směnek, vkladů i mezipodnikové půjčky v rámci přímých zahraničních investic a nezohledňují se pohledávky. Stavby jednotlivých dluhových závazků odpovídají stejně jako v případě investiční pozice vůči zahraničí, příslušným transakcím s dluhovými finančními pasivy na finančním účtu platební bilance.

O zahraniční zadluženosti ČR ve sledovaném období 2008 až 2015 vypovídá následující graf 3, ze kterého vyplývá její rostoucí trend. Ještě v roce 2008 dosáhla zahraniční zadluženost 1 862 mld. Kč, ale o dva roky později, tedy v roce 2010 překročila hranici 2 bil. Kč, což odpovídalo 59,02 % HDP. Na konci sledovaného období to už bylo 3 131,5 mld. Kč a to představuje 69,95 % HDP.

Graf 3 Vývoj zahraniční zadluženosti ČR v období 2008–2015 (v bil. Kč)

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat ČNB (2016d).

O vývoji podílu zahraniční zadluženosti na HDP vypovídá graf 4. Za kritickou hodnotu indikátoru podílu hrubého dluhu k HDP je považováno 40 %. Tato hranice byla překročena již v roce 2008. Nepříznivý je i rostoucí podíl krátkodobého dluhu

na HDP. Pokud by nastavený trend růstu celkové zahraniční zadluženosti pokračoval, mohlo by to znamenat stagnaci či dokonce pokles domácí spotřeby.

Graf 4 Vývoj podílu celkového (CD), dlouhodobého (DD) a krátkodobého dluhu (KD) na HDP (v %)

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat ČNB (2016d), ČSÚ (2016).

Samotná skutečnost vypovídající o nárůstu našeho dluhu však nemusí sama o sobě představovat nijak významnou hrozbu, neboť se jedná o jev typický pro malé otevřené ekonomiky mající intenzivní obchodní vztahy se zahraničím. Důležitá je struktura dluhu a to jak z hlediska časového, tak sektorového.

Pro poměr krátkodobého a dlouhodobého dluhu je jako limitní hodnota uváděno rovněž 40 %. To znamená, že minimálně 60 % z celkového zahraničního dluhu by mělo připadat na dluh se splatností delší než jeden rok. Při překročení této limitní hodnoty by daná země byla považována zahraničními investory za kritickou, vzhledem k tomu, že při prvních signálech hrozící krize, zpravidla dochází k odlivu krátkodobého kapitálu do zahraničí.

Dluh ČR překročil tuto hranici již v roce 2014, jak vyplývá z tabulky 6. Do budoucna je nutné tento vývoj sledovat, neboť by nebylo žádoucí, pokud by se takto nastoupený trend měl stát trvalým a krátkodobá zadluženost rostla rychleji než dlouhodobá.

Tab. 6 Podíl krátkodobého zahraničního dluhu na celkovém dluhu (v %)

Období	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Krátkodobý dluh/celkový dluh	39,57	34,94	34,32	37,65	34,73	35,74	40,96	43,56

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat ČNB (2016d).

O sektorové struktuře zahraniční zadluženosti vypovídají údaje v tabulce 7.

Tab. 7 Podíl jednotlivých sektorů na zahraniční zadluženosti ČR (v %)

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ČNB	Celkem	0,1	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0	1,8	2,3
	Krátk.	0,2	0,5	0,5	0,2	0,1	0,3	2,2	3,3
	Dlouh.	0,0	1,7	1,6	1,6	1,4	1,4	1,5	1,5
Komerční banky	Celkem	25,9	21,0	20,8	20,2	17,5	21,9	24,4	27,1
	Krátk.	45,5	39,1	39,9	36,3	33,6	45,1	44,9	48,0
	Dlouh.	13,1	11,2	10,8	10,4	8,9	8,9	10,1	10,9
Vládní instituce	Celkem	16,0	18,9	21,5	20,5	22,7	22,7	19,6	22,5
	Krátk.	0,4	0,7	1,9	2,7	1,5	2,2	2,4	3,3
	Dlouh.	26,2	28,6	31,7	31,2	33,9	34,2	31,4	37,3
Ostatní sektory	Celkem	58,0	58,8	56,5	58,2	58,9	54,4	54,3	48,1
	Krátk.	53,9	59,7	57,7	60,8	64,8	52,4	50,5	45,4
	Dlouh.	60,7	58,5	55,9	56,8	55,8	55,5	57,0	50,3

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat ČNB (2016d).

Z uvedených údajů vyplývá rozhodující podíl podnikové sféry na celkové zadluženosti s klesajícím trendem od roku 2012. Časová struktura jejich zadlužení je vcelku vyvážená to znamená, že krátkodobé a dlouhodobé závazky oscilují kolem 50 %. Na této zadluženosti se také podílí již dříve zmiňované mezipodnikové půjčky, které jsou podle nového manuálu platební bilance vykazovány na brutto bázi. I když tyto úvěry zvyšují náš zahraniční dluh, jsou oproti tradičním bankovním úvěrům čerpaným ze zahraničí domácími subjekty specifické v tom, že jsou většinou dlouhodobé, tedy se splatností delší než jeden rok a často i delší než čtyři roky a navíc některé z těchto půjček jsou bezúročné, čili nezvyšují náklady dluhové služby. To by znamenalo, že by v případě krátkodobých problémů nebyly zdrojem napětí způsobeného odlivem krátkodobého kapitálu a hlavně nejde o dluh domácích subjektů. (ČNB, 2011)

K nárůstu zadluženosti došlo i v sektoru bankovníctví a to s výraznou převahou dlouhodobých závazků nad krátkodobou zadlužeností. Zvýšil se i podíl ČNB na celkové zadluženosti a to o 2,2 % za sledované období, což představuje 70 mld. Kč s převažujícím podílem krátkodobých pasiv. V případě ČNB jde především o závazky vůči zahraničí, které reprezentují hodnotu hotovostních vkladů zahraničních bank a repo operací realizovaných se zahraničními bankami při správě

devizových rezerv. Obdobné je to i u komerčních bank, kdy vykazovaný dluh není dluhem tvořeným čerpanými zdroji ze zahraničí, ale jsou v něm zahrnuty závazky vůči zahraničním klientům z titulu vkladů na účtech a investic do dluhových cenných papírů.

Nežádoucím způsobem se vyvíjí zadluženost vládního sektoru, kde dochází jak ke zvyšování krátkodobé, tak i dlouhodobé zadluženosti v důsledku nákupu vládních dluhopisů zahraničními investory a čerpání úvěru od Evropské investiční banky na financování investic do infrastruktury. Za nežádoucí je tento vývoj považován proto, „že nárůst zahraničního zadlužení, na rozdíl od nárůstu vnitřního státního dluhu, skutečně vždy představuje zadlužování budoucích generací dané země, neboť držitelem pohledávek jsou zahraniční subjekty“. (Durčáková a Mandel, 2010, str. 442)

6 Závěr

Prezentovaný příspěvek je věnován změnám v sestavování platební bilance a investiční pozice vůči zahraničí podle nového manuálu BPM6, s cílem ukázat jak se nová metodika promítla do sestavovaných výkazů, a zda a jakým způsobem ovlivnila jejich vypovídací schopnost a zlepšila tak potenciál jejich využití v makroekonomických analýzách. Manuál BPM6 reaguje na změny ve světové ekonomice, ke kterým došlo od roku 1993, kdy platil předchozí manuál. Pro toto období je typické výrazné zvýšení přeshraniční aktivity v důsledku odstraňování překážek bránících volnému pohybu zboží, služeb a kapitálu, který se promítl do nebývalého nárůstu objemu přeshraničních finančních toků i vyvolal tak potřebu jejich přesného a rychlého zaznamenávání, jak ve formě tokových tak i stavových veličin.

Nový manuál klade stejný důraz jak na tokové tak i stavové veličiny zachycené v investiční pozici vůči zahraničí. Vzhledem k tomu, že objemy transakcí zachycené v platební bilanci představují jen část stavů, je investiční pozice často užitečnější coby ukazatel vnější rovnováhy, neboť lépe vypovídá o dlužnické či věřitelské pozici dané země vůči zahraničí.

Z analýzy investiční pozice vůči zahraničí ČR ve sledovaném období 2008 až 2015 vyplynulo, že přes zlepšující se vývoj salda investiční pozice, je jeho stav nepříznivý neboť se v roce 2015 dostalo na 30 % HDP. Jako pozitivní je možné hodnotit zvyšující se aktivitu domácích investorů v zahraničí, i když ve srovnání s přílivem přímých zahraničních investic do naší ekonomiky, není tento posun příliš výrazný. Současně z analýzy vyplynula i větší aktivita našich investorů na trhu zahraničních portfoliových investic, i když i tady za angažovaností zahraničních investorů na našem trhu portfoliových investic dosti zaostáváme.

Z analýzy rovněž vyplynul neuspokojivý vývoj naší zahraniční zadluženosti, která v roce 2015 dosáhla téměř 3,1 bil. Kč, což představuje přibližně 70 % HDP.

Nejedná se však primárně o dluh veřejného sektoru, neboť jsou v tomto dluhu započítány i závazky privátní sféry (podnikového sektoru a obchodních bank včetně ČNB) vůči nerezidentům. Tento stav má své příčiny jednak v kursové politice ČNB spočívající v oslabování domácí měny, která přitahuje spekulativní kapitál v očekávání brzkého „exitu“ z intervenčního režimu. S oddalováním konce oslabování domácí měny lze očekávat, že tyto dluhy budou narůstat především proto, že pro zahraniční investory jsou investice do instrumentů v korunách stále bezpečné a lépe zhodnocované, než investice do obdobných instrumentů na některých zahraničních trzích. Především by ukončení intervence na oslabování koruny a její očekávané zhodnocení přineslo zahraničním investorům kursové zisky.

Zatímco „dluhy“ bank včetně ČNB a vládního sektoru ve sledovaném období vůči zahraničí narůstaly, podnikový sektor své zahraniční zadlužení snižoval. Přesto však dluh tohoto sektoru představuje největší podíl na celkovém dluhu. Svoji roli na výši zahraničního dluhu tu sehrává ale i nová metodika sestavování platební bilance, kdy úvěrové vztahy mezi mateřskou a dceřinou společností jsou vykazovány na brutto bázi.

Nový manuál zavádí řadu změn, z nichž pouze některé budou mít dopad na výslednou hodnotu sledovaných indikátorů a ovlivní tak jejich vypovídací schopnost. Mezi taková opatření bude patřit především vykazování přímých zahraničních investic na brutto bázi, které ovlivní nežádoucím způsobem naši zadluženost. Řada nových opatření je zaváděna pouze z důvodu podrobnějšího členění jednotlivých transakcí a zlepšení četnosti a včasnosti vykazovaných údajů. Jiná opatření spočívají pouze ve změně názvu některých účtů, nebo jejich rozšíření o další pojmy, v zájmu zachování většího souladu mezi názvem těchto účtů a jejich obsahem.

Záměrem všech navržených opatření je, aby koncoví uživatelé mohli získat mnohem lepší přehled o údajích zachycených v platební bilanci a investiční pozici vůči zahraničí, než tomu bylo při využívání metodiky BPM5. Tyto údaje pak mohou lépe sloužit k formování spolupráce dané země vůči zahraničí, pro sledování komparativních výhod a nevýhod vůči ostatním zemím a k vyhodnocení možných rizik z potenciální spolupráce.

Literatura

BRŮNA, K., 2011. Analýza podmínek obsluhy čisté investiční pozice v rozvinutých a tranzitivních ekonomikách. *Český finanční a účetní časopis*. Roč. 6, č. 3., s. 22–31. doi: 10.18267/j.cfuc.111.

ČNB, 2010. *Platební bilance* [online]. [cit. 2. 9. 2016]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/zpravy_vyvoj_pb/2010/pb_2010.pdf>.

ČNB, 2011. *Přímé zahraniční investice 2009* [online]. [cit. 2. 9. 2016]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/pzi/PZI_2009_CZ.pdf>.

ČNB, 2016a. *Často kladené otázky ohledně BPM6* [online]. [cit. 5. 9. 2016]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/casto_kladene_dotazy_ohledne_zavedeni_bpm6.pdf>.

ČNB, 2016b. *Statistika platební balance* [online]. [cit. 10. 10. 2016]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/index_pb.html>.

ČNB, 2016c. *Zavedení nového manuálu platební balance (BPM6)* [online]. [cit. 2. 9. 2016]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/implementace_manualu_bpm6.html>.

ČNB, 2016d. *Systém časových řad ARAD* [online]. [cit. 10. 10. 2016]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_DRILL?p_strid=AD&p_lang=CS>.

ČNB, 2016e. *Obraty na devizovém trhu* [online]. [cit. 10. 10. 2016]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/obraty_devizovy_trh>.

ČSÚ, 2016. *Hlavní makroekonomické ukazatele* [online]. [cit. 10. 10. 2016]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/hmu_cr>.

DURČÁKOVÁ, J., MANDEL, M., 2010. *Mezinárodní finance*. Praha: Management Press.

EK [Evropská komise], 2016. *Zpráva komise o vyhodnocení kvality údajů předaných členskými státy v roce 2014 týkajících se platební bilance, mezinárodního obchodu službami a přímých zahraničních investic* [online]. [cit. 18. 10. 2016]. Dostupné z: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=CELEX%3A52016DC0163>>.

IMF [International Monetary Fund], 2009. *Balance of Payments and International Investment Position Manual, Sixth Edition (BPM6)* [online]. [cit. 10. 10. 2016]. Dostupné z: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf>>.

MANDEL, M., DURČÁKOVÁ, J., 2016. *Mezinárodní finance a devizový trh*. Praha: Management Press.

MARKOVÁ, J., 2012. Analýza efektu přímých zahraničních investic na vnější rovnováhu z pohledu platební bilance. *Český finanční a účetní časopis*. Roč. 7, č. 1, s. 20-33. doi: 10.18267/j.cfuc.300.

OLŠOVSKÝ, R., 2008. Informace o přípravách na zavedení šestého manuálu platební bilance MMF. *Statistika*. Roč. 88, č. 4, str. 346–350.

OLŠOVSKÝ, R., 2014. *Zavedení nového manuálu platební bilance ČR, Mezinárodní standard statistiky platební bilance Mezinárodního měnového fondu (BPM6)* [online]. [cit. 10. 10. 2016]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/olsovsky_20140916_tk_csu.pdf.

External Equilibrium from the Point of View of International Investment Position

Jana Marková

Abstract:

Our paper is a reaction to changes made in the structure and construction of balance of payments introduced by the sixth edition of International Monetary Fund's (IMF) Balance of Payments and International Investment Position Manual (BMP6). The first part of our paper provides a brief historical account of the methodological development of individual IMF's manuals. The main changes are analysed and compared with the preceding manual, the BPM5, which was released in 1993. The new manual emphasises both the stock as well as the flow variables. For this reason, a detailed analysis of evolution of the international investment position that records, at a point in time, the value and composition of financial assets and liabilities of residents of an economy to non-residents is provided. Various factors as well as the impact of BMP6 new methodology that influence the development of international investment position of the Czech Republic between 2008 to 2015 are discussed. The attention has also been drawn to the evolution of external debt in relation to GDP and particular sectors. We conclude our paper with a discussion of factors that affect the value of external debt.

Keywords: Balance of payments; International investment position; External debt.

JEL Classification: F21, F34, E58.