

Dopad odlivu důchodů z PZI na českou ekonomiku*

Jana Marková, Markéta Arltová 

Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta financí a účetnictví, Praha, Česká republika

E-mail: jana.markova@vse.cz (corresponding author); marketa.arltova@vse.cz

Abstract

Impact of FDI Income Outflows for Czech Economy

The objective of this paper is to analyse the outflow of primary income from the Czech Republic in comparison with the inflow of foreign direct investment and to show the causes of this phenomenon and the need for active economic policy in the area of primary income outflows. We look at the impact of pension outflows in the form of dividends on our economy as well as on the external balance from the perspective of the current account of the balance of payments. Attention is also paid to comparing pension outflows with inflows from domestic FDI abroad. The intention is also to test the hypothesis of a relationship between economic growth and FDI inflows and to test the validity of the investment life cycle hypothesis. Data are available for the period 1993–2022, published by the Czech National Bank, and only the period 1998–2021 will be included in the analysis. The long period under study is justified in an attempt to capture the impact of significant milestones that occurred during this period on the behaviour of foreign investors.

Keywords: Foreign direct investment, dividends, reinvested earnings, primary income, life cycle FDI

JEL Classification: F21, F23, F40

Úvod

Narůstající pohyb zahraničního kapitálu ve všech jeho formách je neodmyslitelnou součástí sílícího procesu globalizace světové ekonomiky. Přesto, že je model závislosti na přímých zahraničních investicích (dále jen PZI) považován, ve srovnání s ostatními možnostmi řešení problému

* Článek byl zpracován jako jeden z výstupů institucionální podpory IP 100040 na Fakultě financí a účetnictví VŠE v Praze.

nedostatku domácího kapitálu, za relativně nejlepší, skrývá v sobě mnohá negativa, neboť velká část důchodů vygenerovaná v těchto ekonomikách, je různými způsoby optimalizace daňového základu převáděna do zahraničí k mateřským firmám. Jde o významnou část HDP, která nemůže být využita k investicím v hostitelské zemi na modernizaci a revitalizaci průmyslu a na nové technologie. Zvláště se to může projevit v kontextu klesajícího přílivu PZI a rostoucího odlivu důchodů. To se týká i ČR, kde důchody z PZI dosáhly v roce 2022 podle údajů ČNB 508 mld. Kč, a pokud bychom vzali v úvahu celkové prvotní důchody, tak jde o částku přesahující 675 mld. Kč. Reálně však může do zahraničí, vlivem zmiňovaných optimalizací a nepřiznaných zisků, odplynout větší objem finančních prostředků, než je veřejně deklarováno.

Odliv důchodů souvisí s přílivem zahraničního kapitálu, který nahrazuje chybějící domácí zdroje nutné k podpoře ekonomického růstu. To však neznamená, že jejich efekt na hostitelskou zemi musí být vždy pozitivní. Pokud je nutnost přílivu zahraničního kapitálu odůvodňována potřebou nahradit chybějící domácí zdroje nezbytné k podpoře ekonomického růstu, pak by mělo platit, že se zvyšováním tempa ekonomického růstu bude docházet k poklesu přílivu kapitálu.

Cílem tohoto příspěvku je analyzovat odliv prvotních důchodů z České republiky v komparaci s přílivem PZI a ukázat na příčiny tohoto jevu a na nutnost aktivní hospodářské politiky v této oblasti. Věnujeme se jak dopadům odlivu důchodů z PZI na naši ekonomiku, tak i na vnější rovnováhu z pohledu běžného účtu platební bilance. Pozornost je věnována i komparaci odlivu důchodů z PZI s přílivem důchodů z tuzemských PZI v zahraničí. V souladu s tímto cílem se v empirické části zaměříme na ověření dvou hypotéz. V první z nich se pokusíme potvrdit nebo vyvrátit tvrzení o vztahu mezi ekonomickým růstem a přílivem PZI a druhá se týká hypotézy životního cyklu investice.

V článku se zaměříme na příčiny a důsledky přílivu PZI a s tím souvisejícím odlivem důchodů z ČR v letech 1993–2022. Dlouhé zkoumané období má své opodstatnění ve snaze zachytit dopad významných milníků, jakými byly privatizace, investiční pobídky, vstup do EU, globální finanční krize a v neposlední řadě i koronavirová krize, na chování zahraničních investorů. Analýza se opírá především o data publikovaná Českou národní bankou, která sleduje údaje o PZI již od roku 1993 s výraznou metodologickou změnou od roku 1998, kdy se začaly údaje o PZI členit na základní kapitál, reinvestovaný zisk a ostatní kapitál. A právě data od tohoto roku budou využita k empirickému ověření našich hypotéz pomocí vícerozměrné kointegrační analýzy časových řad.

Článek je strukturován následovně. První část obsahuje teoretická východiska a názory ekonomů na příčiny pohybu kapitálu a jeho dopady na hostitelskou zemi. Popisuje i teorii životního cyklu investice, která má vliv na dividendovou politiku firem. Druhá část je zaměřena na vývoj přílivu PZI do ČR ve sledovaném období a navazující třetí kapitola pojednává o odlivu důchodů z těchto investic z ČR a jejich dopadu na naši ekonomiku a vnější rovnováhu. Ve čtvrté části je pozornost věnovaná tuzemským PZI v zahraničí, jejichž výnosy by mohly eliminovat negativní

saldo bilance prvotních důchodů. V poslední části jsou prezentovány a diskutovány výsledky empirické analýzy. Závěr článku shrnuje předchozí zjištění a poukazuje na nutnost aktivní hospodářské politiky v oblasti odlivu prvotních důchodů.

1. Rešerše literatury

Důležitou otázkou hospodářské politiky každé země je, zda a jak podporovat příliv zahraničního kapitálu ve formě PZI. Jednoznačnou odpověď na tuto otázku komplikuje problém kvantifikace jeho pozitivních či negativních dopadů na makroekonomické veličiny, neboť ta je velice obtížná a v řadě případů i nemožná. Z toho důvodu také neexistuje názorová jednotu na optimální zapojení PZI do národní ekonomiky. Rozhodující roli hraje forma PZI, jejich sektorové rozložení, struktura ekonomiky v hostitelské zemi, její postavení v mezinárodní dělbě práce atd.

Podle Saggiho (2002) jsou negativní dopady PZI na ekonomiku hostitelské země spíše výjimkou než pravidlem. PZI jsou méně náchylné na neočekávané šoky než jiné formy kapitálu, a přispívají tak k dlouhodobému ekonomickému růstu v hostitelských zemích.

Pozitivními dopady PZI na hostitelskou zemi ve formě zvýšení produktivity práce v důsledku větší konkurence, které jsou vystaveny domácí firmy po vstupu zahraničního investora, se zabývali Görg a Greenaway (2003), Türkcan, Duman a Yetkiner (2008), Dinga (2008). Dobrylovský a Löster (2008). Argumentují tím, že vstup zahraničního investora spojený s přílivem nových technologií, přispívá ke zvyšování nejen kvality, ale i kvantity výrobků domácích firem a s tím přicházejí i nové pracovní příležitosti. Opačný názor zastávají Aitken a Harrison (1999) a Ezat (2008), kteří poukazují na to, že domácí firmy nejsou často schopné obstát v náročné konkurenci a ukončují svoji činnost.

Ekonomická teorie v pojetí Hilla (2005), Krugmana a Obstfelda (2005), Appleyarda, Fielda a Cobba (2006) a Dunninga a Lundana (2008) se zaměřuje na motivy vstupu zahraničního kapitálu do hostitelských zemí a z toho pohledu rozlišuje investice vyhledávající trh (market-seeking), investice vyhledávající vyšší efektivitu (efficiency-seeking) a investice vyhledávající přírodní zdroje (resource-seeking).

V tranzitivních i vyspělých ekonomikách je problematice PZI, jak z pohledu motivu zahraničních investorů, tak i dopadů na ekonomiku hostitelských zemí, věnovaná velká pozornost. V České republice se touto problematikou zabývali Jarolím (2000) a Srholec (2003), kteří považují PZI za hlavní kanál transferu technologií do tranzitivních ekonomik. Vlivu PZI na dualitu ekonomiky, v níž vznikají rozdíly mezi subjekty v domácím a zahraničním vlastnictví se věnují Geršl a Hlaváček (2007), Duspivová (2019) a stejně tak i Zamrazilová (2007).

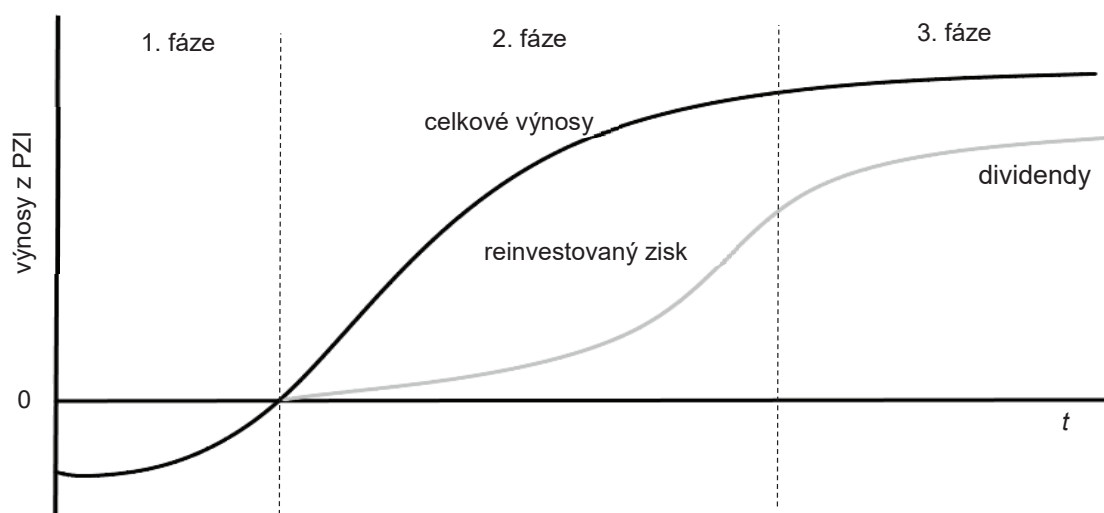
Zatímco ekonomická teorie věnuje velký prostor analýze faktorů determinujících příliv PZI do hostitelských zemí a motivům investování v zahraničí, tak problematika dopadu odlivu důchodů z těchto PZI na hostitelskou zemi a zemi, do které tyto důchody plynou, je dosti opomíjena.

Dopadem odlivu důchodů z PZI z hostitelské země se zabývali Mandel a Tomšík (2006) při řešení vnější rovnováhy z pohledu salda běžného účtu platební bilance ovlivněného záporným saldem bilance prvotních důchodů, charakteristickým pro tranzitivní ekonomiky. Autoři se zde inspirovali pracemi Modiglianiho a Brumberga (1955) a Andoa a Modiglianiho (1963) a jejich pojetím etap životního cyklu investice, který má vliv na rozdělení výnosů z PZI na reinvestice a dividendy. Mandel a Tomšík (2018, str. 19) pak poukazují na to, že politika podporující příliv PZI z dynamického hlediska nemusí být vždy úspěšná.

Kritický pohled na příliv dividend do zemí vyvážejících kapitál najdeme u Robertse (2013). Podle něj je příliv dividend extrémně nedostatečnou kompenzací obrovských nevýhod, které souvisí s vývozem kapitálu do zahraničí. Argumentuje tím, že zvýšení produktivity práce v jedné zemi, může vést k jejímu snížení v jiné zemi. Jako příklad si vybral samotné USA a uvádí, že poté co americké firmy přesunuly svoji technologii do zahraničí, došlo v USA k poklesu životní úrovně. Za tento názor sklídl tvrdou kritiku od Ikenzona (2013), podle kterého autor zpochybňuje volný obchod a tím popírá teorii komparativní výhody.

Země, do kterých zahraniční kapitál připlývá, musí počítat s tím, že zahraniční investoři budou uplatňovat svá majetková práva na důchody ze svých aktiv, které mají formu reinvestovaného zisku a dividend. Na dividendy je nutné se dívat jako na repatriaci části zisku vytvořeného zahraniční firmou v hostitelské zemi. Jejich výše je vázána na dividendovou politiku firmy, která je ovlivněna životním cyklem investice. Ten je důležitým faktorem majícím vliv na relaci mezi reinvestovaným a repatriovaným ziskem. Životní cyklus investice lze rozdělit na tři fáze, jak ukazuje obrázek 1.

Obrázek 1: Vývoj životního cyklu PZI



Zdroj: Brada, Tomšík (2003), vlastní úpravy

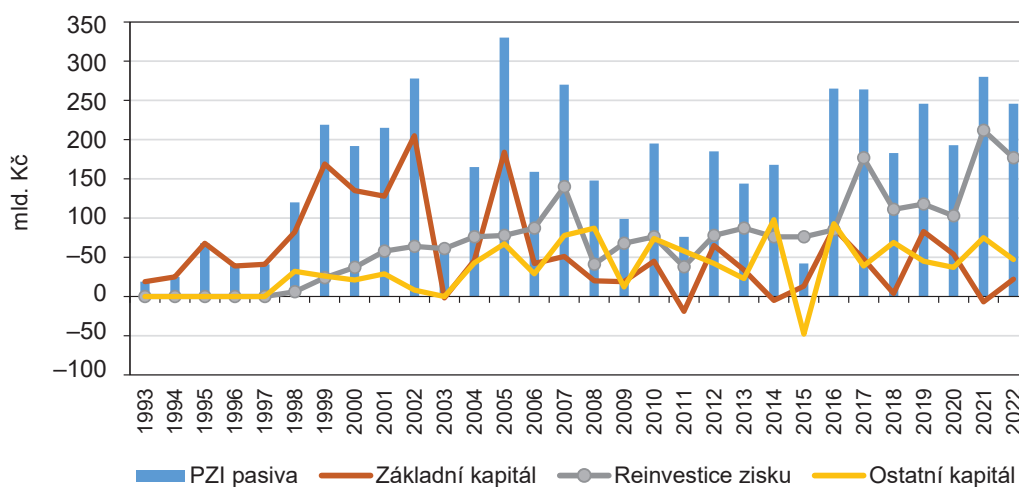
V první fázi, kdy dochází k realizaci investice v hostitelské zemi, je investice ztrátová vzhledem k vysokým pořizovacím nákladům. Délka tohoto období závisí na druhu investice. Ve druhém období životního cyklu dochází k přechodu od ztráty k zisku. S růstem výkonnosti a konkurenceschopnosti podniku, investoři reinvesticemi rozšiřují stávající výrobní kapacity. Dividendy jsou vypláceny v minimálním poměru k výši reinvestovaného zisku, případně nejsou vypláceny vůbec. Výše reinvestovaných zisků a samotná délka druhého období se odvíjí od konkrétní situace na trzích, na které se firma zaměřuje. V poslední, třetí fázi, podnik dosáhne tzv. dospělosti a jeho podíl na trhu, stejně tak i jeho ziskovost, se stabilizuje. Je více než pravděpodobné, že se mateřská společnost v této fázi rozhodne repatriovat zisky ve formě výplaty dividend. Reinvestované zisky pak v poměru k celkovým ziskům budou klesat (Brada, Tomšík, 2003).

Reinvestováním zisku nepřitéká do hostitelské země žádný nový kapitál, a přesto se zvyšuje stav zahraničních pasiv, které generují další zisky, z nichž zpravidla větší část je repatriována do zahraničí a zbývající část je znovu reinvestována. Takže i za situace, kdy nepřitéká žádný nový kapitál, stále dochází k odlivu dividend. Nicméně je třeba vzít v úvahu i variantu, že vyplacené dividendy nemusí opustit hostitelskou zemi a jsou použity na nákup dluhových nebo majetkových cenných papírů, které generují další zisky.

2. Příliv přímých zahraničních investic do České republiky

Příliv PZI do ČR nemá ve sledovaném období (1993–2022), jak vyplývá z obrázku 2, jednoznačný trend. Počátkem devadesátých let, a ještě po rozdělení Československa v roce 1993, nepatřila ČR mezi země, které by byly v hledáčku zahraničních investorů, a PZI tu nehrály významnou roli. Situace se změnila až ve druhé polovině devadesátých let.

Obrázek 2: Příliv PZI do České republiky v období 1993–2022 (v mld. Kč)



Zdroj: ČNB (2023a)

Zahraniční investoři ocenili geografickou polohu ČR, jako vhodnou základnu pro přístup na nové trhy transformujících se ekonomik. ČR navíc nabízela potencionálním investorům celkem stabilní makroekonomické prostředí, vyspělou průmyslovou tradici, nízkou míru inflace a nízké náklady na pracovní sílu, při relativně vysoké úrovni její kvalifikace. To se však záhy ukázalo, v komparaci s nabídkou ostatních tranzitivních ekonomik a především z dlouhodobého časového hlediska, jako nedostačující k výraznějšímu přilákání zahraničních investorů. Ti pro své investice upřednostňovali Maďarsko a Polsko, vzhledem k tomu, že obě země již v té době aktivně prováděly politiku podpory přílivu PZI.

Hlavní motivací pro zahraniční investory se stala privatizace státního majetku. Po prudkém nárůstu PZI v roce 1995 byl v následujících dvou letech zaznamenán jejich pokles. Ale už v roce 1998 došlo, oproti předchozímu roku, k jejich více než 100% nárůstu. K tomuto zvratu výrazně napomohlo usnesení vlády č. 298/1998 o investičních pobídkách, které vymezovalo základní rámec investičních pobídek a i rámec podmínek, které musí investor splňovat. Investiční pobídky sice poskytoval v té době skoro každý stát, ale ČR byla v tomto směru výrazně vstřícnější, když přišla s daňovou úlevou pro investory po dobu deseti let, dotacemi na vytváření pracovních míst, slevami na nákupy pozemků apod.

Svůj podíl na dvojnásobném nárůstu objemu PZI v roce 1998 měla nesporně i změna metodiky vykazování těchto investic, kdy se do nich začaly vedle základního kapitálu započítávat i reinvestované zisky a úvěry poskytované mateřskou firmou dceřiným společnostem v hostitelské zemi (ostatní kapitál). To ovlivnilo strukturu PZI, kde na významu postupně nabývaly právě reinvestované zisky. Ke dvojnásobnému nárůstu objemu PZI oproti předchozímu roku došlo i v roce 1999 a to s výraznějším podílem reinvestovaného zisku (11 %). Dynamika růstu reinvestovaného zisku v roce 1999 reflektovala jednak vyšší příliv zahraničního kapitálu do ziskových odvětví, jednak růst zisku u již existujících investic, v nichž po počátečním období zvýšených investičních nákladů docházelo ke stabilizaci a podniky začaly vykazovat zisk, případně snižovaly ztrátu v porovnání s předchozím rokem. Značný podíl na této expanzi měl prodej dvoutřetinového podílu akcií ČSOB belgické KBC Bank, což byla jedna z nejvýznamnějších zahraničních kapitálových investic v ČR vůbec (ČNB, 1999). Důležitým mezníkem v legislativě, týkajícím se zahraničních investic, bylo přijetí zákona č. 72/2000 Sb., o investičních pobídkách, a na něj navazujícího zákona č. 19/2004 Sb. To přispělo k další expanzi přílivu PZI, která trvala až do roku 2003.

V roce 2003 došlo k hlubokému propadu přílivu PZI. Meziroční pokles o 73,7% byl ovlivněn především vysokou srovnávací základnou roku 2002, zahrnující historicky nejvyšší příliv PZI v souvislosti s privatizací Transgasu. Dalším aspektem byl zpětný odkup akcií Eurotelu od zahraničního investora a prodej zahraničního podílu v Českém Telecomu portfoliovým investorům převážně z USA a Velké Británie. Meziročně tak došlo ke snížení stavu PZI o 3,7 mld. Kč. Poměr přílivu PZI na HDP se tak v tomto roce snížil na 2 %, oproti předchozím rokům, kdy se pohyboval kolem 10 % (ČNB, 2002).

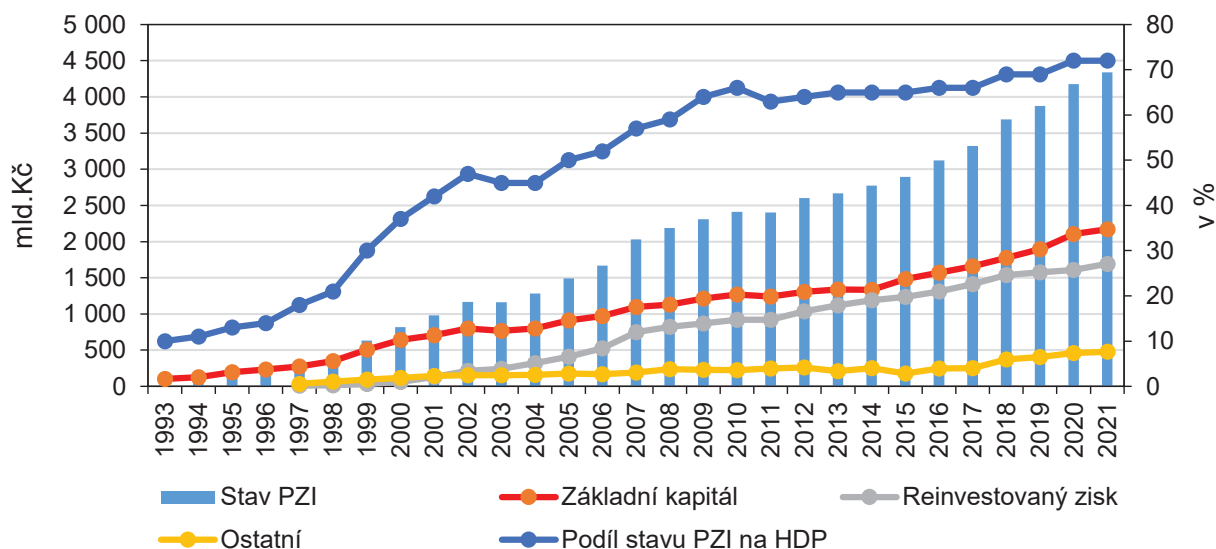
Zájem zahraničních investorů však neutichl, a to zejména po vstupu ČR do Evropské unie v roce 2004. Už v následujícím roce byl patrný výrazný příliv PZI, a to o více než 100 % oproti předcházejícímu roku. Pozitivní bylo, že více než polovinu tohoto nárůstu, tvořil základní kapitál (ČNB, 2003).

V roce 2006 došlo naopak k citelnému poklesu přílivu PZI, a to o více než 50 % (z 329 mld. na 159 mld. Kč). PZI měly navíc z 55 % formu reinvestovaného zisku. V následujícím roce došlo ke skokovému nárůstu PZI opět s dominantním podílem reinvestovaného zisku. S růstem reinvestovaného zisku zpravidla souběžně docházelo k poklesu přílivu nového kapitálu, a dokonce i k jeho odlivu v důsledku přesunu stávajících investic do zahraničí.

K dalšímu výraznému propadu došlo v roce 2009 v souvislosti s finanční krizí, která vedla ke snížení likvidity zahraničních mateřských firem a jejímu přesunu od zahraničních dcer. Důvodem však nemusel být pouze krizový vývoj, ale v případě ČR svoji roli nesporně sehrála i skutečnost, že z velké části již byl vyčerpán potenciál pro další příliv privatizačních PZI i velkých investic na „zelené louce“. To se projevilo i ve struktuře PZI. Od roku 2006 mají (s výjimkou roku 2016), jak vyplývá z obrázku 2, na celkovém objemu přílivu PZI jednoznačně rozhodující podíl reinvestované zisky. K značnému poklesu PZI došlo v roce 2015 v důsledku jejich čistého odlivu do zahraničí, a to ve výši 11,5 mld. Kč. Pokles byl výsledkem snížení základního kapitálu a převahy splátek úvěrů nad jejich čerpáním, což bylo jen částečně vykompenzováno reinvestovaným ziskem (ČNB, 2014).

Situace se změnila v roce 2016, kdy byl příliv PZI rekordně vysoký. Svůj podíl na tom měl prodej Plzeňského Prazdroje japonské pivovarnické skupině Asahi. V tomto případě šlo o navýšení základního kapitálu. Ke stejnému navýšení PZI došlo i v následujícím roce, ale s 67% podílem reinvestovaného zisku, zatímco v předchozím roce to bylo pouze 32 %. I v následujících letech růst PZI pokračoval, ale s výraznou převahou reinvestovaného zisku. V roce 2018 to bylo 60 %, v roce 2020 sice jen 53 %, ale už v roce 2021 to bylo rekordních 76 % (211,5 mld. Kč), a to při odlivu základního kapitálu ve výši 6,6 mld. Kč. V roce 2022 se objem PZI oproti předchozímu roku snížil, a snížil se i podíl reinvestovaného zisku na 72 %.

V současné době se česká ekonomika nachází ve fázi, kdy se příliv PZI dostává do útlumu. V roce 2005 připlýnul kapitál ve výši 330 mld. Kč, což odpovídalo 10 % HDP, a od tohoto roku klesá. Poměr PZI na HDP se citelně snížil a od roku 2006 se pohybuje kolem 4 %. Nejde však o příliv nového kapitálu. Z větší části mají PZI formu reinvestovaného zisku (54 %) a na nový kapitál připadá pouze 18 %. Přes zpomalení tempa přílivu PZI jejich celkový stav, jak vyplývá z obrázku 3, roste a ke konci roku 2021 činil 4 400,3 mld. Kč, což odpovídá 72 % HDP (ČNB, 2023c).

Obrázek 3: Stav PZI v ČR v letech 1993–2021 (mld. Kč) a jejich poměr na HDP (pravá osa)

Zdroj: ČNB (2023c)

Největší podíl zahraničního kapitálu v ČR je alokovan do odvětví finančních a pojišťovacích činností (27,1 %), následuje odvětví zpracovatelského průmyslu (26,1 %) a odvětví činnosti v oblasti nemovitosti (14,9 %). Z teritoriálního hlediska jsou největšími investory na našem území Nizozemsko (17,5 %), Lucembursko s 15,4 % a Německo s 14,5 %. V případě Nizozemska a Lucemburska je uváděný podíl poněkud zavádějící, neboť skutečná kapitálová struktura je vzhledem k existujícím holdingovým společnostem dosti komplikovaná. Zahraniční investoři využívají těchto lokalit nejen z důvodu efektivní koncernové organizace, ale také daňové optimalizace, příznivějších regulatorních opatření, možnosti utajení konečného vlastníka, a v neposlední řadě, i k ochraně investic v souladu s mezinárodními úmluvami. Podíl investorů ze zemí Evropské unie se oproti roku 2020 mírně snížil na 86,1 % a z Evropy celkově pochází 94,2 % objemu zahraničních investic v České republice. Na mimoevropské státy připadá pouze 5,8 % zahraničního kapitálu a nejvýznamnějšími investory jsou Jižní Korea, Japonsko a USA (ČNB, 2021).

3. Odliv důchodů z přímých zahraničních investic z České republiky

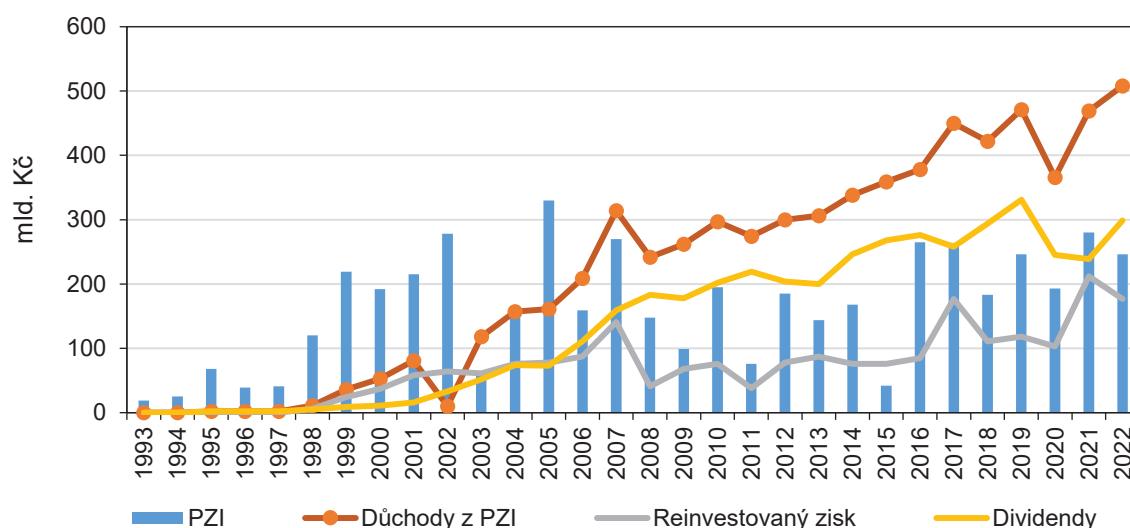
Odliv důchodů nebyl před rokem 1998 nijak citelný, což je v souladu s nevelkým objemem PZI na našem území a s jejich životním cyklem. S přílivem PZI narůstaly od druhé poloviny devadesátých let, jak vyplývá z obrázku 4, i důchody z těchto investic. V roce 2007 jejich hodnota dosáhla 313 mld. Kč, ale až do roku 2003 ještě převažoval reinvestovaný zisk nad dividendami. Od tohoto roku, do propuknutí finanční krize v roce 2008, byl poměr mezi reinvestovaným ziskem a dividendami prakticky vyrovnaný. Poté došlo ke skokovému poklesu přílivu nových PZI, a tím

i k poklesu důchodů z těchto investic, a především se změnila relace mezi reinvestovaným ziskem a dividendami, a to ve prospěch dividend.

V následujících letech se sice podíl reinvestovaného zisku na důchodech z PZI zvyšoval, ale úrovně z předkrizového období (v průměru 50%) nebylo nikdy dosaženo, a od roku 2011, kdy tento podíl klesl na 14%, se reinvestovaný zisk podílel na důchodech z PZI v průměru kolem 28%. Příčiny tohoto vývoje lze spatřovat v tom, že po vyčerpání privatizačních PZI, a i velkých projektů „na zelené louce“, klesl příliv nového kapitálu (v některých letech došlo dokonce k jeho odlivu, a to v roce 2011 a 2014) a reinvestice byly již od finanční krize hlavní formou všech nových PZI. Lze očekávat, že tento trend bude pokračovat i nadále čili že nepůjde o příliv nového kapitálu, ale hlavní formou PZI budou reinvestice.

Důchody z PZI mají, jak vyplývá z obrázku 4, od roku 2008 rostoucí trend a stejný trend mají i vyplacené dividendy, které prakticky kopírují důchody z PZI. Od tohoto roku odliv dividend převyšuje příliv nových investic ve formě základního kapitálu a reinvestovaného zisku a dále v podílu k nim stoupá. Rostoucí trend narušila až ekonomická nejistota, vyvolaná koronavirovou krizí, a s tím související očekávání nižších zisků nefinančních podniků pod kontrolou zahraničních investorů. ČNB v souladu s ECB na vzniklou situaci zareagovala zákazem výplaty dividend matkám zahraničních bank na našem území. To vedlo ke strmému poklesu vyplacených dividend. Zatímco v roce 2019 odteklo za hranice země rekordních 330,6 mld. Kč, v roce 2020 to bylo pouze 245,1 mld. Kč. Nicméně i tak se na odlivu asi pětiny vyplacených dividend podílel finanční sektor, a to prostřednictvím v tuzemsku působících pojišťoven, na které se zákaz ČNB nevztahoval (ČNB, 2020).

Obrázek 4: Příliv PZI a struktura důchodů z PZI (v mld. Kč)



Poznámka: Vzhledem k malým hodnotám úrokových výnosů (maximálně do výše 20 mld. Kč) nebyly do grafu zahrnuty.

Zdroj: ČNB (2023b)

V roce 2021 vyplacené dividendy oproti předchozímu roku mírně poklesly, ale v roce 2022 se vrátily na úroveň před pandemií. Oproti tomu se reinvestovaný zisk během pandemie příliš nezměnil, ale v roce 2021 došlo k jeho zvýšení o více než 100 mld. Kč, a přiblížil se tak k úrovni vyplacených dividend. V roce 2022 se vyplacené dividendy odchýlily od reinvestovaného zisku o více než 120 mld. Kč a vrátily se na trend rostoucích dividend na úkor reinvestovaného zisku.

Velkému poměru PZI na HDP odpovídá i velký poměr dividend na HDP, který od roku 2005 vykazoval až na výjimky rostoucí trend a od roku 2010 se drží většinou na úrovni 6%. Reinvestice se od roku 2012 pohybují (s výjimkou roku 2017) na úrovni 2% HDP. Vysoký poměr dividend na HDP souvisí nejen s velkým objemem PZI, ale hlavně s jejich strukturou, vyznačující se značným podílem nadprůměrně ziskových odvětví. Z uvedených dat jednoznačně vyplývá, že PZI se dostaly do fáze investičního cyklu, kdy investoři utlumují reinvestice ve prospěch dividend.

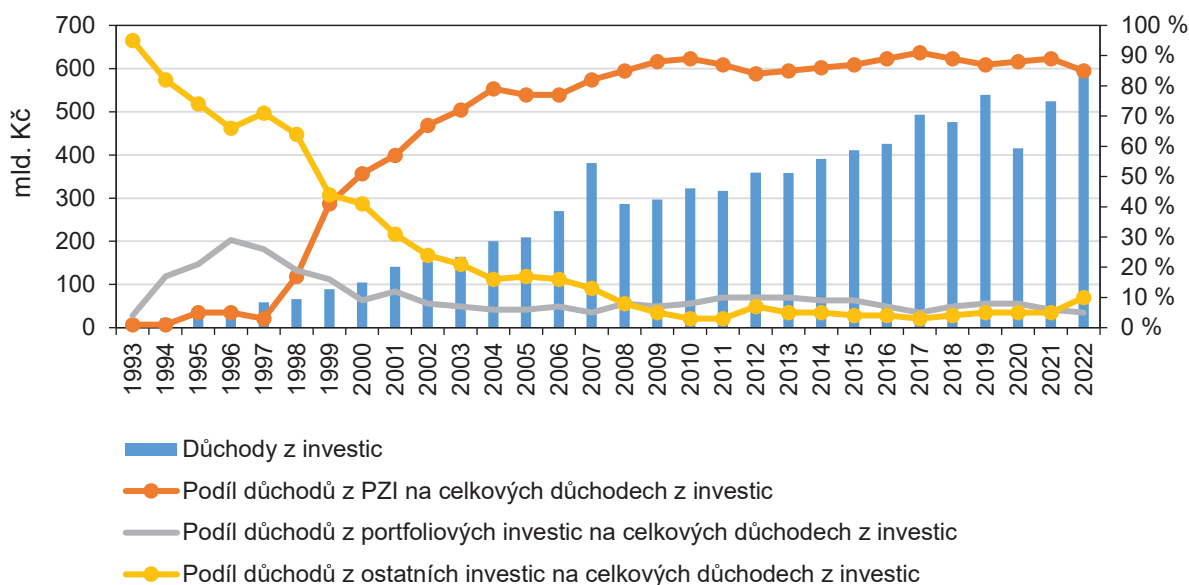
Skutečností je, že hlavním motivem zahraničních investorů je snaha o využití výhodnějších výrobních faktorů v hostitelské zemi ke zhodnocení vlastního kapitálu. Proto je nutné počítat s tím, že z ekonomik, kam bude směřovat zahraniční kapitál ve formě PZI, budou odtékat do zahraničí důchody z těchto investic. I když zpravidla neodplývá vždy celý objem těchto důchodů, ale jejich část bývá reinvestována, pak tyto prostředky sice neopouští hostitelskou zemi, ale zvyšují stávající objem PZI, které pak generují další, a tedy i vyšší celkové důchody. Druhá část důchodů je ve formě dividend vyplácena akcionářům a repatriovaná do zahraničí. Důležité je, jak se vyvíjí a jaký lze očekávat vývoj vztahu mezi reinvestovaným a repatriovaným ziskem.

Snížení přílivu PZI a růst odlivu důchodů je přirozený a očekávaný proces, který vypovídá o určité vyspělosti dané ekonomiky a její schopnosti generovat vysoké zisky. Jestliže by však docházelo ke zvětšování této diskrepance, pak by to mohlo vést k trvalému snížení růstového potenciálu. Jestliže daná ekonomika nebyla schopna využít dostatečným způsobem počáteční enormní příliv PZI ke zvyšování ekonomického potenciálu z domácích zdrojů, pak lze počítat i s tím, že pokles přílivu PZI může trvale vést k menšímu potenciálu růstu celé ekonomiky. To by znamenalo, že ani v dlouhodobém horizontu nedojde ke konvergenci s ekonomicky vyspělými zeměmi, které se budou od hostitelských zemí vzdalovat i proto, že jejich národní důchod poroste díky těmto repatriovanými ziskům. Pokud tedy v hostitelské zemi budou klesat důchody vyprodukované investicemi, které vlastní zahraniční investoři a systematicky bude klesat příliv nového zahraničního kapitálu, pak lze očekávat stagnaci z důvodů nedostatečných zdrojů pro budoucí růst. Situace se může zhoršovat i z toho důvodu, že řada našich institucí, od výzkumu až po průmyslová odvětví, je závislá na přísunu nových zahraničních technologií a know-how. A pokud se i toto utlumí, tak v kombinaci s poklesem přílivu nového kapitálu, bude klesat i růstový potenciál ČR, což zpomalí proces konvergence s vyspělými ekonomikami.

Tento sám o sobě nepříznivý trend má ještě jednu negativní konsekvenci, a to ve formě daňových úniků, kterému nahrává proces globalizace, doprovázený nebývalým stupněm rozvoje

informačních technologií. Zohlednit by bylo třeba i problém kalkulovaných cen dceřiným společností za dodávky komponentů, poskytování úvěrů za nadstandardní úrokové sazby, předražené poradenské služby a další více či méně legální formy snižování zisku, které umožňují nadnárodním korporacím vyhýbat se zdanění. Kvantifikace takto odváděných důchodů je velice problematická či spíše nemožná.

Obrázek 5: Důchody z celkových investic (v mld. Kč) a jejich struktura (pravá osa)

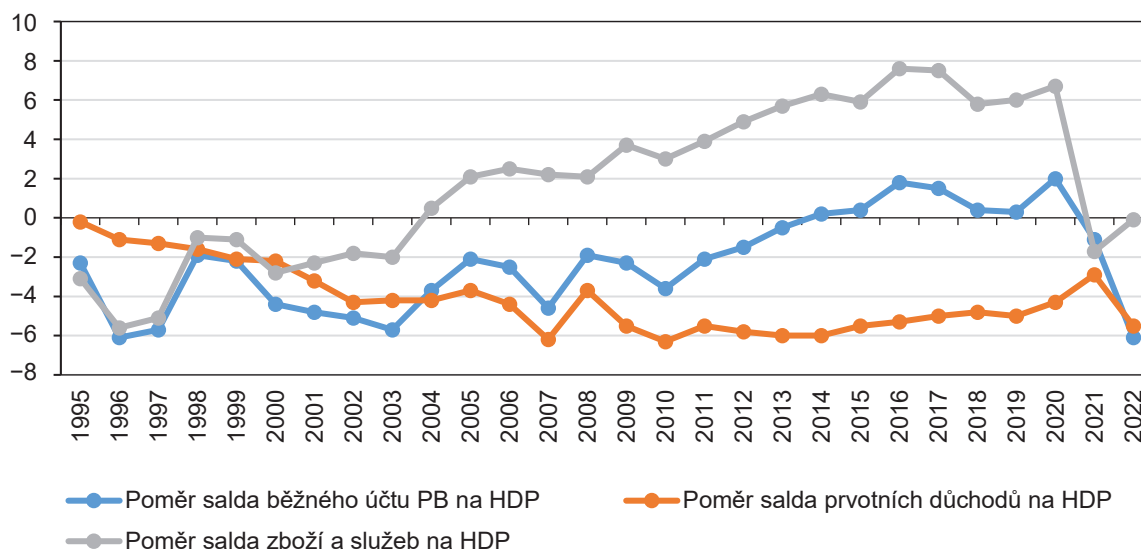


Zdroj: ČNB (2023b)

Odlivy dividend z PZI tvoří jediný kanál odlivu důchodů z hostitelské země. Do této kategorie patří i odlivy důchodů z portfoliových a ostatních investic. Ty hrály u nás významnou roli do roku 1999. Jejich podíl na celkových důchodech z investic se postupně snižoval a v současné době na ně připadá, jak vyplývá z obrázku 5, cca 15%.

Při hodnocení dopadu odlivu důchodů, ať už z PZI, portfoliových či ostatních investic, zachycených v bilanci prvotních důchodů, nelze opomenout jejich vliv na saldo běžného účtu platební bilance. Z obrázku 6 vyplývá, že zatímco poměr salda zboží a služeb na HDP se již od roku 2004 pohyboval v kladných hodnotách, přesto byl poměr salda běžného účtu na HDP až do roku 2013 v záporných číslech, a to právě vzhledem k zápornému saldu bilance prvotních důchodů. V letech 2014–2020 aktivní saldo výkonové bilance pokrylo záporné saldo bilance prvotních i druhotných důchodů. V roce 2021 v důsledku poklesu aktivního salda výkonové bilance o více než polovinu oproti předchozímu roku stáhlo záporné saldo bilance prvotních důchodů saldo běžného účtu do deficitu, ve kterém se nachází i koncem roku 2022 – což může mít nežádoucí dopad na vnější rovnováhu, a ovlivnit tak vnímání naší země zahraničními investory jako rizikového teritoria pro investování.

Obrázek 6: Poměr salda běžného účtu PB, salda prvotních důchodů a salda zboží a služeb na HDP (v %)



Zdroj: Eurostat (2022), ČNB (2022)

Rostoucí deficit běžného účtu platební bilance však nemusí automaticky znamenat narušení vnější rovnováhy, a to v případě, kdy je záporné saldo zapříčiněno nárůstem položky reinvestovaných zisků, které nemají vliv na reálnou poptávku po devizách. Nicméně nelze vliv reinvestovaných zisků na saldo běžného účtu podceňovat, neboť při absenci analýzy struktury běžného účtu, může být příčinou nežádoucích tlaků na depreciaci domácí měny, zvláště tehdy, pokud by se indikátor poměru salda běžného účtu na HDP dostal za kritickou hranici -5% .

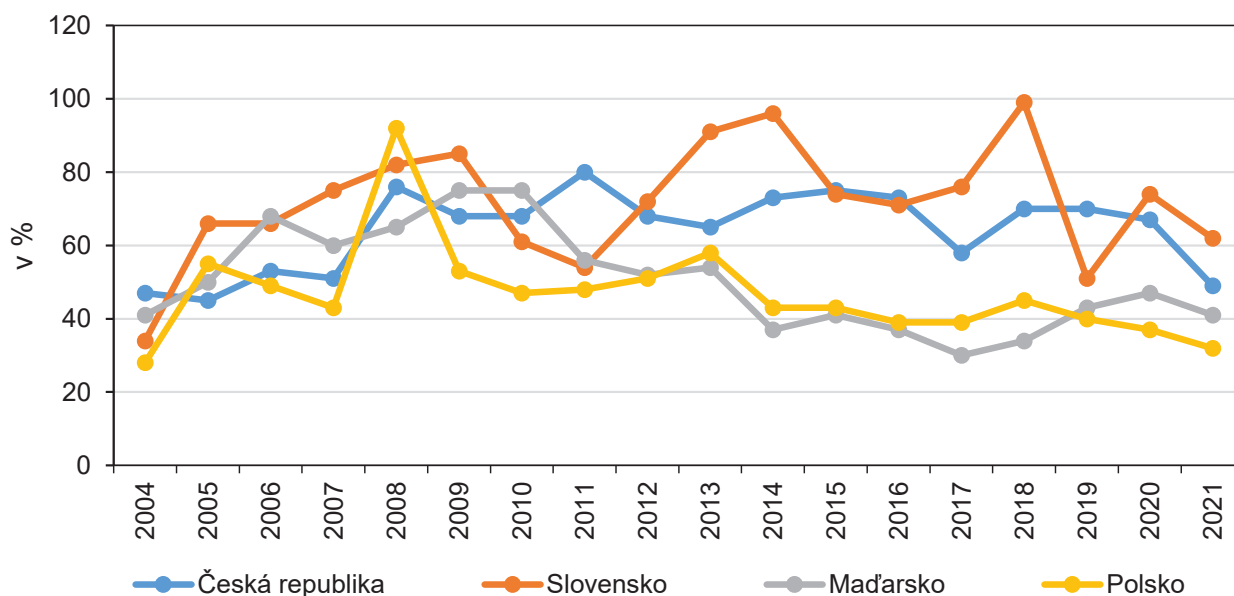
Reinvestovaný zisk ale není jedinou položkou, která ovlivňuje saldo běžného účtu a přitom nepředstavuje reálnou poptávku po devizách. Obdobný charakter mají i vyplacené dividendy, které neopustí hostitelskou zemi a jsou uloženy jejich příjemci jako depozitum v bankách, nebo jsou investovány do dluhopisů či akcií jiných firem. I v tomto případě to znamená další odliv důchodů, a to z portfoliových a ostatních investic do zahraničí.

Vzhledem k tomu, že podstatou makroekonomické rovnováhy v obecném pojetí je jejich dlouhodobá udržitelnost, je při analýze vnější rovnováhy nutné vycházet jak z tokových veličin, zachycených na účtech platební bilance, tak i veličin stavových, obsažených v investiční pozici vůči zahraničí. O vnější rovnováze vypovídá rovněž statistika zahraniční zadluženosti či jiných makroekonomických veličin, často s přímou vazbou na jednotlivé složky platební bilance či strukturu zahraničního dluhu.

S problémem odlivu důchodů se potýkají všechny tranzitivní ekonomiky, včetně zemí V4, do kterých přitékal zahraniční kapitál ve formě PZI. Ve třetí fázi životního cyklu, kdy investice „dozrávají“ vzniká zlomový bod, ve kterém se mění relace mezi reinvestovaným ziskem

a dividendami. V nastavení tohoto bodu se země V4 dosti rozcházejí. Zatímco pro Slovensko je jednoznačný trend převahy dividend v celém sledovaném období, tak v ČR je zlomovým rokem 2006 a jak vyplývá z obrázku 7, zahraniční investoři větší část zisku reinvestují v Polsku a zejména v Maďarsku.

Obrázek 7: Podíl dividend na výnosech z PZI zemí V4



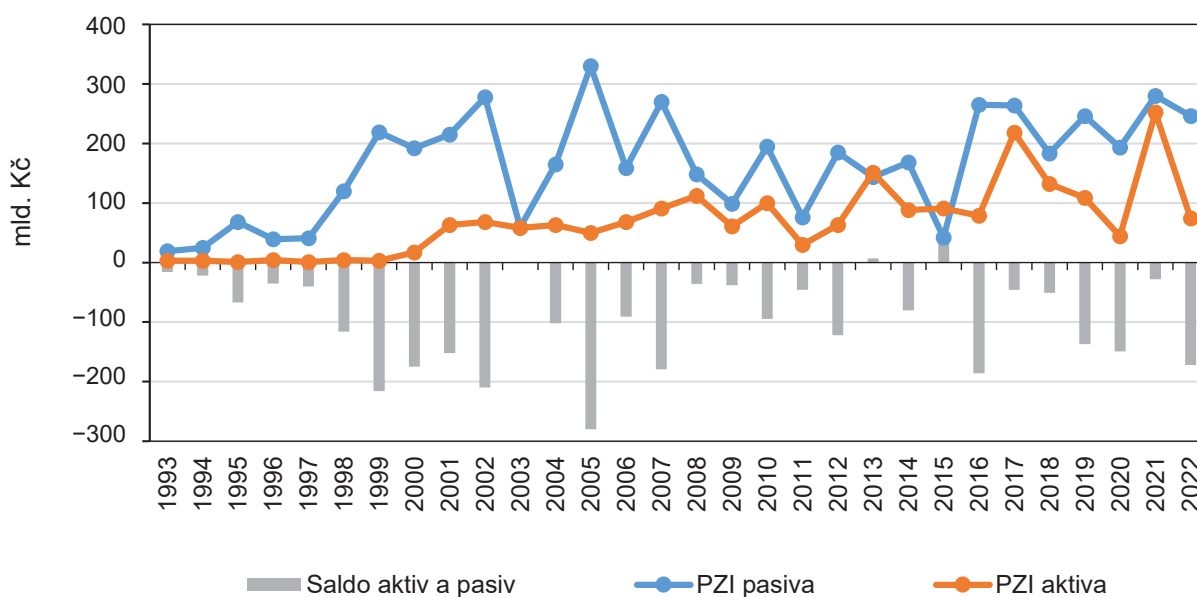
Zdroj: ČNB (2023a), NBS (2023), MNB (2023), NBP (2023)

4. České investice v zahraničí

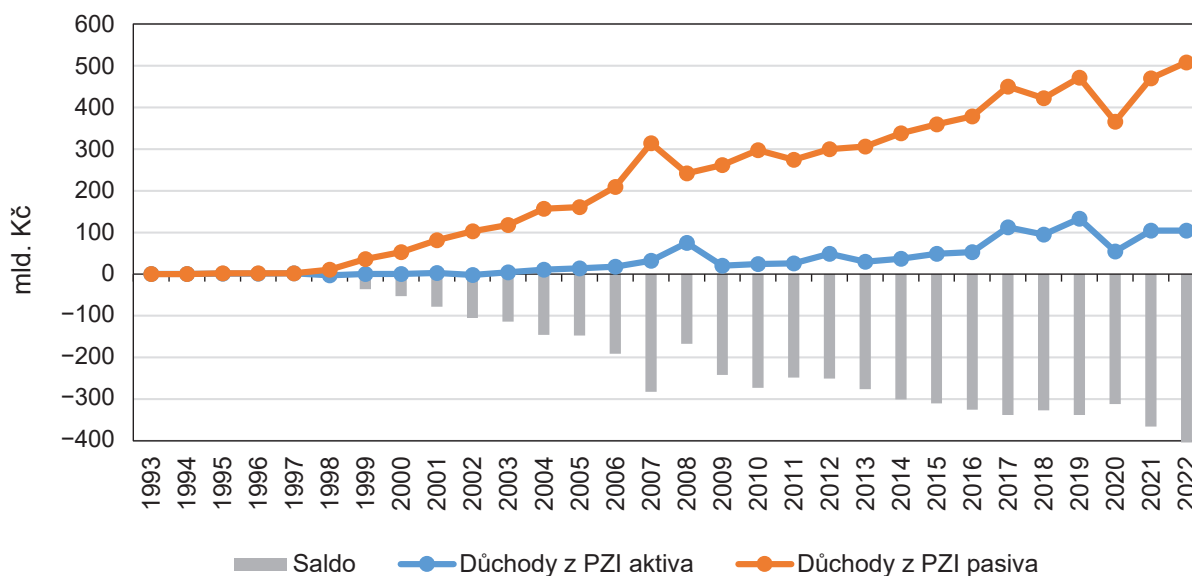
Jednou z možností, jak překlenout problém související s vysokým odlivem důchodů z PZI, je zvýšení naší zahraniční podnikatelské aktivity. Dosud přetrvává velká disproporce mezi stavem PZI u nás a našimi investicemi v zahraničí. Ke konci roku 2021 jejich objem odpovídal 26 % PZI u nás. Zatímco poměr stavu našich PZI v zahraničí na HDP je 18 %, tak u PZI na našem území je to 72 %. Perspektiva vyrovnaní tohoto rozdílu je velice vzdálená.

Nicméně objem českého kapitálu v zahraničí se neustále zvyšuje a jak vyplývá z obrázku 8, saldo mezi přílivem PZI a vývozem našeho kapitálu do zahraničí se postupně snižuje. Zatímco do roku 2004 se aktiva pohybovala v jednotkách miliard a jejich podíl na pasivech byl 3 %, tak od tohoto roku se tento poměr zvýšil na 50 %.

Odrazem rozdílu mezi přílivem PZI a odchozími PZI je i disproporce mezi důchody z těchto investic (obrázek 9). Pomyslné nůžky mezi těmito dvěma veličinami se neustále rozevírají (s výjimkou roku 2021) z čehož lze usuzovat, že investice domácích investorů v zahraničí nesměřují do příliš ziskových odvětví, tak jak je to u PZI zahraničních investorů u nás.

Obrázek 8: Toky přímých zahraničních investic – aktiva, pasiva a saldo (v mld. Kč)

Zdroj: ČNB (2023a)

Obrázek 9: Vývoj důchodů z PZI a jejich saldo (mld. Kč)

Zdroj: ČNB (2023b)

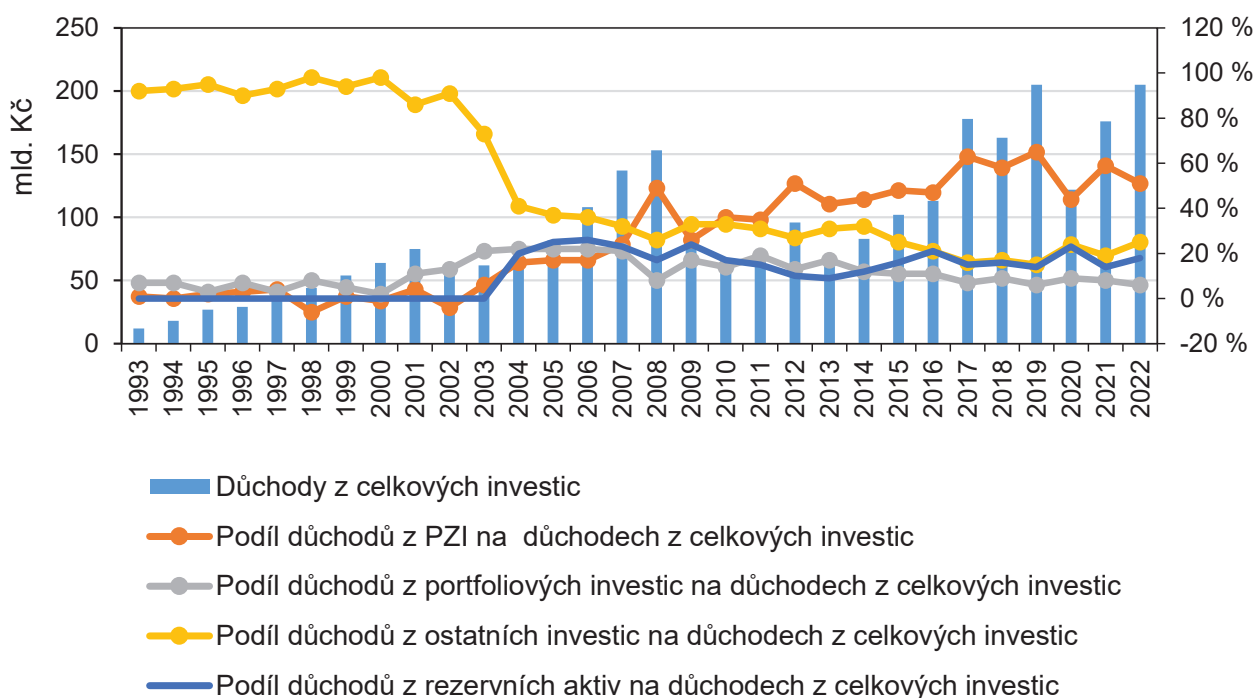
Důchody z PZI našich investorů v zahraničí za sledované období (od roku 1993) dosáhly pouze 15 % důchodů, které získali zahraniční investoři u nás. Ještě horší je relace mezi dividendami vyplacenými do zahraničí a dividendami přijatými ze zahraničí, kde je tento podíl

pouhých 6 %. Je to odrazem specifického investičního prostředí v transformujících se ekonomikách, které nabízí větší prostor pro zhodnocení zahraničního kapitálu ve srovnání s relativně stabilní situací v ekonomicky vyspělých zemích. Svoji roli nesporně hraje i investiční strategie a rozdělování důchodů z PZI na reinvestice a dividendy.

Vývoj důchodů z celkových investic (obrázek 10) realizovaných domácími subjekty v zahraničí nemá jednoznačný trend. Prakticky až do roku 2004 většina těchto důchodů plynula z ostatních investic (u PZI u nás byl zlomový rok 1999). Od tohoto roku na významu nabývají důchody z PZI, jejichž podíl na celkových důchodech z investic se pohybuje kolem 60 %. Na vyplacené dividendy za toto období připadalo 27 % a 64 % připadalo na reinvestovaný zisk. Podíl důchodů z celkových investic realizovaných domácími subjekty v zahraničí odpovídá pouze 29 % důchodů realizovaných zahraničními investory u nás.

I když by zvýšení naší aktivity v zahraničí byla jedna z nejpřímějších a nejlogičtějších cest, jak se vyrovnat s vysokým odlivem důchodů, je to současně cesta zdlouhavá a obtížná. Investování v zahraničí patří mezi nejsložitější a nejrizikovější podnikatelské aktivity. Je náročné nejen na kapitálové zdroje, ale i na schopnosti a znalosti investorů orientovat se v cizím prostředí.

Obrázek 10: Důchody z tuzemských investic v zahraničí (mld. Kč) a jejich struktura (pravá osa)



Zdroj: ČNB (2023b)

5. Empirická analýza

V této části se pokusíme pro data České republiky pomocí kvantitativní analýzy potvrdit, nebo vyvrátit hypotézy nadefinované v úvodní části. První z nich je hypotéza o vztahu mezi ekonomickým růstem a přílivem PZI, druhou je hypotéza životního cyklu investice.

5.1 Data a metody

Pro analýzu máme k dispozici roční časové řady ukazatelů: přímé zahraniční investice (*PZI*), zisk ze stavu PZI (*P*), výše dividend z PZI (*D*), reinvestovaný zisk (*R*) a HDP v b. c. (*HDP*), vše v mil. Kč a v období 1998–2021. Rok 1998 byl zvolen vzhledem ke změně metodiky vykazování investic (viz část 2). Jejich základní statistické charakteristiky obsahuje tabulka 1.

Tabulka 1: Základní charakteristiky

	<i>PZI</i>	<i>P</i>	<i>D</i>	<i>R</i>	<i>HDP</i>
Průměr	2407128	257449	161822,9	82318,96	3951140
Medián	2357674	285523,5	191526	75924,5	4017865
Maximum	4455665	471025	330610	211502	6108428
Minimum	429168	11184	5368	5815	2156624
Směr. odchylka	1282378	140574	103637	45841	1155205
Šikmost	0,171	−0,195	−0,249	1,077	0,167
Špičatost	1,773	1,935	1,698	4,409	2,113
Počet hodnot	24	24	24	24	24

Zdroj: ČNB (2023a), ČSÚ (2023), vlastní výpočty

Pro ověření *hypotézy o vztahu mezi ekonomickým růstem a přílivem PZI* použijeme kointegrační analýzu vícerozměrných časových řad. Vycházíme zde pouze z jednosměrného předpokladu, tj. že ekonomický růst ovlivňuje příliv PZI, protože obousměrný vztah mezi ekonomickým růstem a PZI byl v přípravné fázi této analýzy na základě modelu VAR zamítnut.

Vícerozměrná regresní analýza časových řad je založena na předpokladu, že do modelu mohou být zařazeny jen časové řady, které jsou stejného řádu integrace. K otestování řádu integrace jednotlivých časových řad byl použit ADF test jednotkového kořene (Dickey, Fuller,

1979), který je nejvhodnějším testem v případě relativně krátkých (zde $T = 24$) časových řad (Arltová, Fedorová, 2016). Z výsledků v tabulce 2 vyplývá, že na 5% hladině významnosti jsou obě časové řady nestacionární – typu $I(1)$.

Tabulka 2: ADF testy jednotkových kořenů

	y_t		Δy_t		$I(d)$
	TK	<i>p</i> -hodnota	TK	<i>p</i> -hodnota	
PZI	4,573	0,9998	–5,411	0,0001	$I(1)$
HDP	0,435	0,9809	–3,934	0,0067	$I(1)$

Zdroj: vlastní výpočty

Model bude odhadován ve tvaru:

$$PZI_t = c + \beta HDP_t + a_t, \quad (1)$$

kde PZI_t jsou přímé zahraniční investice v čase t a HDP_t hrubý domácí produkt v b. c. v čase t , β je parametr modelu a a_t nesystematická složka modelu s vlastnostmi procesu bílého šumu. V případě porušení předpokladu vzájemné lineární nezávislosti jednotlivých náhodných veličin a_t bude model dynamizován do tvaru modelu ADL (Hendry, Pagan, Sargan, 1984). U odhadnutého modelu je také třeba Grangerovým testem kointegrace (Engle, Granger, 1987) zamítnout zdánlivý vztah. Výsledky testů budou uvedeny mezi diagnostickými testy u odhadu modelu. V případě kointegračního vztahu bude model ADL přepočítán na model korekce chyby (EC), který oddělí krátkodobý a dlouhodobý vztah mezi ukazateli.

Pro verifikaci *hypotézy životního cyklu investice* vyjdeme z předpokladů daných v Bradovi a Tomšíkovi (2004). První část hypotézy předpokládá, že s rostoucí délkou doby investic v hostitelské v zemi by mělo docházet k růstu ziskovosti těchto investic, což lze jednoduše vyjádřit rovnicí:

$$\frac{P_t}{PZI_t} = \alpha_0 + \alpha_1 V_t + a_t. \quad (2)$$

Její druhá část je založena na předpokladu, že s rostoucí délkou doby investic v hostitelské zemi a s jejich rostoucí ziskovostí by měly firmy přecházet od reinvestic zisku k vyplácení dividend, tj. že podíl dividend na celkovém zisku z PZI roste a podíl reinvestovaného zisku na celkovém zisku naopak klesá, tj.:

$$\frac{D_t}{P_t} = \delta_0 + \delta_1 V_t + a_t, \quad (3)$$

$$\frac{R_t}{P_t} = \gamma_0 + \gamma_1 V_t + a_t. \quad (4)$$

Ve výše uvedených rovnicích je PZI_t stav PZI, P_t zisk ze stavu PZI, D_t výše dividend repatriovaných do zahraničí, R_t reinvestovaný zisk, a_t nesystematická složka modelu s vlastnostmi procesu bílého šumu a V_t je podle Brady a Tomšíka (2003 a 2004) proměnná vyjadřující stáří investice, tj. dobu, po kterou je investice v hostitelské zemi:

$$V_t = \frac{\sum_{i=1}^{T-1} i \cdot PPZI_{t-i}}{\sum_{i=1}^{T-1} PPZI_{t-i}}, \quad (5)$$

kde $PPZI_t$ je výše přílivu PZI v čase t , pro $t = 1, 2, \dots, T$.

ADF testy jednotkových kořenů pro ukazatele z rovnic (2)–(5) obsahuje tabulka 3, výsledky na 5% hladině významnosti ukazují, že i v tomto případě jsou všechny analyzované časové řady nestacionární – typu I(1).

Tabulka 3: ADF testy jednotkových kořenů

	y_t		Δy_t		I(d)
	TK	p-hodnota	TK	p-hodnota	
P	−0,346	0,9051	−8,722	0,0000	I(1)
D	−0,870	0,7809	−4,918	0,0005	I(1)
R	0,784	0,8767	−7,179	0,0000	I(1)
P/PZI	−1,964	0,3001	−5,722	0,0000	I(1)
D/P	−1,295	0,1755	−4,054	0,0002	I(1)
R/P	−0,559	0,4658	−4,663	0,0000	I(1)
V	0,122	0,9604	−4,996	0,0006	I(1)

Zdroj: vlastní výpočty

5.2 Výsledky

Hypotéza o vztahu mezi ekonomickým růstem a přílivem PZI

Pro *PZI* byl na základě rovnice (1) odhadnut jednoduchý statický regresní model. Rezidua tohoto modelu se stala základem pro provedení Engleova–Grangerova testu kointegrace, výsledek je uveden v tabulce 4 v části diagnostických testů na řádce Engle–Granger. Na 5% hladině významnosti byl testem kointegrace zamítnut zdánlivý vztah, časové řady jsou proto kointegrované. Zároveň byla zjištěna autokorelace nesystematické složky. Proto byl model pro její eliminaci rozšířen do tvaru modelu ADL.

Tabulka 4: Regresní model ADL pro *PZI*

	<i>PZI</i>	
	Parametr	<i>p</i> -hodnota
<i>PZI</i> (−1)	0,9526	0,0000
<i>HDP</i>	0,0706	0,0010
<i>D1</i>	−412350,7	0,0003
<i>D2</i>	447122,6	0,0000
$R^2_{upr.}$	0,9963	
Diag. testy	TK	<i>p</i>-hodnota
Engle–Granger	−4,4455	0,0001
Breusch–Godfrey	0,3414	0,7153
ARCH	1,2496	0,2763
Jarque–Bera	0,3064	0, 8579

Zdroj: vlastní výpočet

Tabulka 4 obsahuje odhad parametrů modelu ADL, tj. odhady parametrů krátkodobého vztahu. Z modelu vyplývá, že *PZI* z krátkodobého hlediska závisí přímo úměrně na své hodnotě v minulém roce a na současné hodnotě *HDP*. Do modelu byly vloženy umělé proměnné *D1* a *D2* eliminující skoky v datech v roce 2014 (viz části 2 a 3) a 2020 (vlivem covidové pandemie).

Po přepočítání odhadnutého modelu ADL na model korekce chyby, který vyjadřuje dlouhodobý vztah, byla získána rovnice ve tvaru

$$\Delta \widehat{PZI}_t = 0,071 \Delta HDP_t - 0,047 (PZI_{t-1} - 1,489 HDP_{t-1}) - 412350 D1_t + 447122 D2_t. \quad (6)$$

Výsledek dlouhodobého vztahu ukazuje, že *HDP* v průměru zvyšuje *PZI* v celém sledovaném období. Konkrétně, zvýšení *HDP* o 1 mil. Kč zvyšuje *PZI* v průměru o 1,489 mil. Kč. Pokud zaměříme pozornost na krátkodobý vztah, potom přírůstek *HDP* o 1 mil. Kč zvyšuje přírůstek (přílív) *PZI* o 0,071 mil. Kč. Diagnostické testy modelu (Breuschův–Godfreyův, ARCH a Jarqueův–Berův) indikují, že nesystematická složka má vlastnosti procesu bílého šumu (Breusch, Godfrey, 1986; Jarque, Bera, 1980; Darnell, 1994).

Z výsledků vyplývá, že se sice potvrdila hypotéza o vztahu mezi ekonomickým růstem a přílivem *PZI*, ale ne ve smyslu snižování přílivu *PZI* v závislosti na ekonomickém růstu. Odhad modelu ukázal, že s růstem ekonomiky příliv *PZI* roste, tj. růst *HDP* má na příliv *PZI* jednoznačně pozitivní vliv, ať už z krátkodobého nebo i dlouhodobého hlediska.

Hypotéza životního cyklu investice

I pro verifikaci hypotézy životního cyklu investice byly na základě rovnic (2)–(4) odhadnuty jednoduché regresní modely, jejichž výsledky obsahuje tabulka 5. Engleovým–Grangerovým testem kointegrace byla na 5% hladině významnosti u všech tří modelů zamítnuta zdánlivá regrese, časové řady jsou i v tomto případě kointegrované.

Tabulka 5: Regresní modely pro verifikaci hypotézy životního cyklu investice

	<i>P/PZI</i> rovnice (2)		<i>D/P</i> rovnice (3)		<i>R/P</i> rovnice (4)	
	Parametr	<i>p</i> -hodnota	Parametr	<i>p</i> -hodnota	Parametr	<i>p</i> -hodnota
C	0,0789	0,0000	0,2654	0,0001	0,6626	0,0000
V	0,0029	0,0397	0,0384	0,0000	−0,0360	0,0000
D3*	0,0595	0,0145	0,2516	0,0053	−0,2645	0,0022
R²_{upr.}	0,2782		0,6343		0,6465	
Diag. testy	TK	<i>p</i>-hodnota	TK	<i>p</i>-hodnota	TK	<i>p</i>-hodnota
Engle–Granger test	−2,3356	0,0220	−2,2713	0,0252	−1,9766	0,0479
Breusch–Godfrey	5,9054	0,0101	3,1125	0,0677	3,9640	0,0364
ARCH	2,8634	0,1054	0,5597	0,4627	0,0221	0,8833
Jarque–Bera	5,0395	0,0805	1,6314	0,4423	1,1291	0,5686

Poznámka: * Umělá proměnná eliminující skoky v *P/PZI* v roce 2007 a v *D/P* a *R/P* v letech 2008 a 2011 (viz části 2 a 3).
Zdroj: vlastní výpočty

I když dva z modelů obsahují na 5% hladině významnosti autokorelaci (ne na 1%), nebudeme model dynamizovat pro její eliminaci, protože tentokrát nejsou důležité číselné odhady parametrů, ale jejich znaménka, konkrétně u proměnné V_t . Ve všech třech případech jsou tyto parametry statisticky významné, a pro rovnici (2) a (3) jsou kladné, pro rovnici (4) je záporný.

Z toho vyplývá, že v případě rovnice (2) byla pro ČR potvrzena první část hypotézy životního cyklu investice, tj. že zisk roste s rostoucí délkou přítomnosti investic v hostitelské zemi. V případě rovnic (3) a (4) byla potvrzena i její druhá část. Znaménko odhadnutého parametru u rovnice (3) je kladné, vyjadřuje tak přímo úměrný vztah mezi podílem dividend na celkovém zisku a délkou přítomnosti investic v hostitelské zemi, a znaménko odhadnutého parametru u rovnice (4) je naopak záporné, což vyjadřuje nepřímý úměrný vztah mezi podílem reinvestic na celkovém zisku a délkou přítomnosti investic v hostitelské zemi. Můžeme tak zkonstatovat, že i v tomto případě byl pro ČR potvrzen předpoklad, že s rostoucí délkou přítomnosti investic v hostitelské zemi, a s jejich rostoucí ziskovostí, přecházejí firmy od reinvestic k vyplácení dividend, tj. roste podíl dividend na celkovém zisku z *PZI* a podíl reinvestovaného zisku na celkovém zisku klesá.

Závěr

Zahraniční kapitál ve formě *PZI* je důležitým zdrojem ekonomického růstu, a to především v tranzitivních ekonomikách, potýkajících se s nedostatkem vlastních zdrojů. Bez přílivu zahraničního kapitálu by daná ekonomika musela hledat vnitřní zdroje pro zamýšlené investice, což by znamenalo nutnost zvýšení míry úspor a omezení spotřeby domácností. Skutečností ale je, že příliv zahraničního kapitálu může být pro hostitelskou zemi prospěšný pouze tehdy, pokud přináší nové znalosti a dovednosti do ekonomiky. V opačném případě pouze snižuje národní bohatství a životní úroveň hostitelské země ve prospěch země vstupující.

Země, do kterých zahraniční kapitál přitéká, musí počítat s tím, že „model“ rozvoje, založený na *PZI* v určitém okamžiku dozraje. V případě ČR se první náznaky dozrávání projevily už v roce 2006, kdy se naše ekonomika zřejmě dostala do té fáze životního cyklu investic, kdy investoři po první fázi spojené s náklady a po druhé fázi reinvestování zisků přecházejí do fáze stahování zisků a jejich převádění do mateřských firem. V této fázi se příliv nových zahraničních investic dostává v souvislosti se zvyšováním ekonomického růstu do útlumu a jejich zásoba se stabilizuje, nebo jen mírně roste. Údaje o přílivu *PZI* do ČR vypovídají o tom, že zahraniční kapitál do naší ekonomiky od roku 2006 sice přitéká, ale podstatně mírnějším tempem, než tomu bylo ve druhé polovině devadesátých let. Poměr *PZI* na HDP se pohybuje kolem 4% a v jejich struktuře převládají reinvestice. Zatímco příliv nového kapitálu stagnuje, zvyšuje se aktivita našich investorů v zahraničí. Disproporce mezi objemem *PZI* u nás a našich v zahraničí je však stále obrovská. Podíl stavu našich *PZI* v zahraničí odpovídá pouze 26% *PZI* u nás a poměr na HDP je 18% oproti 72%.

Přes stagnující příliv PZI roste odliv zisků z investic, které k nám přitekly v předchozích letech. Stamiliardy korun, které každoročně odplývají z ČR do zahraničí a jejichž výše neklesá ani s útlumem přílivu nových PZI, představují obrovskou a dlouhodobou zátěž pro českou ekonomiku, kterou se nedaří odstranit ani zmírnit, a to ani zvyšováním aktivity domácích investorů v zahraničí. S disproporcí mezi objemem PZI u nás a našich v zahraničí koresponduje i disproporce mezi důchody z PZI zahraničních investorů u nás a našich v zahraničí. Zatímco v roce 2021 byl tento rozdíl 365 mld. Kč, tak v roce 2022 to bylo již 404 mld. Kč, a to i za situace, kdy se saldo aktiv a pasiv z PZI citelně snižuje. Důchody z PZI našich investorů za sledované období dosáhly pouze 15 % důchodů, které získali zahraniční investoři u nás a u dividend je tento poměr ještě o poznání horší, a to pouhých 6%. Problém je ve výnosnosti sektorů, do kterých je kapitál investován. Ty nakonec mají i vliv na samotné rozdělení zisku na reinvestice a dividendy, neboť jednotlivá odvětví nejsou srovnatelná co do potřeby dalšího investování v zájmu větší konkurenceschopnosti a ovládnutí trhu v hostitelské zemi.

Pokud by pokračoval trend poklesu přílivu nového kapitálu a rostoucího odlivu důchodů vyprodukovaného investicemi, které vlastní zahraniční investoři, mohlo by to vést k trvalému snížení růstového potenciálu, a tím i ke zpomalení konvergence s ekonomicky vyspělými zeměmi. Řada našich institucí je závislá na pravidelném a systematickém přísunu zdrojů, technologií a know-how ze zahraničí.

Odliv prvotních důchodů může být do určité míry i makroekonomickým problémem, neboť stahuje do deficitu saldo běžného účtu platební bilance, v současné době (2022) navíc podporované i pasivním saldem obchodní bilance a bilance druhotných důchodů. A právě poměr deficitu běžného účtu k HDP, pohybující se nad referenční hodnotou -5% představuje určité riziko pro vnější stabilitu. Rostoucí odliv dividend zvyšuje poptávku po cizí měně, což může vyvíjet tlak na znehodnocení domácí měny. Zda k tomu skutečně dojde, závisí na řadě faktorů. Důležitá je samotná struktura běžného účtu a vliv jednotlivých operací na toto saldo a na poptávku po devizách.

První hypotéza o snižování přílivu PZI s ekonomickým růstem se nepotvrdila, což dokazují výsledky kointegrační analýzy. Ve všech případech odhady modelů ukázaly, že s růstem ekonomiky roste příliv PZI čili růst HDP má na příliv PZI jednoznačně pozitivní vliv, ať už z krátkodobého nebo i dlouhodobého hlediska. Z toho lze vyvodit závěr, že samotný ekonomický růst není dostačující k vytvoření takového objemu domácího kapitálu, který by mohl nahradit zahraniční zdroje. Pokud by se česká ekonomika chtěla zbavit zátěže ve formě odlivu důchodů, musela by s využitím vhodných nástrojů hospodářské politiky tuto situaci aktivně řešit.

Jako druhou jsme testovaly hypotézu životního cyklu investice, který je významný pro země, do kterých na počátku transformačního procesu přitekly velké zahraniční kapitál. To se týká i ČR. Na základě relevantních dat se nám podařilo dokázat, že životní cyklus PZI v ČR skutečně platí.

PZI se dostávají do třetí fáze životního cyklu, kdy vytvořený zisk je pouze z části reinvestován a větší část je vyplácena formou dividend.

Při hodnocení dopadu PZI na naši ekonomiku a přes negativní efekty související s odlivem důchodů, který by tu mohl být investován, nelze opominout i jejich přínosy, především ve formě rostoucího exportu a transferu technologií a rovněž i to, že zahraniční kapitál výrazně urychlil náš transformační proces. A právě rostoucí export, za kterým je třeba vidět i exportní výkonnost zahraničních firem, přispěl k tomu, že běžný účet platební bilance od roku 2013 vykazoval aktivní saldo, a to až do roku 2021, kdy po osmi letech mírných přebytků kleslo do schodku 1,1 % HDP. Tato mírná nerovnováha se v roce 2022 dále prudce prohloubila až na –6,0% HDP.

Ze srovnání kapitálu plynoucího ze zahraničí s kapitálem odtékajícím do zahraničí je evidentní, že výrazně zaostáváme ve vývozu kapitálu za jeho dovozem. Zde se nabízí otázka, do jaké míry je vhodné stimulovat domácí firmy k vývozu kapitálu. Kde je ta hranice výhodnosti. Tyto investice mohou být vnímány jako negativní jev, který je příčinou strukturální nebo regionální nezaměstnanosti a omezující tvorbu domácího kapitálu. Chybějící domácí kapitál snižuje potenciál pro vytváření nových pracovních míst a dynamiku ekonomického růstu. Jako problematické se může jevit i přemísťování výroby do zahraničí a zvyšování ekonomické závislosti na hostitelských zemích. Cestou by mohlo být přesměrování investičních pobídek, lákajících zahraniční kapitál na stimulaci domácích firem, a odpoutávat se od závislosti na zahraničních firmách působících na našem území, a i závislosti na hostitelských zemích, do kterých směřuje náš kapitál. Otázkou pak je i to, do jaké míry je vhodné investičními pobídkami lákat zahraniční kapitál. Investiční pobídky by měly být nastaveny tak, aby vytvářely rovné podmínky pro zahraniční i domácí investory už proto, že pozitivní efekt investičních pobídek nebyl pro zahraniční investory vždy průkazný.

Literatura

- Aitken, B., Harrison, A. E. (1999). Do Domestic Firms Benefit from Direct Foreign Investment? Evidence from Venezuela. *American Economic Review*, 89(3), 605–618, <https://doi.org/10.1257/aer.89.3.605>
- Ando, A., Modigliani, F. (1963). The Life-Cycle Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests. *American Economic Review*, 53(1), 55–84.
- Appleyard, D. R., Field, A. J., Cobb, S. (2006). *International Economics*. 5. vydání. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Arltová, M., Fedorová, D. (2016). Selection of Unit Root Test on the Basis of Time Series Length and Value of AR(1) Parameter. *Statistika – Statistics and Economics Journal*, 96(3), 47–64.
- Brada, J. C., Tomšík, V. (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 Series No. 543, <http://doi.org/10.2139/ssrn.385881>

- Brada, J. C., Tomšík, V. (2004). Zahraniční investice a náchylnost k měnovým krizím: zkušenosti tranzitivních ekonomik. *Politická ekonomie*, 52(3), 313–329, <https://doi.org/10.18267/j.polek.462>
- Breusch, T., Godfrey, L. G. (1986). Data Transformation Tests. *Economic Journal*, 96, 47–58.
- ČNB (2001). Statistika platební bilance. *Přímé zahraniční investice 1999–2000*. Praha: Česká národní banka. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/pzi/PZI_1999_CZ.PDF
- ČNB (2004). Statistika platební bilance. *Přímé zahraniční investice 2002*. Praha: Česká národní banka. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/pzi/PZI_2002_CZ.PDF
- ČNB (2005). Statistika platební bilance. *Přímé zahraniční investice 2003*. Praha: Česká národní banka. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/pzi/PZI_2003_CZ1.PDF
- ČNB (2014). Zpráva o inflaci – Příloha III/2014. *Životní cyklus přímých zahraničních investic a jejich vliv na platební bilanci*. Praha: Česká národní banka. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/seriál-o-inflaci/tematicke-prilohy-a-boxy/Zivotni-cyklus-primych-zahranicnich-investic-a-jejich-vliv-na-platebni-bilanci/>
- ČNB (2020). *Zpráva o vývoji platební bilance 2020*. Praha: Česká národní banka. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/seriál-o-vyvoji-platebni-bilance/>
- ČNB (2021). *Přímé zahraniční investice – 2021*. Praha: Česká národní banka. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/pzi/PZI_2021_CZ.pdf
- ČNB (2022). *Zpráva o vývoji platební bilance – 2022*. Praha: Česká národní banka. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/seriál-o-vyvoji-platebni-bilance/zprava_o_vyvoji_platebni_bilance_2022.pdf
- ČNB (2023a). *Platební bilance. Přímé investice*. Databáze ARAD ČNB. Praha: Česká národní banka. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/arad/#/cs/sets>
- ČNB (2023b). *Platební bilance. Prvotní důchody*. Databáze ARAD ČNB. Praha: Česká národní banka. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/arad/#/cs/sets>
- ČNB (2023c). *Statistika platební bilance: Přímé zahraniční investice*. Praha: Česká národní banka. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/pzi/
- ČSÚ (2023). *Výdaje na hrubý domácí produkt*. Praha: Český statistický úřad. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/166169043/hdpcr033123_v.xlsx/0d98f7b2-d3a1-4b96-84e0-fd7e66794afe?version=1.1
- Darnell, A. C. (1994). *A Dictionary of Econometrics*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Dickey, D. A., Fuller, W. A. (1979). Distribution of estimators for autoregressive time series with a unit root. *Journal of American Statistical Association*, 74(366), 427–431, <https://doi.org/10.2307/2286348>

- Dinga, M. (2008). *The impact of territorially concentrated FDI on local labor markets: evidence from Czech Republic*. Praha: CERGE-EI. ISBN 978-80-7343-148-8.
- Dobrylovský, J., Löster, T. (2008). *Přímé zahraniční investice v České republice, jejich význam a jejich účinky na českou ekonomiku*. Brno: Tribun EU. ISBN 978-80-7399-624-6.
- Dunning, J. H., Lundan, S. M. (2008). *Multinationals Enterprises and the Global Economy*. 2. vydání. Cheltenham: Edward Elgar. ISBN 978-1-84376-525-7.
- Duspivová, K. (2019). Produktivita práce a odměňování v duální ekonomice. Role zahraničních investic v České republice. *Politická ekonomie*, 67(5), 511–530, <https://doi.org/10.18267/j.polek.1254>
- Engle, R. F., Granger, C. W. J. (1987). Co-integration and error correction representation: estimation and testing. *Econometrica*, 55(2), 251–276, <https://doi.org/10.2307/1913236>
- Eurostat (2022). *GDP and main components (output, expenditure and income)*. Luxembourg: Eurostat. Dostupné z: <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/teibp051/default/table?lang=en>
- Ezat, E. (2008). The impact of foreign direct investment (FDI) on domestic firm's product and service quality in Czech Republic. *Journal Studia Universitatis Babes-Bolyai Negotia*.
- Geršl, A., Hlaváček, M. (2007). Foreign Direct Investment Corporate Finance, and the Life Cycle of Investment. *Czech Journal of Economics and Finance*, 57(9–10), 448–464.
- Görg, H., Greenaway, D. (2003). *Much Ado About Nothing? Do Domestic Firms Really Benefit from Foreign Direct Investment?* Discussion Paper No. 944. Dostupné z: <https://ftp.iza.org/dp944.pdf>
- Hendry, D. F., Pagan, A., Sargan, J. D. (1984). Dynamic Specification. In: Griliches, Z., Intriligator, M. D. *Handbook of Econometrics*. 2. vydání, 1023–1100. Amsterdam: Elsevier.
- Hill, C. W. L. (2005). *International Business: Competing in the Marketplace*. 5. vydání. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Ikenson, J., D. (2013). Book Review: Failure of Laissez Faire Capitalism and Economic Dissolution of the West: Towards a New Economics for a Full World. *CATO Institute* [online]. Dostupné z: <https://www.cato.org/publications/book-review-failure-laissez-faire-capitalism-economic-dissolution-west-towards-new>
- Jarolím, M. (2000). Foreign Direct Investment and Productivity of Firms. *Finance a úvěr*, 50(9), 478–487.
- Jarque, C. M., Bera, A. K. (1980). Efficient Tests for Normality, Homoscedasticity, and Serial Independence of Regression Residuals. *Economics Letters*, 6(3), 255–259, [https://doi.org/10.1016/0165-1765\(80\)90024-5](https://doi.org/10.1016/0165-1765(80)90024-5)
- Krugman, P., Obstfeld, M. (2005). *International Economics: Theory and Policy*. 7. vydání. Boston: Addison-Wesley-Longman.
- Mandel, M., Tomšík, V. (2006). Přímé zahraniční investice a vnější rovnováha v tranzitivní ekonomice: aplikace teorie životního cyklu. *Politická ekonomie*, 54(6), 723–741, <https://doi.org/10.18267/j.polek.580>

- Mandel, M., Tomšík, V. (2018). *Monetární ekonomie v období konvergence a krize*. Praha: Management Press. ISBN 978-80-7261-545-2.
- Modigliani, F., Brumberg, R. (1955). Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data. In: Kurihara, K. *Post-Keynesian Economics*. London: George Allen and Unwin, 388–436.
- MNB (2023). *Balance of Payments*. Budapest: Magyar Nemzeti Bank. Dostupné z: <https://www.mnb.hu/en/statistics/statistical-data-and-information/statistical-time-series/viii-balance-of-payments-foreign-direct-investment-international-investment-position/balance-of-payments-international-investment-position/data-according-to-bpm6-methodology>
- NBS (2023). *Platobná bilancia*. Bratislava: Národná banka Slovenska. Dostupné z: <https://nbs.sk/statisticke-udaje/statistika-platobnej-bilancie/platobna-bilancia/>
- NBP (2023). *Balance of Payments*. Warszawa: Narodowy Bank Polski. Dostupné z: <https://nbp.pl/en/statistic-and-financial-reporting/balance-of-payments-statistics/balance-of-payments/annual-data/>
- Roberts, P. C. (2013). *The failure of laissez faire capitalism*. Atlanta: Clarity Press. ISBN 09-88406-51-9.
- Saggi, K. (2002). Trade, foreign direct investment, and international technology transfer: A survey. *The World Bank Research Observer*. 17(2), 191–235. Dostupné z: <http://documents.worldbank.org/curated/en/701391468326137113/Trade-foreign-direct-investment-and-international-technology-transfer-a-survey>
- Srholec M. (2003). Přímé zahraniční investice a technologická změna. *Politická ekonomie* 51(5), 695–713, <https://doi.org/10.18267/j.polek.421>
- Türkcan, B., Duman, A., Yetkiner, I., H. (2008). How does FDI and economic growth affect each other? The OECD Case. *Proceedings of the International Conference On Emerging Economic Issues In A Globalizing World*, 21–40.
- Zákon č. 72/2000 Sb. o investičních pobídkách. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2000-72>
- Zákon č. 19/2004 Sb., kterým se mění zákon č. 72/2000 Sb., o investičních pobídkách. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2004-19>
- Zamrazilová, E. (2007). Přímé zahraniční investice v české ekonomice: Rizika duality a role trhu práce. *Politická ekonomie*, 55(5), 579–602, <https://doi.org/10.18267/j.polek.614>