

**Česká zemědělská univerzita v Praze**

**Provozně ekonomická fakulta**

**Katedra ekonomických teorií**



**Diplomová práce**

**Vnější ekonomická rovnováha zemí Visegrádské skupiny**

**Lucie Goetzová**

**© 2016 ČZU v Praze**

# ČESKÁ ZEMĚDĚLSKÁ UNIVERZITA V PRAZE

Provozně ekonomická fakulta

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Lucie Goetzová

Provoz a ekonomika

Název práce

Vnější ekonomická rovnováha zemí Visegrádské skupiny

Název anglicky

External Economic Balance of the Visegrad Group Countries

---

Cíle práce

Hlavním cílem diplomové práce je vyhodnotit aktuální stav vnější rovnováhy ekonomik Visegrádské čtyřky. Dílčími cíli práce jsou vymezení základních makroekonomických charakteristik uvedených zemí, identifikace příčin rovnovážného, popř. nerovnovážného stavu ekonomik a v případě existence vnější nerovnováhy formulace doporučení pro hospodářsko-politické autority směřující k jejímu odstranění.

Metodika

Teoretická část bude zpracována na základě studia odborné literatury formou literární rešerše. V praktické části je proveden rozbor stavu vnější rovnováhy, která bude vyjádřena odchylkou salda agregace běžného, finančního a kapitálového účtu od nuly. Rozbor je proveden za účelem identifikace objemově nejvýznamnějších položek jednotlivých účtů platební bilance, které silně determinují stav vnější rovnováhy, popř. nerovnováhy ekonomiky. V praktické části jsou využívána statistická data z Eurostatu a (vzhledem k tématu práce) vybraných centrálních bank. Na základě těchto dat je v závěru praktické části provedena komparace vybraných zemí.

Doporučený rozsah práce

60 – 80 stran

Klíčová slova

měnový kurz, mezinárodní obchod, platební bilance, vnější ekonomická rovnováha, zahraniční dluh

---

Doporučené zdroje informací

DURČÁKOVÁ, J. – MANDEL, M. *Mezinárodní finance*. Praha: Management Press, 2010. ISBN 978-80-7261-221-5.

MANDEL, M. – TOMŠÍK, V. *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. Praha: Management Press, 2008. ISBN 978-80-7261-185-0.

NEUMANN, P. – JIRÁNKOVÁ, M. – ŽAMBERSKÝ, P. *Mezinárodní ekonomie*. Praha: Grada, 2010. ISBN 978-80-247-3276-3.

OBSTFELD, M. – KRUGMAN, P. R. *International economics : theory and policy*. Boston: Pearson Addison-Wesley, 2009. ISBN 978-0-321-49304-0.

VARADZIN, F. *Mezinárodní ekonomie*. Praha: Professional Publishing, 2013, ISBN 978-80-7431-116-1

---

Předběžný termín obhajoby

2015/16 LS – PEF

Vedoucí práce

Ing. Stanislav Burian, Ph.D.

Garantující pracoviště

Katedra ekonomických teorií

Elektronicky schváleno dne 29. 10. 2015

doc. Ing. Josef Brčák, CSc.  
vedoucí katedry

Elektronicky schváleno dne 11. 11. 2015

Ing. Martin Pelikán, Ph.D.  
Děkan

V Praze dne 07. 03. 2016

---

### **Čestné prohlášení**

Prohlašuji, že svou diplomovou práci Vnější ekonomická rovnováha zemí Visegrádské skupiny jsem vypracovala samostatně pod vedením vedoucího diplomové práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu použitých zdrojů na konci práce. Jako autorka uvedené diplomové práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušil autorská práva třetích osob.

V Praze dne \_\_\_\_\_

## **Poděkování**

Rád(a) bych touto cestou poděkovala panu Ing. Stanislavovi Burianovi PhD. za cenné rady, připomínky a doporučení, které mi pomohly při sepsání této práce.

# Vnější ekonomická rovnováha zemí Visegrádské skupiny

## Souhrn

Diplomová práce se zabývá vývojem ukazatelů vnější ekonomické rovnováhy zemí Visegrádské skupiny prostřednictvím vybraných ukazatelů. V teoretické části je kladen důraz na platební bilanci a změny související s novou metodikou a jejich komparace s metodikou předcházející. Také jsou zde vymezeny kritické hodnoty vybraných ukazatelů. V praktické části jsou v rámci propojenosti vnější a vnitřní ekonomiky zhodnoceny vybrané vnitřní ukazatele a míra otevřenosti ekonomik. Stěžejní část pak předkládá vývoj platebních bilancí a rozborů běžného a finančního účtu. U běžného účtu je kladen důraz na výkonovou bilanci a účet prvotních důchodů. U finančního pak na položku přímých zahraničních investic. Nechybí ani hodnocení míry zásahů centrální banky za účelem vyrovnanosti platební bilance. Další část práce se zabývá výší a vývojem hrubého externího dluhu a také vývojem měnového kurzu. Na závěr práce je provedeno shrnutí a komparace zemí Visegrádské skupiny na základě výše zmíněných charakteristik.

**Klíčová slova:** měnový kurz, mezinárodní obchod, platební bilance, vnější ekonomická rovnováha, zahraniční dluh

# **External Economic Balance of Visegrad Group Countries**

## **Summary**

The thesis deals with the development of external economical balance indicators of the Visegrad Group countries according to specifically selected indicators. In the theoretical part of the thesis the emphasis is put on the balance of payments and the changes connected to the difference in comparison between the new methodology and the previous methodology. The critical values of the selected indicators are also defined here. In the practical part are selected and evaluated the internal indicator and the degree of economical openness within the limits of external and internal economical connectedness. The main part focuses on the development of the balance of payments and analysis of a current account and a financial account. The current account part of the thesis focuses on the performance evaluation of the account and on the initial pension account. The financial account part of the thesis focuses on the direct foreign investments. There is also an assessment of the level of Central bank intervention to balance the balance of payments. The next part of the thesis deals with the level and the rate of growth of the gross external debt and the development of exchange rates. In the resume of the thesis is a comparison between the Visegrad Group countries based on previously mentioned characteristics.

**Keywords:** exchange rate, international trade, balance of payments, external economic balance, external debt

## Obsah

1	Úvod .....	11
2	Cíl práce a metodika .....	14
3	Teoretická východiska .....	16
3.1	Mezinárodní obchod .....	16
3.1.1	Příčiny mezinárodního obchodu .....	16
3.1.2	Výhody a nevýhody mezinárodního obchodu .....	17
3.2	Vnější ekonomická rovnováha .....	19
3.2.1	Platební bilance .....	20
3.2.2	Salda platební bilance .....	24
3.2.3	Vyrovňovací mechanismy platební bilance .....	26
3.3	Měnový kurz .....	28
3.3.1	Režimy měnových kurzů .....	29
3.3.2	Teorie devizových kurzů .....	30
3.4	Zahraniční dluh .....	34
	Krytí závazků .....	35
4	Analytická část .....	36
4.1	Česká republika .....	38
4.1.1	Vybrané vnitřní ukazatele a míra otevřenosti ekonomiky .....	38
4.1.2	Ukazatele vnější rovnováhy .....	40
4.2	Slovensko .....	46
4.2.1	Vybrané vnitřní ukazatele a ukazatele otevřenosti .....	46
4.2.2	Ukazatele vnější rovnováhy .....	48
4.3	Maďarsko .....	54
4.3.1	Vybrané vnitřní ukazatele a míra otevřenosti ekonomiky .....	54
4.3.2	Ukazatele vnější rovnováhy .....	56
4.4	Polsko .....	61
4.4.1	Vybrané vnitřní ukazatele a otevřenost ekonomiky .....	61
4.4.2	Ukazatele vnější ekonomické rovnováhy .....	63
4.5	Shrnutí zemí .....	69
4.6	Komparace zemí .....	72
4.6.1	Ukazatele vnitřní ekonomiky - porovnání .....	72
4.6.2	Ukazatele vnější ekonomické rovnováhy – porovnání zemí V4 .....	74



5	Závěr.....	81
6	Zdroje .....	84
7	Přílohy .....	88

## **Seznam zkratek**

BPM6 - 6. vydání manuálu platební bilance  
BÚ - běžný účet  
CEFTA – Středoevropská zóna volného obchodu  
CZ - Česká republika  
CZK - česká koruna  
ČNB – Česká národní banka  
ECB- Evropská centrální banka  
EU- Evropská unie  
EUR - euro  
FÚ - finanční účet  
HDP - hrubý domácí produkt  
HU - Maďarsko  
HUF - maďarský forint  
IMF - Mezinárodní měnový fond  
KÚ - kapitálový účet  
MNB – Maďarská národní banka  
NATO - Severoatlantická aliance  
NBP – Polská národní banka  
NBS – Slovenská národní banka  
PL - Polsko  
PLN - polský zlotý  
PPP - parita kupní síly  
PPS - parita kupního standardu  
PZI- přímé zahraniční investice  
SK- Slovensko  
USD - americký dolar  
V4 -Visegrádská čtyřka

## Seznam tabulek

Tabulka 1: CZ Vybrané vnitřní ukazatele ekonomiky.....	38
Tabulka 2: CZ Otevřenost ekonomiky.....	39
Tabulka 3: CZ Platební bilance .....	40
Tabulka 4: CZ Běžný účet – rozbor.....	41
Tabulka 5: CZ Finanční účet .....	43
Tabulka 6: CZ Devizové rezervy.....	44
Tabulka 7: CZ Ukazatele zahraniční zadluženosti .....	44
Tabulka 8: SK Vybrané vnitřní ukazatele ekonomiky.....	46
Tabulka 9: SK Otevřenost ekonomiky.....	47
Tabulka 10: SK Platební bilance .....	48
Tabulka 11 : SK Běžný účet – rozbor.....	49
Tabulka 12 : SK Finanční účet .....	51
Tabulka 13 :SK Devizové rezervy.....	53
Tabulka 14: SK Ukazatele zahraniční zadluženosti .....	53
Tabulka 15: HU Vybrané vnitřní ukazatele ekonomiky.....	54
Tabulka 16: HU Otevřenost ekonomiky.....	55
Tabulka 17: HU Platební bilance.....	56
Tabulka 18: HU Běžný účet – rozbor .....	57
Tabulka 19: HU Finanční účet.....	58
Tabulka 20: HU Devizové rezervy .....	60
Tabulka 21: HU Ukazatele zahraniční zadluženosti.....	60
Tabulka 22: PL Vybrané vnitřní ukazatele ekonomiky .....	61
Tabulka 23: PL Otevřenost ekonomiky .....	62
Tabulka 24: PL Platební bilance .....	63
Tabulka 25: PL Běžný účet – rozbor .....	65
Tabulka 26: PL Finanční účet.....	66
Tabulka 27 :PL Devizové rezervy .....	68
Tabulka 28: PL Ukazatele zahraniční zadluženosti.....	68

## Seznam grafů

Graf 1: CZ Vývoj měnového kurzu CZK/EUR.....	45
Graf 2: Vývoj měnového kurzu USD/EUR .....	52
Graf 3: Vývoj měnového kurzu .....	59
Graf 4: Vývoj měnového kurzu PLN/EUR.....	67
Graf 5: HDP/obyvatel v PPS - porovnání zemí V4 (%).....	72
Graf 6: Inlace (%) – porovnání zemí V4 .....	73
Graf 7: Nezaměstnanost (%) - porovnání zemí V4.....	73
Graf 8: Porovnání rezervních aktiv V4 – zásahy k udržení vyrovnanosti platební bilance.....	74
Graf 9 : Saldo běžného a kapitálové účtu .....	75
Graf 10: Saldo běžného a finančního účtu (bez rezervních aktiv) – možnosti pokrytí .....	75
Graf 11 : Výkonová bilance - porovnání zemí V4 (mil. eur) .....	76
Graf 12: Podíl běžného účtu na HDP (%) – - porovnání zemí V4 .....	77
Graf 13: Srovnání PZI – aktiva - porovnání zemí V4 (mil. eur) .....	78
Graf 14: Srovnání PZI pasiva - porovnání zemí V4 (mil. eur).....	79
Graf 15: Hrubý externí dluh - porovnání zemí V4 (mil. eur) .....	80
Graf 16: Podíl hrubého externího dluhu na HDP (%) - porovnání zemí V4 .....	80

# 1 Úvod

Mezinárodní obchod a možnosti investování v cizích zemích jsou dnes běžné a přináší mnoho výhod jeho účastníkům, ale i rizika spojená s přesunem negativních jevů mezi ekonomikami navzájem. Vliv mezinárodních aktivit, ať už pozitivní nebo negativní, má na ekonomiky konkrétních zemí jistý dopad. Jeho rozsah je odvislý především od míry propojenosti v oblasti zahraničního obchodu a investic. Tyto a další významné toky jsou zachyceny v platební bilanci zemí a jsou základem pro hodnocení vnější ekonomické rovnováhy.

Země Visegrádské skupiny, které budou z hlediska vnější rovnováhy analyzovány v této práci, jsou uskupením postkomunistických zemí střední Evropy. Svým sdružením představují vlastní vnitřní integraci v rámci Evropské unie. Visegrádská čtyřka není k Evropské unii konkurenční, je spíše doplňující. Primárním cílem je hospodářská spolupráce, a to především v oblasti kultury, školství a výzkumu. Sekundárně také umožňuje jednotné směřování v rámci unie v zásadních ekonomických, bezpečnostních a jiných otázkách.

Tato práce ve své teoretické části zpracovává poznatky, na základě kterých jsou následně hodnoceny zvolené země. Jedná se o rozbor platební bilance a jejich podúčtů především, pak běžného a finančního. Dále vybraná salda platební bilance a jejich působení na ekonomiku, spolu s uvedením kritických hodnot vybraných ukazatelů.

Teoretickou i praktickou část pak ovlivnilo zavedení nové metodiky platební bilance. V literární rešerši je provedena komparace zásadních změn i s dalšími doplňujícími odkazy.

Ve vlastní části práce je nejprve krátce hodnocen stav vybraných vnitřních ukazatelů, a míra otevřenosti jednotlivých zemí, která znázorňuje zapojení zemí v rámci mezinárodního obchodu. Stěžejní úsek práce se zabývá vybranými ukazateli vnější rovnováhy v letech 2005-2014. Hodnocen je vývoj platebních bilancí jednotlivých zemí jako celku, následován hlubším rozbohem běžného a finančního účtu. Presentovaná data jsou již v nové metodice. Rozčlenění a interpretace dat je pak spojnicí mezi starou a novou metodikou, což zvyšuje orientaci v problematice. Data jsou hodnocena i s odkazem na příloha a umožňují širší dokreslení některých oblastí. V dalších částech se práce zabývá vývojem měnového kurzu vůči euru, v případě Slovenska pak amerického dolaru vůči euru.

Závěrem je každá země hodnocena na základě ukazatelů zadluženosti. Primární je hodnocení vývoje externího dluhu a dále spíše pro ilustraci a vzhledem k faktu, že zadluženost státu zasahuje do hodnocení mezinárodních institucí a investorů je doplněn i státní dluh zemí.

Země jsou také srovnávány na základě výše uvedených ukazatelů. K lepší komparaci slouží především relativní vyjádření ukazatelů k hrubému domácímu produktu.

## 2 Cíl práce a metodika

Hlavním cílem práce je vyhodnocení stavu vnější ekonomické rovnováhy zemí Visegrádské skupiny v letech 2005-2014, se zaměřením na analýzu platební bilance jako celku a rozboru běžného a finančního účtu. Dílčími cíli práce je vymezení základních makroekonomických ukazatelů uvedených zemí. Identifikace hlavních příčin nerovnovážného stavu, dále hodnocení hrubého externího dluhu zemí a komparace uvedených ukazatelů mezi zeměmi Visegrádské skupiny.

Teoretická část je zpracována na základě studia odborné literatury formou literární rešerše, kde jsou zahrnuty odborné publikace českých autorů. Ke zpracování složek platební bilance je použit manuál platební bilance (BPM6) vydaný Mezinárodním měnovým fondem, kde jsou vybrané části přeloženy autorkou, a materiály České národní banky zabývající se danou problematikou. Z anglických zdrojů se dále jedná o popis některých měnových režimů.

Praktická část je zpracována formou analýzy platební bilance, z hlediska jednotlivých účtů a podúčtů. Vybrané ukazatele jsou také porovnávány ke kritickým hodnotám uváděných v literatuře. Hodnoceny jsou výchylky od rovnovážných hodnot a jejich vývoj. Celkový pohled na vývoj konkrétní země, pak podává syntéza ukazatelů. Země jsou mezi sebou komparovány na základě vybraných ukazatelů.

Vybrané makroekonomické ukazatele a ukazatele otevřenosti jsou pro všechny země převzaty z databáze Eurostatu. Data související s vnější ekonomickou rovnováhou jsou ze statistik platebních bilancí národních bank jednotlivých zemí. Hodnoty jsou uvedeny v milionech nebo miliardách eur, případně procentech.

Z pohledu nové metodiky (BPM6) je uváděna položka rezervní aktiva ve finančním účtu. Z praktického hlediska se jedná o dříve uváděnou položku změna devizových rezerv. Tato položka je tedy z tohoto účtu vyčleněna a výsledek finančního účtu je počítán bez ní. Rezervní aktiva jsou uvedena pod hodnotami jednotlivých účtů, a sumarizačních položek. Saldo běžného a finančního účtu je konstruováno z hlediska přílivu a odlivu kapitálu.

Finanční účet se záporným znaménkem je tedy počítán jako příliv kapitálu, protože záporné znaménko je v tomto případě dáno rozdílem aktiv a pasiv. Celý finanční účet včetně položky rezervních aktiv je ale pro všechny státy a celé období uveden v přílohách. Údaje o hrubém dluhu 2008-2014 jsou z Evropské centrální banky.

Poměrové ukazatele jako BÚ/HDP a hrubý externí dluh/ HDP jsou dopočítány autorkou. Jako data o běžném účtu příslušné centrální banky děleno hrubým domácím produktem z dat Eurostatu. Drobné výpočty jsou ve formě dopočítání bilance výkonů, kde jsou salda ve formě export a import zboží a služeb zvlášť. Vývoj měnové kurzu je zpracován z dat Evropské centrální banky. Hodnocení likvidity na základě tříměsíčního importu vychází s průměrných ročních hodnot importu a devizových rezerv (uváděných jako koncové hodnoty příslušného roku).

## 3 Teoretická východiska

### 3.1 Mezinárodní obchod

Obchodování mimo hranice státu je dnes běžnou záležitostí a významně zasahuje do základních makroekonomických veličin jako je například HDP a zaměstnanost.

V této kapitole jsou shrnuty důvody mezinárodního obchodu, jeho výhody a nevýhody. Krátce bude pojednáno o teoriích mezinárodního obchodu a také vlivu ekonomických integrací na mezinárodní směnu.

#### 3.1.1 Příčiny mezinárodního obchodu

Obecná příčina zahraničního obchodu je zřejmá – má přinést obchodujícím stranám výhody. Těmi je myšleno získání zboží, které se na domácím trhu nevyskytuje nebo naopak uplatnění přebytečných kapacit domácích subjektů v zahraničí.

Jako prvotní příčina zahraničního obchodu se jeví spíše nedostupnost než export přebytků, nicméně v současné době je i tento aspekt častým hybatelem zahraničního obchodu, protože zvyšuje efektivnost.

Podrobněji lze příčiny zahraničního obchodu shrnout takto:

**Nedostupnost (nedostatek) přírodních surovin/plodin** jako je ropa, zemní plyn, drahé kovy atd., může se ale jednat i zemědělské produkty, které je možné pěstovat pouze v některých zeměpisných šířkách. V tomto případě se jedná o zásadní nedostatek, který je dán geografickou rozdílností.

**Nedostupnost produktů** je dán subjektivními potřebami související s poptávkou po produktech, které nejsou na domácím trhu k dispozici. Může se jednat o luxusní zboží, zájem o konkrétní značky nebo varianty produktů se specifickými vlastnostmi.

**Výnosy z rozsahu**, které je možné realizovat při výrobě, která je vyšší než potenciál domácího trhu. Zahraniční obchod táhne ke specializaci zemí.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Varadzin F., Mezinárodní ekonomie (teorie světového hospodářství), str. 239



Též je možné uvést další příčiny, které ovšem v některém směru souvisí s výše uvedenými. Jedná se například o různou kvalifikaci pracovních sil v odlišných odvětvích, která způsobuje nemožnost nebo jen omezenou možnost vyrábět některé produkty.

Vyšší výnosnost produktů může být ovlivněna i podporou daného odvětví vládou. Naopak restriktce mohou vést ke snížení produkce a potřebě dovozů atd.<sup>2</sup>

Mezinárodní obchod pomáhá optimalizovat alokaci zdrojů a docílit maximální efektivity produkce v celosvětovém měřítku.

### **3.1.2 Výhody a nevýhody mezinárodního obchodu**

Mezinárodní obchod přináší mnohá pozitiva, ale jsou zde také negativa, která by neměla být opomíjena. Řadu přínosů je možné identifikovat z předchozího textu. V této části budou výhody a nevýhody dále doplňovány s cílem určení dopadů na národní ekonomiky a spotřebitele.

Mezinárodní obchod představuje nárůst užitku pro spotřebitele i producenty. Spotřebitelský efekt představu možnost nákupu zboží za nižší (světové) ceny, než by byla případná lokální cena statku bez existence mezinárodní směny. Důvodem nižší světové ceny je konkurenční prostředí. Efekt pro producenty spočívá v možnosti dodávat na světový trh zboží za cenu vyšší, než by byla akceptovatelná pro lokální trh, nebo alespoň navyšuje produkci a získává výnosy z rozsahu. Případně při vysoké efektivitě získávat zahraniční trhy. Užitek pro všechny země vyplývá z toho, že každá země má alespoň komparativní výhodu v produkci daného zboží.<sup>3</sup>

S rozvojem mezinárodního obchodu souvisí také zlepšování a rozšiřování nabídky, rozšíření možností výroby, díky dovozu komponent nebo surovin.

K nevýhodám mezinárodního obchodu patří především vztah závislosti a to na produktech, případně finanční závislosti na určitých teritoriích, kam ekonomiky exportují. Silně proexportní země mohou výrazněji zatěžovat životní prostředí. Zásadní mohou být také dopady na spotřebitele při odlišných hygienických normách. Rozsáhlé propojení ekonomik může mít za následek i zhoršování výkyvů v domácí ekonomice.<sup>4</sup>

---

<sup>2</sup> Varadzin, F., Mezinárodní ekonomie (teorie světového hospodářství), str. 239

<sup>3</sup> Krpec, O., Hodulák, V., Politická ekonomie mezinárodních vztahů, str. 72

<sup>4</sup> Varadzin, F., Mezinárodní ekonomie (teorie světového hospodářství), str. 237-238

Nerovnovážné impulsy ovlivňující vnější ekonomickou rovnováhu (šoky) jsou z věcného hlediska členěny na důvody poptávkové, vyvolané například monetární nebo fiskální expanzí. Dále nabídkové způsobeny růstem cen výrobních vstupů apod. Mimo těchto se může jednat i o šoky portfoliové, případně strukturální. Portfoliové se vyznačují odlivem spekulativního kapitálu do zahraničí, při zvýšení rizika. Strukturální pak změnou spotřebitelských preferencí nebo rozvojem nových odvětví.<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> Mandel M., Tomšík V., Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice, str. 27- 28

### 3.2 Vnější ekonomická rovnováha

Vnější ekonomická rovnováha patří společně s vnitřní ekonomickou rovnováhou k důležitým a často hodnoceným ukazatelům hospodářského stavu země. Oba ukazatele spolu vzájemně souvisí a navzájem se ovlivňují.

V této podkapitole je definována vnější ekonomická rovnováha a také uvedeny základní informace, podle kterých je vnější ekonomická rovnováha hodnocena. K tomuto hodnocení je použita především platební bilance a její salda, výsledky běžného účtu a jeho poměr k hrubému domácímu produktu, také měnový kurz a zahraniční zadluženost.

Hlavními požadavky na ekonomickou rovnováhu je dlouhodobé udržování takového stavu finančních a reálných toků mezi domácí a zahraniční ekonomikou, který v budoucnu nebude vyžadovat změny v oblastech:

- měnového kursu
- důchodu
- cen
- peněžní zásoby
- úrokových sazeb<sup>6</sup>

Vnější ekonomickou rovnováhu v transformující ekonomice lze popsat teorií životního cyklu, kdy v různých obdobích je zajišťována stabilita odlišně. Transformující ekonomiky potřebují především vytvoření podmínek pro dovoz zahraničního kapitálu. Vývojová stádia jsou popsána v následujícím textu.

**Mladá transformující ekonomika** je charakteristická zvyšováním míry investic při stabilní míře úspor. Tyto ekonomiky se mohou potýkat s nedostatkem domácího kapitálu, ale i reálného kapitálu. Není zde očekávání vyrovnané výkonové bilance ani běžného účtu jako celku. Požadavek vyrovnanosti je založen na nedluhovém financování těchto deficitů.<sup>7</sup>

---

<sup>6</sup> Mandel M., Tomšík V., Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice, str.17

<sup>7</sup> Mandel M., Tomšík V., Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice, str.121-123

**Zralá transformující ekonomika** směřuje k vyrovnávání výkonové bilance prostřednictvím růstu exportu a také postupného poklesu dovozní náročnosti a mezního sklonu k importu. Narůstající jsou deficity bilance výnosů, které bývají vyrovnávány vysokými reinvestovanými zisky. I nadále je rovnováha hodnocena na základě nedluhového financování deficitů běžného účtu.

Další vývojovým stavem je **Posttransformační ekonomika**, která je charakteristická poklesem reinvestovaného zisku na hodnoty běžné pro vyspělé ekonomiky. Současně se vyrovnává saldo přímých investic a země přestává být čistým dovozcem kapitálu. Pro rovnováhu je třeba vyrovnanost běžného účtu, která je tažena exportním výkonem.

Posledními stádii jsou **Expandující vyspělá ekonomika a Dlouhodobě rovnovážná ekonomika**. Tyto země jsou čistými vývozci kapitálu. K předpokladům rovnováhy ekonomiky patří kladná výkonová bilance a vytváření dostatku devizových zdrojů z přebytků běžného účtu. Výsledkem rostoucích přímých investic je postupný přechod ke kladné bilanci výnosů. Roste bohatství ekonomik a s tím i domácí spotřeba a to až na úroveň vyrovnanosti.<sup>8</sup>

### 3.2.1 Platební bilance

Platební bilance je velmi významná veličina, jejíž hodnoty ovlivňují další podstatné makroekonomické veličiny, jako jsou hrubý domácí produkt (HDP), zaměstnanost, úroveň cen, úroková míra a také devizový kurs. Efekt ovlivnění je obousměrný. Je chápána jako záznam transakcí mezi domácí ekonomikou a zahraničím za určité časové období, typicky jeden rok, kde transakce mají peněžní vyjádření a vyžaduje se její vyrovnanost.<sup>9</sup>

Domácí ekonomiku reprezentují rezidenti, tj. ekonomické jednotky se sídlem v dané zemi nebo závody a pobočky produkující na území daného státu a registrované uvnitř systému. Zahraniční subjekty (nerezidenti) jsou ostatní subjekty mimo domácí ekonomiku včetně turistů, zahraničních zastupitelství atd. Jako transakce jsou zde chápány převody zboží služeb a majetkových nároků mezi domácími a zahraničními subjekty.<sup>10</sup>

---

<sup>8</sup> Mandel M., Tomšík V., Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice, str.124-126

<sup>9</sup> Brčák, J., Sekerka B., Makroekonomie, 2010, str.233

<sup>10</sup> Varadzin F., Mezinárodní ekonomie (teorie světového hospodářství), 2013, str.354-355

Platební bilance umožňuje předvídat jisté jevy. Jedná se například o krátkodobé předvídání kapacity trhu země, kdy země s deficitem platební bilance budou tihnout ke snížení tohoto stavu a snažit se omezit import. Dlouhodobé deficity vedou k tlakům na znehodnocení měny, přebytky naopak. Dlouhodobé deficity mohou naznačovat následné zavedení devizové kontroly platů spojených s převodem zisků, dividend, licenčních poplatků atd.<sup>11</sup>

Je nutné si uvědomit, že přestože platební bilance ukazuje možnosti změny ve formě například snížení importů, pokud jsou vysoce deficitní, nemusí to být prakticky možné díky různým mezinárodním závazkům (členství v zóně volného obchodu, WTO atd.)

### **Struktura platební bilance**

Pohled na platební bilanci je obvykle dvojí – horizontální (věcná struktura) a vertikální (operace z hlediska přílivu nebo odlivu peněz). Horizontální struktura je reprezentována pěti hlavními účty, které jsou dále členěny na podúčty. Vertikální struktura představuje účetní řazení položek na kreditní a debetní. Za kreditní operace jsou považovány ty, které přinášejí příjmy ze zahraničí. Jedná se o export zboží a služeb, import důchodů, transferů, kapitálu a snížení devizových rezerv. Kreditní operace jsou zaznamenávány se znaménkem plus. Debetní operace znamenají odliv prostředků do zahraničí, a jsou zapisovány s mínusem. Mezi debetní operace patří import zboží a služeb, export důchodů, transferů, kapitálu a zvýšení devizových rezerv.<sup>12</sup> Toto pojetí je k vidění v řadě starší literatury.

S vydáním nového manuálu platební bilance v roce 2009 nastávají v tomto pojetí jisté změny. V účtu přímých zahraničních investic jsou místo směru investic uváděny položky jako aktiva a pasiva. V podúčtech běžného účtu se změnil název z běžné výnosy na prvotní důchody a transferové platby na důchody druhotné. Rezervní aktiva, dříve vyčleňována a označována jako devizové rezervy, jsou nyní uváděna v položkách finančního účtu. Další metodické změny jsou k nalezení v uváděných zdrojích.<sup>1314</sup>

---

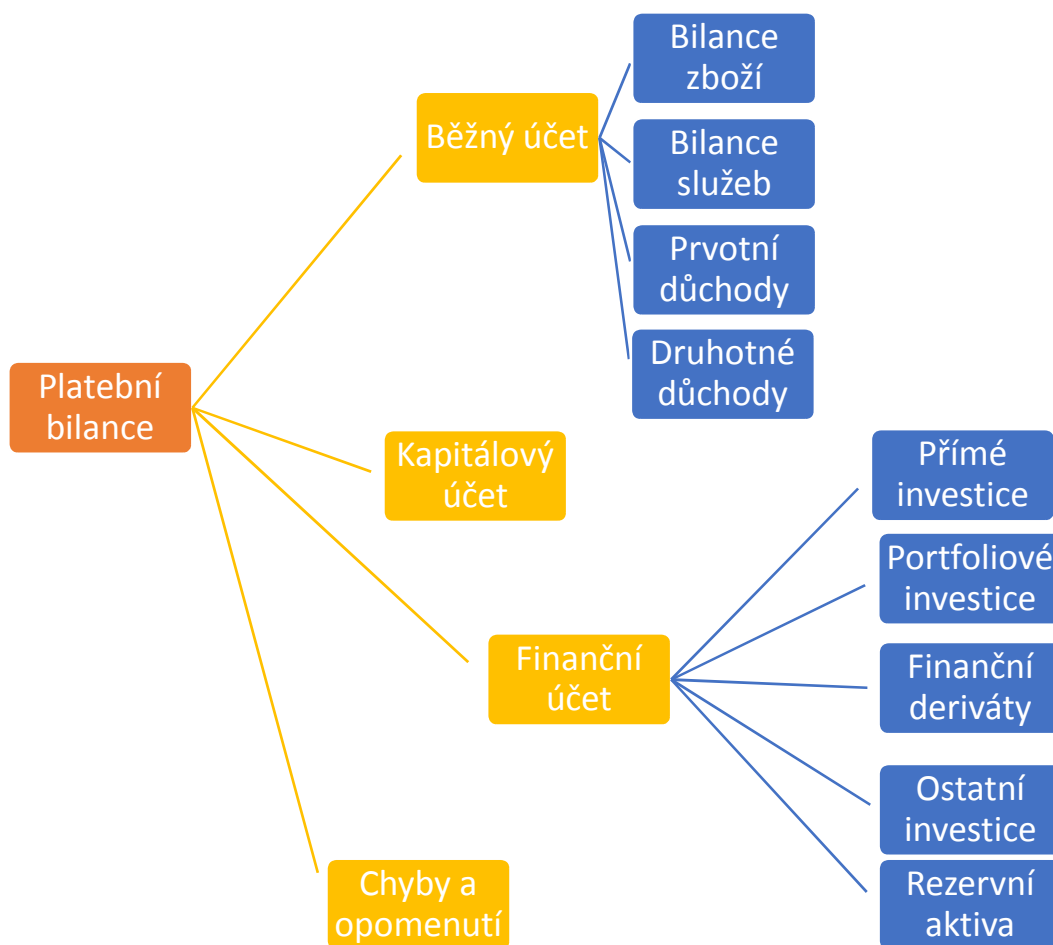
<sup>11</sup> Durčáková J., Mundel M., Mezinárodní finance, 2007, str. 15

<sup>12</sup> Brčák, J., Sekerka B., Makroekonomie, 2010, str. 233-234

<sup>13</sup> ČNB, Často kladené otázky týkající se zavedení BPM6 [online], dostupné z [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/casto\\_kladene\\_dotazy\\_ohledne\\_zavedeni\\_bpm6.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/casto_kladene_dotazy_ohledne_zavedeni_bpm6.pdf) [cit. 16.3.2016]

<sup>14</sup> ČNB, Olšovský R., Mezinárodní standard statistiky platební bilance Mezinárodního měnového fondu (BPM6), [online], dostupné z [http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/konference\\_projevy/vystoupeni\\_projevy/download/olsovsky\\_20140916\\_tk\\_cs\\_u.pdf](http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/olsovsky_20140916_tk_cs_u.pdf) [cit. 16.3.2016]

Schéma 1: Schéma horizontální struktury platební bilance:



Zdroj: Vlastní zpracování, dle členění IMF

**Běžný účet** v položkách zboží a služeb zaznamenává exporty a importy mezi obchodujícími zeměmi. Podúčet primární důchody (běžné výnosy), které se dělí na mzdy, a platy zaměstnanců a příjmy související s vlastnictvím kapitálu (např. dividendy a úroky). Primární důchody propojují koncept hrubého domácího a hrubého národního produktu. Druhotné důchody (běžné transfery) je položka, která zaznamenává cenu poskytnutého zboží, služeb a finančních aktiv, která jsou poskytována jednou institucí jiné instituci, a to bez protihodnoty. Patří sem daně z příjmu, z majetku atd. Také sociální příspěvky, ale i převody prostředků na mezinárodní kooperaci. Typicky významným příspěvkem jsou transakce spojené s Evropskou unií.<sup>15</sup>

<sup>15</sup> Přeloženo autorkou dle - IMF, Balance of payments and International investment position manual , [online]dostupné z <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf> ; [cit. 9.3.2016]

**Kapitálový účet** zaznamenává obdržené a vyplacené kapitálové platby (jiné než peněz a zásob) a také nabývání nebo úbytek nefinančních aktiv. Ke kapitálovým přesunům patří například nabývání majetku, ale i odpuštění dluhů věřitelem, u položky nefinančních aktiv jsou to licence, loga, značky, ochranné známky apod. Součet běžného a kapitálového účtu je také označován jako tzv. čisté půjčky (+)/čisté výpůjčky (-).

**Finanční účet** je založen na funkčních kategoriích rozdělených na aktiva a pasiva. Do finančního účtu náleží položky přímých zahraničních investic, portfoliový, ostatních investic, dále finanční deriváty jiné než zaměstnanecké akcie a rezervy. Položka přímých zahraničních investic je definována jako přeshraniční investice, které umožňují kontrolu nebo významný vliv na řízení firmy. Kontrola je definována jako podíl větší než 50% volebních práv při řízení a významný vliv jako držba 10%. Tento vliv může být i prostřednictvím propojení společností, kdy jedna ovládá druhou prostřednictvím podílu (nepřímo). Portfoliové investice jsou rovněž přeshraniční investice zahrnující dluhové a majetkové cenné papíry, které nejsou zahrnuty jinde. Portfoliové investice se liší od ostatních investic tím, že poskytují přímý přístup k finančnímu trhu a jsou tedy likvidnější. Ostatní investice jsou reziduální kategorií, kde jsou zahrnuty transakce, které nejsou uvedeny v jiných účtech. Rezervní aktiva představují aktiva, která jsou snadno dostupná a kontrolována měnovými autoritami a slouží pro intervence na devizovém trhu a dalších souvisejících cílů.<sup>16</sup>

**Saldo chyb, opomenutí** vyrovnává problémy způsobenými nepřesnými statistickými daty, které jsou způsobeny nedokonalou evidencí a metodikou nebo kurzovými rozdíly.<sup>17</sup>

---

<sup>16</sup> Přeloženo autorkou dle - IMF, Balance of payments and International investment position manual , [online]dostupné z <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf> ; [cit. 9.3.2016]

<sup>17</sup> Varadzin F., Mezinárodní ekonomie (teorie světového hospodářství), 2013, str.358

### 3.2.2 Salda platební bilance

Platební bilance ve struktuře horizontální a vertikální ukazuje platební položky a jejich zařazení z hlediska přílivu a odlivu finančních toků. Tento pohled nepřináší rychlou představu k hodnocení určitých aspektů vnější ekonomické rovnováhy, a proto se užívá ucelenější pohled na platební bilanci ve formě sald. V následujícím textu jsou rozebrána salda výkonové bilance, saldo běžného účtu a celkové saldo platební bilance.

Vyrovňovacími položkami u každého salda platební bilance jsou ostatní účty a podúčty, které nejsou v daném saldu zahrnuty.

#### **Saldo výkonové bilance (NX)**

Toto saldo je rovněž označováno jako čistý export a má přímý vliv na výši hrubého domácího produktu. Při nárůstu tohoto salda roste i HDP a naopak. Jedná se o sumu sald zboží a služeb. Tyto položky jsou z hlediska běžného účtu nejvýznamnější. Výkonovou bilanci významně ovlivňují zahraniční směnné relace. Index zahraničních směnných relací ( $I_{TT}$ ) je vztahem mezi pohybem dovozních a vývozních cen. Při poklesu  $I_{TT}$  musí daná země pokrýt stejný objem reálného dovozu stále větším objemem reálného vývozu, což v důsledku vede k poklesu domácího disponibilního důchodu, ke snížení spotřeby a poklesu životní úrovně (za podmínky *ceteris paribus*).<sup>18</sup>

Faktory ovlivňující velikost exportu a importu jsou například domácí důchody v případě importu a domácí a zahraniční cenová hladina a měnový kurz u exportu i importu, ale i další ekonomická opatření typu cel a kvót a také preferencí spotřebitelů. Efekty vyplývající ze změn měnového kurzu jsou uvedeny v kapitole týkající se měnového kurzu. Cla a kvóty, tedy protekcionistická opatření mají za následek snížení exportu a posílení importu. Z hlediska preferencí je to pak rozlišná úroveň inovací u některých statků. Další možností ovlivnění je například bojkot vybraného státu nebo zboží z politických, ekologických a jiných důvodů.<sup>19</sup>

---

<sup>18</sup> Mandel M., Tomšík V., Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice, str. 16- 17

<sup>19</sup> Brčák, J., Sekerka B., Makroekonomie, 2010, str. 238



## **Saldo běžného účtu**

Zahrnuje sumu sald všech položek běžného účtu. Výsledek běžného účtu je často hodnocený údaj a je udáváno, že poměr deficitu běžného účtu by neměl být vyšší než 5% HDP.

Saldo běžného účtu má návaznost na stav investiční pozice země (viz. následující odstavec). Investiční pozici tvoří aktiva a pasiva konkrétní země vůči zahraničním subjektům v určitou chvíli (tj. stavová). Rozdílem aktiv a pasiv je saldo investiční pozice. Na straně aktiv jsou hlavními položkami přímé investice, portfoliové investice, finanční deriváty (jiné než rezervy) a zaměstnanecké obce na akcie, ostatní investice a rezervní aktiva. Na straně pasiv jsou shodné položky mimo rezervních aktiv. Pro hlubší rozlišení jednotlivých položek je přiložena příloha 1.<sup>20</sup>

Přebytek běžného účtu může způsobit zvýšení zahraničních pohledávek, snížení zahraničních závazků nebo vést k akumulaci držby zahraničního majetku. Záporné saldo vede ke zvýšení zahraničních závazků nebo snížení zahraničních pohledávek.<sup>21</sup>

Za dlouhodobě udržitelný stav běžného účtu je považována i situace, kdy deficit běžného účtu je financován přílivem nedluhového kapitálu, především přímých zahraničních investic<sup>22</sup>.

## **Saldo celkové platební bilance**

Pohled na toto saldo je mezi ekonomy rozdílný, někteří se přiklání k názoru, že v případě nulového saldo je platební bilance vyrovnaná (Mundell). Vyrovnanost platební bilance nemusí automaticky znamenat, že je v dlouhodobém a střednědobém horizontu nastolena vnější rovnováha. Často je upozorňováno na příliv krátkodobého kapitálu, který se užívá k profinancování deficitu salda běžného účtu. Je považován za nestabilní zdroj financování, který může v budoucnu činit problémy s devizovou likviditou.<sup>23</sup>

Toto saldo je vyrovnáváno pouze pomocí účtu devizových rezerv. Deficit nebo schodek celkového salda bude vést k znehodnocení (deficit) nebo zhodnocení (přebytek) měnového kursu.

---

<sup>20</sup> ČNB, Investiční pozice země[online], dostupné z [https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni\\_bilance\\_stat/investicni\\_pozice/ip\\_czk.htm](https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/investicni_pozice/ip_czk.htm) [cit. 21.2.2016]

<sup>21</sup> Neumann P., Žamberský P., Jiránková M., Mezinárodní ekonomie, 2010, str.99-100

<sup>22</sup> Durčáková J., Mandel M., Mezinárodní finance, 2007, str. 24

<sup>23</sup> Mandel M., Tomšík V., Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice, 2008, str.27

### 3.2.3 Vyrovnávací mechanismy platební bilance

Jednotlivé účty platební bilance mohou vykazovat deficity nebo přebytky, ačkoli platební bilance jako celek je účetně vyrovnaná. Hlavní sledovaným účtem je běžný účet, kde je nejčastěji pozorováno automatické vyrovnávání pomocí cenového, důchodového a kurzového mechanismu.

#### **Cenový vyrovnávací mechanismus**

Tento model vychází z předpokladů pevných směnných kurzů a rozdílu mezi cenovými hladinami v mezi sebou obchodujících zemích.

Vyšší cenová hladina než v zahraničí snižuje poptávku po domácím zboží a zvyšuje poptávku po importu. Vyšší cenová hladina je spojena s větším množstvím peněz v domácí ekonomice, je to stav, kdy je běžný účet v přebytku. Zvyšováním importu přebytek klesá. Mechanismus funguje i opačně. Schodek běžného účtu je provázen poklesem oběživa v zemi a tedy nižší cenovou hladinou, která vede k růstu vývozu a následnému vyrovnání deficitu. Plná rovnováha mezi ekonomikami je nastolena, pokud jsou transakční náklady zahraničního obchodu zanedbatelné.<sup>24</sup>

#### **Důchodový vyrovnávací mechanismus**

Důchodový vyrovnávací mechanismus funguje při nepružnosti cen a mezd, měnového kurzu a ekonomiky operující pod svým potenciálním produktem (keynesiánské pojetí).

Export je v tomto pojetí považován za autonomní (nezávislý na důchodu). Import má autonomní i indukovanou složku. Mezní sklon k importu ( $m$ ), je definován jako změna importu v případě, zvýšení důchodu o jednotku.

Záporný běžný účet vede ke snižování důchodu v zemi, které je následováno poklesem importu a tím dochází k (částečnému) vyrovnání platební bilance.<sup>25</sup>

---

<sup>24</sup> Varadzin F., Mezinárodní ekonomie (teorie světového hospodářství), 2013, str. 359-362

<sup>25</sup> Neumann P., Žamborský P., Jiránková M., Mezinárodní ekonomie, 2010, str.112

## **Kurzový (měnový) vyrovnávací mechanismus**

Vyrovnávání platební bilance se se v tomto případě děje prostřednictvím změny měnového kurzu, tj. v systému plovoucích měnových kurzů. Pro zjednodušení modelu je často předpokládána podmínka neměnné domácí i zahraniční cenové hladiny.

Pasivní saldo běžného účtu zvyšuje nabídku domácí měny (domácí subjekty poptávají cizí měnu pro uspokojení závazků a nabízí domácí měnu). Tento stav následně vyvolá depreciaci (znehodnocení) domácí měny. Znehodnocení měny relativně zlevní export a zároveň relativně zdraží import, tedy zlepšuje vývoz a snižuje dovoz (podrobněji viz. měnový kurz).

Změny v hodnotách exportu a importu se nemusí a většinou neprojeví ihned po změně měnového kurzu. Časové zpoždění zobrazuje J- křivka, která předpokládá, že krátkodobě dojde k dalšímu poklesu běžného účtu PB, které je způsobeno faktem, že jisté produkty jsou již vyrobeny a obchodníci za ně v přepočtu dostanou méně peněz. V delším časovém úseku se projeví efekt zvýšení poptávky po domácím zbožím v zahraničí a tím dochází k růstu běžného účtu.

Aby znehodnocení domácí měny vedlo k postupnému odstranění schodku běžného účtu je nutné splnění tzv. Marshall- Lernerovy podmínky, která říká, že součet pružnosti poptávky po vývozu vzhledem k měnovému kurzu a součet pružnosti poptávky po dovozu vzhledem k měnovému kurzu musí být větší než 1. Při součtu elasticit nižších než 1, znehodnocení povede ke snížení čistého dovozu a při hodnotě rovné 1 se čistý vývoz nemění.<sup>26</sup>

## **Monetární vyrovnávací proces**

Vychází z poptávky a nabídky na peněžním trhu, kdy se nerovnováha na tomto trhu projeví rovněž v nevyrovnanosti platební bilance.

Vyrovnávací mechanismus se liší dle systému měnového kurzu. U fixního kurzu v dlouhém období, kdy produkt je na potenciále a domácí ekonomika není schopna ovlivnit světovou cenu ani úrokovou sazbu, ale je naopak jejich příjemcem.<sup>27</sup>

Za těchto předpokladů převis nabídky peněz nad její poptávkou vede ke schodku platební bilance a následně ke snížení devizových rezerv. Tento jev je způsoben tím, že volné prostředky jdou na zahraniční trhy a tím vyvolávají deficit na běžném a finančním účtu.

---

<sup>26</sup> Neumann P., Žamberský P., Jiránková M., Mezinárodní ekonomie, 2010, str.107-112

<sup>27</sup> Neumann P., Žamberský P., Jiránková M., Mezinárodní ekonomie, 2010, str.116-117

Schodek platební bilance vede k znehodnocení domácí měny. Centrální banka prodává devizy ze svých rezerv a snižuje domácí peněžní zásobu, tím vyrovná nabídku a poptávku a dochází k rovnováze.

V opačné situaci (za stejných podmínek), tedy převisu poptávky nad nabídkou peněz si ekonomické subjekty doplňují peníze ze zahraničí, tj. zvyšuje se vývoz, jejímž následkem je přebytek běžného účtu a zhodnocení domácí měny. Centrální bankou jsou prodávány devize a nastolena rovnováha. U fixního kurzu se změny nepromítnou do domácí cenové hladiny.

V systému flexibilních kurzů na převis nabídky nad poptávkou po penězích reaguje platební bilance snížením (schodkem), protože růst množství peněz zapříčiní růst domácí cenové hladiny (na rozdíl od předchozího případu) a v důsledku vyšší poptávky po nich analogicky v opačném případě.<sup>28</sup>

### 3.3 Měnový kurz

Měnový kurz je důležitou součástí mezinárodního obchodu ve chvíli, kdy mezi sebou obchodující země nemají shodnou měnu. Výše měnových kurzů výrazně ovlivňuje ceny zboží, surovin, služeb atd. a tím i export a import po nich. Význam měnového kurzu narůstá s otevřeností ekonomiky, a to jak v případě, že země je silně proexportní a tyto aktivity tvoří výraznou část jejich příjmů, tak i v situaci, kdy je závislá na importu klíčových surovin.

Obecně je měnový kurz definován jako cena jedné měny v jednotkách jiné měny. Specificky je rozlišován zápisy na tzv. přímou kotaci, která ukazuje cenu jedné jednotky cizí měny v jednotkách domácí měny (např. 27 Kč za 1 EUR) nebo nepřímá kotace vyjadřující cenu jedné domácí jednotky v jednotkách měny zahraniční (např. 0,037037 EUR za 1 Kč). Častěji je možné vidět zápis přímý.<sup>29</sup>

Změna měnového kurzu ve smyslu oslabení domácí měny vzhledem k zahraniční měně je označována jako devalvace. Pokud k takovéto změně dochází v rámci flexibilního kurzu, pak se mluví o depreciaci. Opačný jev je revalvace (fixní kurz), respektive apreciacie (flexibilní kurz), kdy dochází ke zhodnocení domácí měny vůči zahraniční.

---

<sup>28</sup> Neumann P., Žamberský P., Jiránková M., Mezinárodní ekonomie, 2010, str.116-117

<sup>29</sup> Soukup, A., Mezinárodní ekonomie, 2012, str. 155-156

### 3.3.1 Režimy měnových kurzů

Zařazení do systému měnových kurzů závisí na míře ovlivňování kurzu centrální bankou státu. Klasické rozdělení určuje režimy čistého plovoucího kurzu, řízeného a fixního kurzu. V širším členění pak další mezistupně.

V režimu **čistého plovoucího kurzu** (free floating) centrální banka avizuje, že nebude zasahovat do měnového kurzu, ten se tak tvoří pouze na devizovém trhu v rámci nabídky a poptávky. V tomto systému centrální banka prakticky nepotřebuje držet devizové rezervy. Nevýhodou systému je komplikovanější plánování pro firmy kvůli kurzovému riziku.

Další kurzovým režimem je **řízený plovoucí kurz** (managed floating), kdy se banka nevzdává možností zasahovat do výše měnového kurzu, a dle její úvahy může intervenovat na devizovém trhu, pro podporu definovaných zájmů. Typicky se jedná o intervence ve směru oslabení domácí měny. Devizové rezervy jsou použity, pro nákup zahraniční měny za domácí, a tím znehodnocuje domácí měnu.<sup>30</sup>

**Crawling peg** je směnný kurz, kdy domácí měna je fixována na vybranou zahraniční měnu. Měna je periodicky přizpůsobována v malých množstvích k fixní míře v závislosti na tržních faktorech. Při znehodnocení měny má za následek menší traumatický efekt v národní ekonomice. Z tohoto důvodu je obvykle užívána u slabých měn.<sup>31</sup>

**Pevný kurz** (fix rate) je stav, kdy domácí měna je vázána na měnu jinou nebo na koš měn. centrální banka určí hodnotu kurzu k referenční měně a zaváže se tuto hodnotu dlouhodobě udržovat pomocí devizových intervencí. Stanoví se flukтуаční pásmo, z kterého by se neměl kurz vychýlit. Flukтуаční pásmo se může pro různé měny lišit. Pevný kurz je držen Centrální bankou, která je povinna zasahovat při vychýlení z flukтуаčního pásma. Povinnost zasáhnout je spojena s potřebou dostatečné zásoby devizových rezerv.

**Currency board** je směnný režim založený na úplné směnitelnosti domácí měny na měnu rezervní ve fixním kurzu a 100% pokrytí peněžní zásoby podložené devizovými rezervami. Tento směnný režim je založen na explicitním legislativním závazku směňovat domácí měny za specifickou cizí měnu ve fixním kurzu.<sup>32</sup>

---

<sup>30</sup> Neumann P., Žamborský P., Jiránková M., Mezinárodní ekonomie, 2010, str. 65

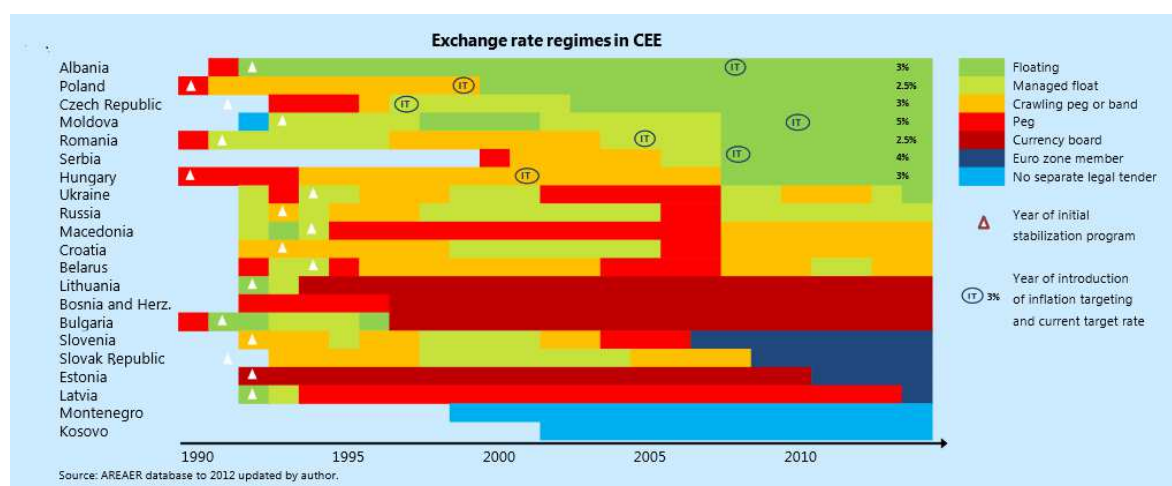
<sup>31</sup> Překlad autorky dle – Policonomics, Crawling Peg,[online], dostupné z <http://www.policonomics.com/crawling-peg/>, [cit. 7.3.2016]

<sup>32</sup> Překlad autorky dle – Policonomics, Currency Board,[online], dostupné z <http://www.policonomics.com/currency-board/> [cit. 7.3.2016]

Výše zmíněné intervence mají zabraňovat větším výkyvům kurzu, případně plnit jiný cíl stanovený centrální bankou. Například pokud je tlak na depreciaci koruny a centrální banka se obává dopadů na ekonomiku, pak za devizové rezervy nakupuje koruny, typicky za dolary nebo eura. Tím zvyšuje poptávku po koruně a brání jejímu znehodnocení. Pokud je tlak na znehodnocení silný a dlouhodobý, pak zásahy stejně nejsou schopny tento stav odvrátit. Intervence a deklarace centrální banky mohou mít význam pro investory, kteří se na jejich základě mohou rozhodnout alokovat kapitál.<sup>33</sup>

Měnové režimy ve vybraných zemích střední a východní Evropy, jsou k vidění na obrázku 1.

Obrázek 1: Měnové režimy ve střední a východní Evropě



Zdroj: IMF, 25 Years of Transition Post-Communist Europe and the IMF, str. 17

### 3.3.2 Teorie devizových kurzů

Cílem teorií devizových kurzů je zdůvodnit změny měnových kurzů za určitých podmínek.

Mezi nejznámější teorie patří **parita kupní síly** a je ji možné často vidět pod anglickou zkratkou PPP – Purchasing Power Parity. Tato teorie má dvě verze a to absolutní a relativní.

**Absolutní verze** se opírá o tzv. zákon jedné ceny, který říká, že shodné zboží by mělo být v různých státech stejnou cenu. Např. že za 1000 Kč je možné koupit stejný soubor zboží (po přepočtu měnovým kurzem na jinou měnu) jako v ČR. Tato ekvivalence by měla být zachována pro jakékoli porovnání zemí.<sup>34</sup>

<sup>33</sup> Holman R., *Ekonomie*, 1999, str. 575-576

<sup>34</sup> Durčáková J., Mandel M., *Mezinárodní finance*, Praha, 2007, str. 77-78

Absolutní verze odvozuje měnový kurz od poměru cenových hladin. V praxi je pro výpočty použit spotřební koš, který reprezentuje strukturu spotřeby v zemi. V důsledku toho ale může docházet k odlišnostem v propočtech (k dalším odlišnostem může docházet v důsledku rozdílných cen).

V souvislosti s touto teorií se lze setkat s ukazatelem ERDI (Exchange Rate Deviation Index), který vyjadřuje míru vlivu ostatních faktorů na kurz. ERDI je poměr mezi tržní kurzem a paritou kupní síly ( $ERDI = SR / SR (PPP)$ )

Teorie PPP tvrdí, že změna devizových kurzů zachovává paritu kupních sil porovnávaných měn. Úskalí a podmínky této teorie jsou předpoklady, kterou se často neslučují s realitou, patří sem především nulové transakční náklady, mezinárodní volný pohyb zboží a velmi široká konkurence. Žádná omezení ve formě subvencí, cel atd.<sup>35</sup>

**Relativní verze PPP** vysvětluje změny měnového kurzu rozdílností inflací v různých zemích. Představuje více dynamický pohled, kdy vyjadřuje prostřednictvím cenových indexů procentní změny cen ve sledovaném období. Pro aproximaci vlivu inflace na kurz stačí využít inflačního diferenciálu (ID), který je definován jako rozdíl mezi inflací domácí a cizí země, tento rozdíl (+1) stačí vynásobit rovnovážným kurzem z minulého období.

S relativní verzí PPP souvisí pojmy jako jsou reálný měnový kurz, index reálného měnového kurzu a index efektivního měnového kurzu. Reálný měnový kurz je korigovaná hodnota nominálního kurzu hodnotou indexu vlivu inflace na kurz, obvykle je uváděn v cenách průmyslových výrobků (PPI) a spotřebitelských cen (CPI) a slouží k posuzování konkurenceschopnosti mezi zeměmi. Obdobně je definován index reálného kurzu, který je možné vidět častěji, při používání tohoto indexu je nutné vědět, zda byl spočítán na základě přímé nebo nepřímé kotace. U nepřímé kotace růst indexu ukazuje na reálné zhodnocení kurzu. Zhodnocení v důsledku znamená zvýšení kupní síly domácí měny, ale také snížení konkurenceschopnosti. Dalším indexem, který je možné považovat za komplexnější, protože zachycuje postavení země proti více obchodním partnerům na rozdíl od výše uvedeného, je index reálného efektivního kurzu.<sup>36</sup>

---

<sup>35</sup> Durčáková J., Mandel M., Mezinárodní finance, Praha, 2007, str. 78-79

<sup>36</sup> Durčáková J., Mandel M., Mezinárodní finance, Praha, 2007, str. 81-87

## **Teorie parity úrokové míry**

Pro tuto teorii je základním předpokladem volný pohyb kapitálu mezi zeměmi. Investoři se snaží o získání stejných výnosů ze svých aktiv v jakékoli měně. Parita úrokové míry je popisována ve dvou formách a to jako tzv. krytá a nekrytá parita. Obě budou podrobněji popsány níže.

### **Nekrytá parita úrokové míry**

Při hodnocení nekryté úrokové parity<sup>37</sup> se investoři soustředí na dva důležité faktory, ke kterým patří rozdílnost úrokových měr domácích a zahraničních (úrokovým diferenciálem) a rozdílem mezi očekávaným spotovým kurzem<sup>38</sup> v době splatnosti a současným spotovým kurzem.

Nekrytá parita úrokové míry tvrdí, že změna kurzu by měla být přibližně shodná s úrokovým diferenciálem. Je to také podmínka rovnováhy na devizovém trhu.

Tato teorie očekává při růstu zahraniční úrokové míry depreciaci domácí měny a naopak při růstu domácí úrokové míry apreciaci. Důvodem těchto změn je pohyb kapitálu. Předpokládá se, že reakce devizových kurzů je rychlejší než změna úrokových sazeb.

Základní verze teorie vychází z podmínek, které nejsou v praxi naplňovány. Jedná se o předpoklad dokonalé substituce zahraničních aktiv (tzn. nepočítá se zde s rozdílným rizikem) a také je zde kalkulováno se znalostí úrokových měr dopředu (platí jen v určitých případech). Tyto nedostatky se snaží dále odstraňovat další teorie jako například portfoliový přístup k investicím (první případ) a teorie efektivních trhů (druhý případ).

S touto problematikou souvisí také tzv. Fisherův efekt, který říká, že nominální úroková míra má dvě složky a to reálnou úrokovou míru a očekávanou inflaci. Při relativní stabilitě reálných úrokových měr jsou pohyby úrokových sazeb spojeny s očekávanou inflací. V dlouhém období má být reálná úroková míra shodná a stabilní ve všech zemích. Rozdílnost úrokových měr vyjadřuje odlišná inflační očekávání v různých zemích. Úrokový diferenciál determinuje očekávané změny spotového kurzu.<sup>39</sup>

---

<sup>37</sup> Nekrytá je označována z důvodu práce s očekávaným kurzem (spekulace) – nekryje kurzové riziko

<sup>38</sup> Cena za kterou se obchodují devizy v rámci promptních obchodů (max. 2 dny)

<sup>39</sup> Durčáková J., Mandel M., Mezinárodní finance, 2007, str. 90-95



Kombinací relativní verze parity kupní síly a fisherova efektu pro dvě země, lze pozorovat tzv. mezinárodní fisherův efekt a opět u země s vyšší úrokovou mírou je očekávaná apreciacie ve srovnání s měnami s nižší úrokovou mírou.

### **Krytá parita úrokové míry**

Nekrytá parita úrokové míry pracuje s očekáváním ve formě změn spotového kurzu. Ve verzi označované jako krytá je pro rozhodování o investiční příležitosti hodnocen rozdíl úrokových měr doma a v zahraničí a rozdíl mezi forwardovým devizovým kurzem a současným spotovým kurzem. Při uzavření termínovaného kontraktu má předem jasně stanovenou realizační cenu (snaha o eliminaci rizika).

Z rovnice kryté úrokové parity vyplývá, že úrokový diferenciál odpovídá relativnímu rozdílu mezi forwardovým a spotovým kurzem (termínovanou prémie). Při zahrnutí termínované prémie jako dalšího aspektu hodnocení rovnováhy na devizovém trhu pak úrokový diferenciál odpovídá termínované prémii, rozdílu v očekávaných inflacích a očekávané relativní změně spotového kurzu.<sup>40</sup>

K úrokovému diferenciálu je třeba doplnit, že přímo ovlivňuje finanční účet, kdy při vyšší hodnotě domácí úrokové míry nad zahraničí dochází k přílivu zahraničního kapitálu. A tak narůstá přebytek tohoto účtu, případně se snižuje jeho schodek.<sup>41</sup>

---

<sup>40</sup>Durčáková J., Mandel M., Mezinárodní finance, 2007, str. 89-96

<sup>41</sup>Holman R., Ekonomie, 1999, str.593

### 3.4 Zahraniční dluh

Zahraniční dluh je velmi často zmiňovaná veličina, která ukazuje stav závazků státu ke státům ostatním. Často diskutovaným problémem je předluženost států a její dopady na věřitele i zemi samotnou. V následující části budou identifikovány subjekty, které se podílejí na zahraničním dluhu, dále jeho vliv na platební bilance a také hodnocení zahraničního zadlužení na základě poměrových indikátorů.

Externí dluh nebo také hrubý zahraniční dluh je definován jako nezaplacený zůstatek závazků (platba jistiny, úroku), které je třeba v budoucnu uhradit (nezapočítá se tedy tzv. nedluhový kapitál, tj. přímé a portfoliové investice). Tyto vztahy nastávají mezi rezidenty a nerezidenty dané země.

Zahraniční zadluženost je možné rozdělit na krátkodobou a dlouhodobou, dále podle dlužníka a použitých instrumentů.<sup>42</sup>

Subjektem (dlužníkem) může být:

- Centrální banka
- Instituce přijímající vklady mimo centrální banku
- Vládní instituce
- Ostatní sektory

Rozdělení dle instrumentů:

- Oběživo a vklady
- Dluhové cenné papíry
- Půjčky
- Obchodní úvěry
- Ostatní dluhové závazky

---

<sup>42</sup> ČNB, Zahraniční zadluženost, [online][https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni\\_bilance\\_stat/zahranicni\\_zadluzenost/zz\\_czk.htm](https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/zahranicni_zadluzenost/zz_czk.htm), [cit. 1.2.2016]

Právě časové rozlišení dluhové kapitálu je velmi významné, protože vyšší podíl krátkodobého zadlužení má vliv na likviditu a tudíž je vnímáno více negativně, než pokud je tomu opačně. K výši, ale také poměru přihlížejí ratingové agentury při hodnocení zemí a samozřejmě také případní investoři. Kritická hranice dluhu představuje 40% hrubého domácího produktu.<sup>43</sup> Ačkoli je to z rozdělení subjektů patrné, je nutné zdůraznit, že vládní dluh je pouze částí zahraničního dluhu. Z hlediska Maastrichtských kritérií je významný právě vládní dluh a jeho podíl na HDP, tento údaj by neměl být vyšší než 60%.

### **Krytí závazků**

Běžně je hodnocena solventnost a likvidita firem, vzhledem k zahraničí je možné rovněž hodnotit poměrové ukazatele, které ukazují případnou platební schopnost a možnosti krytí pohledávek.

K těmto ukazatelům patří schopnost splácet dluhy prostřednictvím exportu zboží a služeb. Dále jsou hodnoceny devizové rezervy, které by měly být ve velikosti alespoň ve velikosti tří měsíčního importu. Ve vztahu devizových rezerv a krátkodobé zadluženosti je za vhodnou hodnotu považována 1, tj. plné krytí krátkodobého dluhu.<sup>44</sup>

---

<sup>43</sup>Spěváček a kol. Makroekonomická analýza, 2012, str. 474-479

<sup>44</sup>Spěváček a kol. Makroekonomická analýza, 2012, str. 474-479

## 4 Analytická část

Visegrádská skupina je uskupení zemí čtyř států střední a východní Evropy, do kterého patří Česká republika, Slovensko, Polsko a Maďarsko. Jedná se o země, které mají společnou historii v podobě relativní ekonomické uzavřenosti, resp. otevřenosti k jen některým státům (východní blok) a také jsou geografickými sousedy.

K dalším společným charakteristikám patří členství k významným integračním celkům, ať už ekonomickým nebo vojenským. K EU přistoupily 1. září 2004 a do této doby byly členy integračního celku CEFTA. Všechny také patří do OECD a NATO.

Visegrádská skupina má vlastní fond, který podporuje projekty v oblastech kultury, vědy a vývoje a přeshraniční spolupráce a podporu turistického ruchu a spolupráci v rámci škol. Rozpočet toho fondu je od roku 2014 8 milionů eur. Příspěvky jsou rovnoměrně získávány od vlád všech členů.<sup>45</sup>

Hodnocení zemí je uskutečněno prostřednictvím vymezení vybraných základních makroekonomických ukazatele jako HDP v běžných cenách, HDP/obyvatele v PPS, hodnotou inflace a mírou nezaměstnanosti. Vzhledem k zaměření práce na vnější rovnováhu jsou uvedeny ukazatele otevřenosti ekonomik prostřednictvím poměrových ukazatelů exportu a importu k HDP. Hlavní analýza se týká vývoje platebních bilancí zemí v celkovém pohledu. Následuje rozbor běžného a finančního účtu. K hodnocení je dále použit vývoj měnového kurzu u ČR, Polska a Maďarska vůči euru. U Slovenska, které je již součástí měnové unie, je uveden kurz amerického dolaru vůči euru. A rozšířena je rovněž o problematiku zahraniční zadluženosti.

Prezentovaná data jsou údaje mezi lety 2005- 2014. Data jednotlivých let jsou uváděna jako koncové stavy daného roku. Vzhledem k tomu, že hodnoty jsou uvedeny v eurech, může pokles nebo růst být do jisté míry zkreslen vývojem měnového kurzu. Hodnoty všech zemí jsou uváděny v eurech. Vybraná data jako například základní makroekonomické ukazatele a ukazatele otevřenosti jsou převzata z Eurostatu.

Dalším významným zdrojem jsou data centrálních bank o platebních bilancích příslušných států. Údaje o hrubém a vládním dluhu jsou převzaty z Evropské centrální banky.

---

<sup>45</sup> Visegradfund.org.[Online,] dostupné z <http://visegradfund.org/about/>, [cit. 21.2.2016]

Poměrové ukazatele jako BÚ/HDP, Externí dluh/ HDP jsou dopočítána autorkou z uváděných dat výše uvedených institucí. Drobné výpočty jsou ve formě dopočítání výkonové bilance, kde jsou salda ve formě export a import zboží a služeb zvlášť. Výjimkou z toho schématu jsou tabulky ukazující otevřenost ekonomiky, kdy data jsou již přímo vyjádřena v % z HDP a jako celek převzata z Eurostatu.

## 1.1 Česká republika

Česká republika je vnitrozemský stát s otevřenou ekonomikou a rozlohou okolo 78 tisíc km<sup>2</sup> a počtem obyvatel přes 10 milionů. Z hlediska mezinárodního jsou největším exportním i importním artiklem stroje a dopravní prostředky. Hlavními exportními i importními partnery jsou Německo, Slovensko a Polsko.<sup>46</sup>

### 4.1.1 Vybrané vnitřní ukazatele a míra otevřenosti ekonomiky

Náhled na stav české ekonomiky prostřednictvím vybraných makroekonomických ukazatelů je možné hodnotit na základě údajů v tabulce 1.

Tabulka 1: CZ Vybrané vnitřní ukazatele ekonomiky

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
HDP v běžných cenách (mld.eur)	109	124	138	161	148	156	164	161	157	155
HDP / obyvatele v PPS (%)	80	81	84	81	83	81	83	82	83	85
Inflace (%)	1,6	2,1	3,0	6,3	0,6	1,2	2,1	3,5	1,4	0,4
Míra nezaměstnanosti (%)	7,9	7,1	5,3	4,4	6,7	7,3	6,7	7,0	7,0	6,1

Zdroj: Eurostat, úprava vlastní

HDP v běžných cenách ukazuje výkonost ekonomik. V sledované časové řadě jsou nejvyšší hodnoty v letech 2011 (po krizové období) a 2008 (období před krizí). HDP na obyvatele v PPS se užívá pro srovnání v kupních sílách ekonomik zemí Evropské unie. Tato hodnota se pro Českou republiku pohybuje mírně přes 80%. Maximální hodnota je 85% na konci časové řady, tj. v roce 2014.

Maximální hodnota inflace je pozorována v roce 2008, kdy hodnota dosahuje 6,3%. Takto vysoká hodnota se v časové řadě znovu nevyskytuje, ani se k ní neblíží (druhá nejvyšší je 3,5% v roce 2012). Naopak nejnižší je v roce 2014, kdy je 0,4%. Hodnoty inflace nepředstavují pro ekonomiku zásadní problém až na poslední rok, kdy byl inflační cíl vyšší.

Míra nezaměstnanosti je nejvyšší ve výchozí roce a to 7,9%. Nejnižší v roce 2008 4,4%, což koresponduje s vysokou hodnotou HDP daného roku. V letech 2009-2013 se pohybuje kolem 7%, následovaný poklesem o 0,9 p.b. v roce 2014. Tento ukazatel má poměrně stabilní a nízké hodnoty.

<sup>46</sup>Europa.eu,Czech Republic [online], dostupné z [http://europa.eu/about-eu/countries/member-countries/czechrepublic/index\\_en.htm](http://europa.eu/about-eu/countries/member-countries/czechrepublic/index_en.htm) [Cit. 20.2.2016]

Česká ekonomika je označovaná jako malá a otevřená. Míra otevřenosti, a tedy i vliv zahraničního obchodu na domácí ekonomiku, je na základě poměrových ukazatelů exportu a importu možné vidět v následující tabulce. V příloze 1 jsou uvedeny rovněž ukazatele platné pro EU jako celek a země Eurozóny.

Tabulka 2: CZ Otevřenost ekonomiky

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Export zboží a služeb v % z HDP	62,3	65,3	66,6	63,4	58,8	66,2	71,6	76,6	77,3	83,8
Import zboží a služeb v % z HDP	60	62,5	64,1	61,2	54,9	63,1	67,7	71,7	71,5	77,1
Obrat	122,3	127,8	130,7	124,6	113,7	129,3	139,3	148,3	148,8	160,9

Zdroj: Eurostat, vlastní výpočet, úprava vlastní

Česká republika je stále více otevřená, mezi lety 2005-2014 se zvýšil export v % z HDP o téměř 12 p.b. a importní ukazatel o 17 p.b. Tyto přírůstky jsou nejvyšší v posledních pěti letech. Rozdíl mezi těmito ukazateli je v letech 2005-2008 mírný pod 3 p.b. , s mírným růstem v letech 2009-2011 mezi 3-4 p.b. Poté je export na základě tohoto ukazatele větší než import o přibližně 5 p.b. Propad zahraničního obchodu byl zaznamenán jak u importu tak exportu v období krize (2009). Nejvyšší hodnoty otevřenosti jsou v poslední sledovaném roce. Při porovnání hodnot roku 2014 vykazuje Česká republika téměř dvojnásobnou otevřenost oproti hodnotám evropské 28.

#### 4.1.2 Ukazatele vnější rovnováhy

Tato část shromažďuje data a komentáře k vybraným ukazatelům, kterými jsou platební bilance a rozborů běžného a finančního účtu, které jsou z hlediska platební bilance nejvýznamnější. Dále se zabývá vývojem měnového kurzu koruny vůči euru a externího dluhu.

Celkový pohled na **platební bilance** ve formě jednotlivých účtů a sumarizačních položek je uveden následující tabulce.

Tabulka 3: CZ Platební bilance

(mil. eur)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Běžný účet	-1046	-2674	-5960	-3009	-3495	-5726	-3448	-2519	-833	276
Kapitálový účet	186	356	801	1050	1934	1500	495	2112	3150	1175
Finanční účet <sup>47</sup>	-5382	-3572	-4583	-3310	-5121	-6630	-2339	-2747	-4211	-359
Chyby a opomenutí	-1425	-1181	1180	272	-1310	-705	-109	914	350	846
<b>BŮ+KŮ</b>	<b>-859</b>	<b>-2318</b>	<b>-5159</b>	<b>-1959</b>	<b>-1561</b>	<b>-4226</b>	<b>-2953</b>	<b>-407</b>	<b>2318</b>	<b>1450</b>
<b>BŮ+FŮ<sup>48</sup></b>	<b>4336</b>	<b>898</b>	<b>-1377</b>	<b>301</b>	<b>1626</b>	<b>904</b>	<b>-1109</b>	<b>228</b>	<b>3378</b>	<b>635</b>
Rezervní aktiva <sup>49</sup>	3098	73	603	1622	2250	1699	-722	3254	6878	2654

Zdroj: ČNB, vlastní výpočty, úprava vlastní

Běžný účet je přebytkový až v posledním sledovaném roce. Do té doby vykazuje deficity. Klesající tendence je patrná od roku 2010, který byl taky rokem s druhým nejvyšším deficitem toho účtu v hodnoceném období. Zcela nejvyšší je pak hodnota roku 2007, která se blíží téměř k 6 miliardám eur.

Kapitálový účet vykazuje přebytky v celém hodnoceném období, nicméně jeho důležitost je nižší ve srovnání s běžným a finančním účtem. Neobvyklý je rok 2013, kdy byl v přebytku přes 3 miliardy eur.

Prostřednictvím finančního účtu dochází k přílivu kapitálu v celém hodnoceném období. Nejvyšší hodnoty jsou v letech 2005, 2009 a 2010. Podrobněji v rozboru tohoto účtu v dalším textu.

<sup>47</sup> Finanční účet bez rezervních aktiv

<sup>48</sup> Takto uvedený ukazatel, počítá s obrácenými znaménky a to příliv prostředků z finančního účtu s kladným znaménkem, jinými slovy ukazuje, zda je finanční účet schopen pokrýt případné deficity účtu běžného a naopak

<sup>49</sup> Dle nové metodiky spadají rezervní aktiva do finančního účtu – jedná se ovšem de facto v minulosti uváděnou veličinu změna devizových rezerv



Z hlediska přílivu a odlivu kapitálu v sumarizační položce (běžný + finanční účet) je zřejmé, že deficity běžného jsou pokryty finančním účtem. Mimo roky 2006 a 2011, nicméně jsou pokryty přebytky předchozích let. Stejný případ je pak v případě pokrytí přímými zahraničními investicemi viz příloha 8. Nejmenší výchylky od rovnováhy jsou v letech 2008 a 2012, kdy jsou okolo 300 miliard eur.

Při pohledu na saldo běžného a kapitálu účtu je vidět, že v letech 2005-2012 převažují výpůjčky. Nejhorší hodnoty jsou v letech 2007 a 2010. V letech 2013 a 2014 jsou hodnoty v přebytku. Nejmenší odchylky od rovnovážného stavu je v letech 2005 a 2012.

Rezervní aktiva ukazují, že nejmenšího zásahu na vyrovnání platební bilance je třeba v roce 2006, kdy se jedná pouze o desítky milionů eur. Naopak v letech 2005, v letech 2008-2010 a také v letech 2012-2014 jsou to zásahy v miliardách eur. Nejvíce pak v roce 2013.

**Běžný účet** a jeho případný deficit také slouží k hodnocení vnější nerovnováhy. Uvedený rozbor slouží k identifikaci konkrétních podúctů zodpovědných za případný deficit. Také se hodnotí poměr běžného účtu k HDP. Tento rozbor ilustruje tabulka 4.

Tabulka 4: CZ Běžný účet – rozbor

(mil. eur)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Saldo zboží	654	853	354	-100	2470	1565	3052	4936	6404	7983
Saldo služeb	2251	2713	3172	3561	3132	3107	3275	3095	2690	2024
Výkonová bilance	2905	3566	3526	3462	5602	4672	6326	8031	9094	10007
Prvotní důchody	-4321	-5856	-9192	-5997	-8351	-9973	-9041	-9461	-9499	-9477
Druhotné důchody	370	-384	-295	-474	-746	-426	-734	-1090	-427	-254
Běžný účet	-1046	-2674	-5960	-3009	-3495	-5726	-3448	-2519	-833	276
BÚ/HDP (%)	-1,0	-2,2	-4,3	-1,9	-2,4	-3,7	-2,1	-1,6	-0,5	0,2

Zdroj: ČNB ARAD, vlastní výpočty, zpracování vlastní

Nejvýznamnějšími položkami běžného účtu jsou výkonová bilance (resp. saldo zboží a služeb) a účet prvotních důchodů.

Saldo zboží je kladné ve všech sledovaných letech mimo roku 2008, kdy dosáhlo deficitu 100 milionů eur. Do tohoto roku byl výsledek tohoto účtu ve stovkách milionů eur. Od roku 2009 pak narostlo na miliardy eur. Tento účet vykazuje od roku 2010 jednoznačně rostoucí trend a v roce 2014 již dosahuje hodnot téměř 8 miliard eur.

Saldo služeb má kladné hodnoty v řádech miliard eur v celé časové řadě, ale nevykazuje výrazné růsty a hodnoty se pohybují mezi 2 -3,5 miliardami eur.

Výkonová bilance je kladná v celé časové řadě, a jak vyplývá z předchozího odstavce, v prvních letech je zásluha spíše služeb a posledních třech letech především zboží. Shodně s vývojem účtu zboží má od roku 2010 výkonová bilance jednoznačně rostoucí tendenci, kdy v posledních třech letech roste meziročně o více než miliardu eur a v roce 2014 přesáhla 10 miliard eur.

Prvotní důchody jsou naopak v celém hodnoceném období záporné a jsou důvodem deficitů běžného účtu. Řádově jsou deficity v miliardách eur, nejnižší hodnota je v roce 2005 přes 4 miliardy eur. V letech 2007 a 2010-2014 jsou deficity větší než 9 miliard eur. Deficity na tomto účtu jsou provázány s pohybem zahraničního kapitálu ve formě úroků a dividend, které souvisí s přílivem zahraničních investic. O tom více v části zaměřené na investice.

Druhotné důchody mají z hlediska výsledku běžného účtu nižší důležitost. Hodnoty tohoto účtu jsou s výjimkou roku 2012 nižší než miliarda eur a jsou mimo rok 2005 záporné. Vzhledem k tomu, že se jedná o jednostranné transfery, typicky do institucí, s kterými má země smluvní vztahy, nejsou záporné hodnoty překvapivé.

Ukazatel běžného účtu vyjádřený jako procento z HDP, je často hodnocenou veličinou, kdy rizikový je deficit vyšší než 5%. Z dat vyplývá, že hranici Česká republika v této časové řadě nepřekračuje. Hodnoty jsou ve sledovaných letech proměnlivé, průměrná hodnota časové řady je 2,3%, tj. výrazné výkyvy negativním směrem jsou v letech 2007 a 2010. V roce 2007 je výrazný deficit běžného účtu i deficit k poměru HDP způsobený především skokovým nárůstem deficitu salda výnosů (změna o cca 3 miliardy eur), které není kompenzováno ostatními účty. Obdobně v roce 2010, kde změna salda výnosů je meziročně okolo 1,6 miliardy eur, ale hodnota deficitu tohoto účtu je nejvyšší z časové řady.

**Finanční účet** ve formě bilancí podúčtu je zobrazen v následující tabulce. Další složky uvedených podúčtu je možné vidět v přílohách 2 a 3. Komentáře souvisí s oběma zdroji.

Tabulka 5: CZ Finanční účet

(mil. eur)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Finanční účet <sup>5051</sup>	-5382	-3572	-4583	-3310	-5121	-6630	-2339	-2747	-4211	-359
Přímé investice	-9410	-3205	-6497	-1504	-1378	-3780	-1851	-4811	284	-2930
Portfoliové investice	2750	907	2036	156	-6107	-6000	-210	-2199	-3512	3281
Finanční deriváty	-6	-24	-48	91	47	190	128	-350	-178	-220
Ostatní investice	1284	-1249	-74	-2053	2317	2959	-407	4612	-804	-490

Zdroj: ČNB, vlastní úprava

Zásadní položkou finančního účtu jsou přímé investice, které dlouhodobě vykazují vyšší stav pasiv než aktiv, a to ve všech sledovaných letech mimo 2013. Aktiva v položce přímé investice jsou ve většině případů o řád nižší než příchozí prostředky, mimo výše zmíněného roku 2013. Nejvyšší příliv prostředků je patrný v roce 2005, kdy je vyšší než 9 miliard eur.

Tento stav je zapříčiněn přílivem kapitálu ze zahraničí a to ve formě investic do akcií (základního kapitálu) a reinvestovaných zisků. V roce 2005 je výrazný příliv kapitálu ve formě investic do akcií v hodnotě 6 mld. eur (pasiva), což je nejvyšší hodnota ve sledovaném období. Druhá nejvyšší je v roce 2012 okolo 2,5 miliard eur. Největší příliv prostředků z reinvestovaných zisků je v roce 2007 okolo 5 miliard eur a v krizových letech 2008 a 2009 představují o řád vyšší hodnotu přílivu kapitálu. Obecně jsou také stabilnějším přílivových finančním prvkem.

Portfoliové investice nemají tak jednoznačný výsledek. Vykazují kladný rozdíl mezi aktivy a pasivy v letech 2005-2008 a v roce 2014, kdy je hodnota nejvyšší a představuje odliv prostředků 3 miliardy. Naopak výrazný příliv má tato kategorie v letech 2009-2010 okolo 6 miliard eur. Tento jev je způsoben výrazným zvýšením pasiv v položce dluhové cenné papíry.

Finanční deriváty jsou nejméně významnou položkou finančního účtu. Ostatní investice významněji zasahují do výsledku finančního účtu v letech 2005, 2009-2010 a 2012, kdy došlo k odlivu prostředků. V roce 2012 přes 4,6 miliardy. Příliv kapitálu s hodnotami vyšší než miliarda eur jsou v letech 2006 a 2008.

<sup>50</sup> Záporné hodnoty ukazují příliv prostředků

<sup>51</sup> Finanční účet bez položky rezervní aktiva

Stavy **devizových rezerv** České republiky na konci sledovaných let, lze sledovat v tabulce 6.

Tabulka 6: CZ Devizové rezervy

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Devizové rezervy (mld. Eur)	25,05	23,88	23,70	26,59	28,88	31,79	31,14	34,02	40,78	44,88
Poměr k 3M importu	1,52	1,23	1,07	1,09	1,41	1,28	1,14	1,18	1,47	1,50

Zdroj: ČNB, vlastní výpočet, úprava vlastní

Devizové rezervy mají rostoucí tendenci, což je výsledkem narůstajícího zahraničního obchodu, mezi lety se navýšily o 79%. Výše devizových rezerv v těchto letech je dostatečná z hlediska likvidity dané hodnotou tříměsíčního importu. Poměrně vysoké rezervy jsou nutné i pro intervenční zásahy centrální banky.

Vybrané ukazatele zadluženosti hrubý domácí dluh a vládní dluh jsou uváděny v tabulce 7.

Tabulka 7: CZ Ukazatele zahraniční zadluženosti

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Hrubý externí dluh (mil. eur)	NA	NA	NA	69292	73887	86367	89672	96784	99645	102998
Hrubý dluh/HDP (%)	NA	NA	NA	43	50	55	55	60	63	67
Vládní dluh <sup>52</sup> (mil. eur)	31474	35615	40015	42818	50454	60194	62299	71805	67156	65669
Vládní dluh/HDP (%)	28	27,9	27,8	28,7	34,1	38,2	39,9	44,7	45,2	42,7

Zdroj: Eurostat, ECB, vlastní zpracování

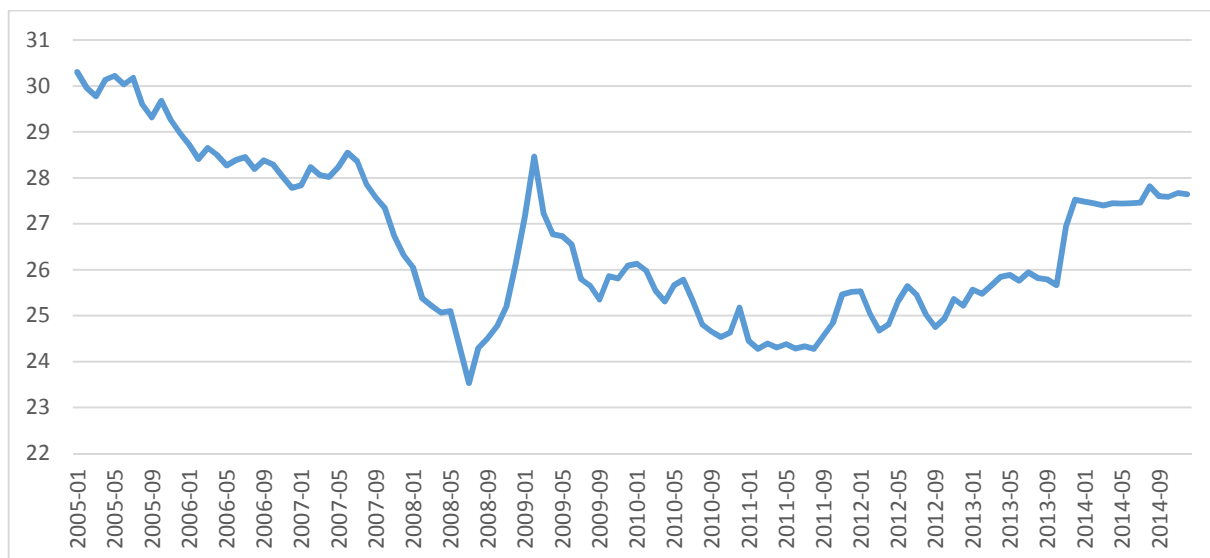
Hrubý dluh se od roku 2008 do 2014 zvětšil z přibližně 69 miliard eur na téměř 103 miliard eur (tj. o 48%). Největší meziroční nárůst je mezi lety 2009 a 2010, a to více než 12 miliard eur. Vznikající zadluženost není procentuálně vyrovnávána růstem HDP, jak je patrné z poměrového ukazatele. Zadlužení na základě tohoto ukazatele od roku 2011 roste o 3-5 p.b.

Veřejný dluh dlouhodobě vykazuje růst, kdy v roce 2005 je okolo 30 miliard eur a v roce a od roku 2010 překračuje hranici 60 miliard. Opět největší meziroční růst je mezi lety 2009 a 2010, který je pravděpodobně důsledkem krize a stimulační fiskální politiky vlády. V letech 2013 a 2014 jsou patrné meziroční poklesy hodnot vládního dluhu. Poměrový ukazatel k HDP patří k jednomu z konvergenčních (maastrichtských) kritérií, týkající se udržitelnosti veřejných financí, kdy jeho hodnota nesmí být větší než 60%.

<sup>52</sup> Vládní dluh je částečně financován domácími a částečně zahraničními subjekty. Část je tedy promítnuta v externím dluhu. Výše státního dluhu je zde uváděna, protože je hodnocena, jak evropskou unií, tak případnými investory.

Vývoj měnového kurzu je zobrazen v grafu 1.

Graf 1: CZ Vývoj měnového kurzu CZK/EUR



Zdroj: Vlastní zpracování z dat ECB

Po vstupu do Evropské unie je hodnota kurzu české koruny vůči euru okolo 30 CZK/EUR. Následovalo zhodnocení české koruny, a to nejprve pozvolně, kdy od počáteční hodnoty roku 2005 klesl kurz na hodnotu okolo 28 CZK/EUR v srpnu 2007. Poté následovalo prudké posílení koruny, kdy se v červenci roku 2008 dostala na vůbec nejnižší hodnotu, a to na 23,53 CZK/EUR. V září 2008 s pádem Lehman Brothers a začátkem ekonomické krize nastoupilo znehodnocování měny, kdy se za půl roku kurz vrátil na hodnotu 28,46 CZK/EUR. Tedy jde o znehodnocení o zhruba 21%, následované dalším půlrokem poklesu kurzu na hodnotu blízkou 26 korunám. Rok 2010 byl ve znamení mírnějších výkyvů a hodnot kurzu mezi 26 – 24,7 CZK/EUR. První tři čtvrtletí roku 2011 byl kurz stabilní okolo 24,4 CZK/EUR, následovaný růstem v posledním čtvrtletí na hodnotu okolo 25,5 CZK/EUR. Rok 2012 vykazoval výkyvy v kurzu s hodnotami mezi 24,7-25,5 CZK/EUR. V roce 2013 kurz vykazuje poměrně malé výkyvy až do listopadu 2013, kdy centrální banka vyhlásila začátek intervencí směřující k hodnotě kurzu okolo 27 CZK/EUR, kdy při hodnotě nad touto hranici banka intervenuje a při kurzu nižším zasahuje. Tyto intervence mají dle vyjádření centrální banky pokračovat až do roku 2017. Z dlouhodobého hlediska vykazuje koruna zhodnocení vůči euru, kdy k hodnotám let 2005-2006 se znovu nepřibližuje. Před intervencemi centrální banky se mezi červencem 2009 až listopadem 2013 se kurz pohyboval 24,4 až 26 CZK/EUR.

## 4.2 Slovensko

Slovensko se rozprostírá na ploše okolo 49 tisíc km<sup>2</sup> a žije zde okolo 5,4 milionů lidí. Jejich měnou je od roku 2009 euro, předtím slovenská koruna. Slovensko se specializuje na sektor průmyslu. Jeho hlavní obchodní partneři z hlediska exportu jsou Německo, Česká republika a Polsko, importními partnery jsou Německo, Česká republika a Rakousko.<sup>53</sup>

### 4.2.1 Vybrané vnitřní ukazatele a ukazatele otevřenosti

Vnitřní ekonomický stav země, z hlediska vybraných ukazatelů je zobrazen v tabulce 8.

Tabulka 8:SK Vybrané vnitřní ukazatele ekonomiky

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
HDP běžné ceny (mld. eur)	39	45	56	66	64	67	70	72	74	76
HDP / obyvatele v PPS	59	62	67	72	71	73	73	75	76	77
Inflace (%)	2,8	4,3	1,9	3,9	0,9	0,7	4,1	3,7	1,5	-0,1
Nezaměstnanost (%)	16,4	13,5	11,2	9,6	12,1	14,5	13,7	14	14,2	13,2

Zdroj: Eurostat, vlastní zpracování

Od roku 2009 HDP stabilně roste a to mezi lety 2009- 2014 o 18,4%. V absolutním vyjádření je výkon ekonomiky v roce 2014 76 miliard eur. Výrazný meziroční růst je mezi lety 2007-2008, poté přichází propad (2009), ale pouze o přibližně 2 miliardy eur. A v dalších letech stabilně roste. V standardu kupní síly na obyvatele zaznamenalo Slovensko po vstupu do EU výrazný vzestup z výchozí hodnoty (59%) na hodnotu 77% v roce 2014. Největší přírůstky ukazatel zaznamenal v prvních čtyřech letech, kdy došlo k navýšení o 13 p.b.

Maximální míra inflace je patrná v roce 2006 a její hodnota je 4,3%. V letech 2009-2010 jsou hodnoty pod hranicí jednoho procenta, následované roky 2011 a 2012, kdy se inflace pohybovala okolo 4% a dalším poklesem na hodnotu 1,5% (2013) a deflací 0,1% v roce následujícím. Tyto hodnoty nevedou k výraznému znehodnocování prostředků.

Míra zaměstnanosti je minimální v roce 2008, kdy její hodnota činila 9,6%, ostatní hodnoty časové řady překračují vždy hodnotu 10%. Maximální hodnota je 16,4% v roce 2005, druhá nejvyšší pak o pět let později 14,5%. Vývoj posledních pěti sledovaných let nevykazuje tendenci ke snižování. Takto vysoké hodnoty, lze hodnotit jak problematické.

<sup>53</sup> Europa.eu, Slovensko,[online], [http://europa.eu/about-eu/countries/member-countries/slovakia/index\\_cs.htm](http://europa.eu/about-eu/countries/member-countries/slovakia/index_cs.htm) [cit. 20.2.2016]

Míru propojení slovenské vnitřní a vnější ekonomiky na základě ukazatelů otevřenosti je možné pozorovat v následující tabulce.

Tabulka 9: SK Otevřenost ekonomiky

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Export zboží a služeb v % z HDP	72,3	81,3	83,5	80,2	67,8	76,6	85,3	91,8	93,8	91,9
Import zboží a služeb v % z HDP	76,9	85,3	84,6	83,1	69,3	78	86,2	88,1	89,6	88,2
Obrat	149,2	166,6	168,1	163,3	137,1	154,6	171,5	179,9	183,4	180,1

Zdroj: Eurostat, vlastní výpočet, zpracování vlastní

Slovensko mělo velmi vysokou otevřenost již od roku 2005 u exportu přes 72% a importu okolo 77%. S růstem i v dalších letech s výjimkou výrazného propadu (o 12-13 p.b.) v roce 2009, v roce 2010 znovu narůstá, ale je nižší než v předkrizovém období, poté již výrazněji roste. Od roku 2012 je export větší než import, v předchozích letech je pozorován jev opačný. Nejvyšší významnost mezinárodního obchodu na hrubém domácím produktu je patrný v roce 2013. Slovensko má více než dvojnásobnou otevřenost v obou charakteristikách oproti hodnotám evropské 28 i eurozóny.

#### 4.2.2 Ukazatele vnější rovnováhy

Vybrané ukazatele vnější rovnováhy pro Slovensko je možné sledovat v následujících tabulkách a textu.

V následující tabulce je rozbor jednotlivých účtů **platební bilance** a jejich vybraná salda, na základě kterých je možné sledovat významnost jednotlivých účtů a jejich vývoj.

Tabulka 10: SK Platební bilance

(mil. eur)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Běžný účet	-4 179	-4 312	-3 303	-4 262	-2 207	-3 183	-3 497	684	1 446	100
Kapitálový účet	-11	-27	460	755	487	1 034	885	1 415	1 064	730
Finanční účet <sup>54</sup>	-4 819	-3 366	-4 295	-5 095	-1 874	-2 411	-3 467	336	-1 286	-2 116
Chyby a opomenutí	336	256	160	-2 524	-721	-261	-791	-1 779	-3 723	-2 492
<b>BŮ+KŮ</b>	<b>-4 189</b>	<b>-4 339</b>	<b>-2 843</b>	<b>-3 507</b>	<b>-1 720</b>	<b>-2 150</b>	<b>-2 612</b>	<b>2 098</b>	<b>2 510</b>	<b>830</b>
<b>BŮ+FŮ<sup>55</sup></b>	<b>640</b>	<b>-946</b>	<b>992</b>	<b>833</b>	<b>-333</b>	<b>-773</b>	<b>-30</b>	<b>347</b>	<b>2 732</b>	<b>2 216</b>
Rezervní aktiva <sup>56</sup>	966	-717	1 612	-936	-567	0	65	-17	73	454

Zdroj: NBS, vlastní výpočet, zpracování vlastní

Běžný účet vykazuje deficity mezi lety 2005-2011, nejčastěji okolo 3-4 miliard, v roce 2009 je deficit nižší přes 2 miliardy eur. Do přebytku se běžný účet dostal v roce 2012 a tento přebytek narůstal i v roce 2013, kdy přesáhl 1 miliardu eur.

Kapitálový účet má nižší význam, v roce 2005-2006 je mírně deficitní v desítkách milionů eur. Později přebytkový.

Finanční účet přináší ve všech sledovaných letech mimo roku 2012 příliv kapitálu v řádu miliard eur. Nejvyšší příliv prostředků byl v roce 2008, kdy přesáhl 5 miliard eur.

Účet chyb a opomenutí zaznamenává odchylky v metodice atd. (viz literární rešerše) a celkově by tedy neměl patřit k významným položkám, ale např. v roce 2008, 2012, 2013 se hodnoty pohybují v miliardách eur.

Součet běžného a kapitálového účtu znázorňuje výchyly od nuly v miliardách eur, z toho největší v letech 2005-2006. V posledním roce se jedná o necelou miliardu eur.

<sup>54</sup> Finanční účet bez rezervních aktiv

<sup>55</sup> Takto uvedený ukazatel počítá s obrácenými znaménky a to příliv prostředků z finančního účtu s kladným znaménkem, jinými slovy ukazuje, zda je finanční účet schopen pokrýt případné deficity účtu běžného a naopak

<sup>56</sup> Dle nové metodiky spadají rezervní aktiva do finančního účtu – jedná se ovšem de facto v minulosti uváděnou veličinu změna devizových rezerv



Saldo přílivu a odlivu finančních prostředků prostřednictvím běžného a finančního účtu uvádí, že Slovensko je schopno nahrazovat deficity běžného účtu finančním jen v některých letech. Při pohledu na deficit běžného účtu k přímým zahraničním investicím (viz. příloha 9), pak není schopna deficity pokrýt nikdy. Nicméně výchyly od nuly má ve většině let ve stovkách milionů eur. V posledních dvou hodnocených letech se již jedná o miliardy eur.

Žádná ze sumarizačních položek nevykazuje jednoznačný trend směřující k dlouhodobé vyrovnanosti.

Rezervní aktiva ukazují, že slovenská platební bilance je plně vyrovnaná v roce 2010 a v následujících letech jsou třeba mírnější zásahy ve formě desítek, popřípadě necelých 500 milionů eur v roce 2014. Předchozí roky mají větší odchylky od rovnováhy.

**Běžný účet** považovaný za nejvýznamnější složku platební bilance, ukazuje výkonost zahraničního obchodu (výkonová bilance) a odliv tzv. prvotních důchodů (saldo výnosů). Hodnoty a jejich vývoj mezi lety 2005-2014 jsou uvedeny v tabulce 10.

Tabulka 11 : SK Běžný účet – rozbor

(mil. eur)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Bilance zboží	-2 813	-2 844	-1 031	-1 218	232	-80	-36	2 506	3 048	2 859
Bilance služeb	649	987	627	-339	-903	-651	-270	421	411	85
Výkonová bilance	-2164	-1857	-404	-1557	-671	-731	-306	2927	3459	2944
Prvotní důchody	-1812	-2142	-2401	-1948	-561	-1886	-2406	-1210	-691	-1650
Druhotné důchody	-203	-314	-497	-757	-975	-566	-786	-1034	-1321	-1194
Běžný účet	-4179	-4312	-3303	-4262	-2207	-3183	-3497	684	1446	100
BÚ/ HDP (%)	-10,7	-9,5	-5,9	-6,5	-3,5	-4,7	-5,0	0,9	2,0	0,1

Zdroj: NBS, vlastní výpočet, zpracování vlastní

Bilance zboží je záporná v letech 2005-2008 v řádu miliard eur. Další deficity v letech 2010-2011 jsou mírné v desítkách milionů eur. Od roku 2012 je kladná s hodnotami mezi 2,5-3 miliardami eur.

Bilance služeb se pohybuje v rádech stovek milionů eur s výjimkou v posledním roce, kdy jsou to desítky milionů eur. Záporná je v letech 2008-2011.

Výkonová bilance je záporná mezi lety 2005-2011, kdy hlavním viníkem je vysoký import zboží. Nejvyšší deficit je v roce 2005, kdy přesahuje 2 miliardy eur. Do přebytku se dostává v roce 2012 a přebytek dále navyšuje v roce 2013 (téměř 3,5 miliardy eur), následovaný mírným poklesem o přibližně půl miliardy eur.

Saldo prvotních důchodů je v celé časové řadě záporné, nejvyšší je v letech 2007 a 2011, kdy činí přes 2,4 miliard eur. Naopak nejnižší v roce 2009 a 2013, kdy je ve stovkách milionů eur. Tento účet má výkyvy a jednoznačný trend, který by naznačoval snižování či zvyšování, nelze vysledovat.

Druhotné důchody jsou také záporné v celé časové řadě s nejvyššími hodnotami v posledních třech letech, kdy přesahují 1 miliardu eur.

Rozbor běžného účtu ukazuje, že deficity toho účtu mezi lety 2005-2011 jsou způsobeny deficitem výkonové bilance a prvotních důchodů. V následujících letech je běžný účet vyrovnáván rostoucím exportním výkonem.

Poměrový ukazatel je běžného účtu k HDP ukazuje, že hodnota deficitů je na více než 10% v roce 2005. V letech 2006-2008 jsou hodnoty nad kritickou 5% hranicí deficitu a v následujících třech pak mírně pod případně na hranici. Výraznějšího kladného podílu na HDP běžný účet dosahuje v roce 2013, kdy je jeho hodnota 2%.

Rozbor **finančního účtu** Slovenka pomocí jednotlivých podúčtu ukazuje tabulka 12. Podrobnější rozdělení je možné nalézt v příloze 4.

Tabulka 12 : SK Finanční účet

(mil. eur)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Finanční účet	-4 819	-3 366	-4 295	-5 095	-1 874	-2 411	-3 467	336	-1 286	-2 116
Přímé investice	-2 347	-4 122	-2 444	-2 948	656	-622	-1 998	-2 314	219	157
Portfoliové investice	3 282	-3 345	1 866	-39	1 773	-1 237	133	-8 247	-7 182	-2 606
Finanční deriváty	35	160	-49	114	-266	284	343	29	320	357
Ostatní investice	-5 789	3 941	-3 668	-2 222	-4 036	-835	-1 945	10 869	5 356	-24

Zdroj: NBS, zpracování vlastní

Odliv kapitálu prostřednictvím finančního účtu je pouze v roce 2012. Za tímto stavem stojí podúčty přímých, portfoliových a ostatních investic.

Přímé investice přinášejí čistý příliv kapitálu v letech 2005-2008 a 2010-2012. V roce 2010 pouze ve stovkách milionů eur. V ostatních případech v miliardách eur. Maximální hodnota je v roce 2006 přes 4 miliardy. V případě odlivu prostředků z tohoto podúčtu se jedná o hodnoty ve stovkách milionů eur. Důvodem tohoto stavu jsou výrazně nižší aktiva oproti pasivům. Zatímco aktiva jsou ve většině případů ve stovkách milionů eur, pasiva jsou obvykle v řádech miliard eur. V řádu miliard byla aktiva v letech 2007, 2009, 2011. Naopak pasiva v řádu stovek a desítek milionů eur jsou v letech 2013-2014.

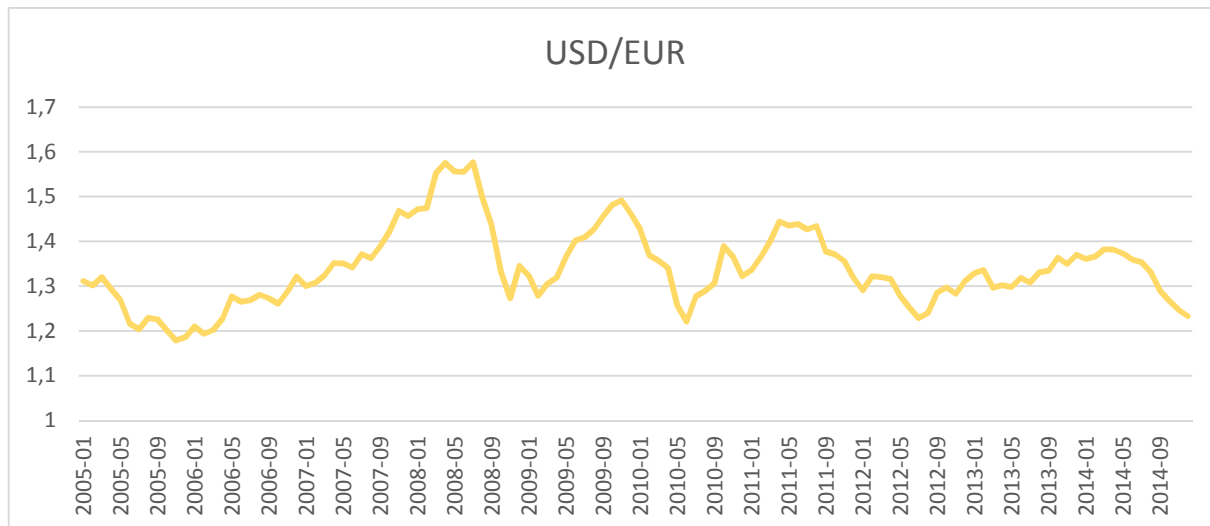
Portfoliové investice vykazují nejvyšší záporné rozdíly mezi aktivy a pasivy v letech 2006 a 2012 -2014. V roce 2012 je hodnota okolo 8 miliard eur. Portfoliové investice přinášejí prostředky v řádu miliard v letech 2005, 2007 a 2009. V letech 2006, 2012 a 2013 jsou to naopak odlivy z tohoto účtu, které jsou způsobeny i snížením aktiv.

Ostatní investice mají v letech 2005-2009 aktiva v řádech stovek milionů eur s výjimkou v roce 2007 a pasiva v miliardách eur, a z toho plynoucí příliv prostředků. Od roku 2012 jsou k vidění odlivy, kdy maximální hodnota je v roce 2012. Tato hodnota je způsobena i výrazným poklesem pasiv.

Finanční deriváty mají nízký význam a pohybují se v řádech desítek až stovek milionů eur. Rezervní aktiva jsou výrazně vyšší hodnoty před vstupem do evropské měny unie, pak výrazně klesají.

Pro Slovensko jako reprezentanta měnové unie byl zvolen **vývoj měnového kurzu** vůči americkému dolaru, který patří k světovým rezervním měnám a je tak velmi často obchodovanou jednotkou.

Graf 2: Vývoj měnového kurzu USD/EUR



Zdroj: Vlastní zpracování z dat ECB

Vzhledem ke konstrukci ukazatele americký dolar vůči euru je nutné pro hodnocení ze strany Slovensko nahlížet na graf opačně. V krátkosti bude uveden vývoj před vstupem Slovenska do měnové unie a podrobněji pak po vstupu. V roce 2005 americký dolar vůči euru posiloval s hodnotou okolo 1,2 USD/EUR. V letech 2006 a 2007 je trend opačný, tedy americký dolar vykazoval oproti euru znehodnocení s maximální hodnotou blížící se 1,6 USD/EUR. Následoval jako v ostatních případech propad dolaru vůči euru na hodnoty 1,3 USD/EUR. V roce 2009 přistupuje Slovensko, a euro vůči dolaru má kurz necelých 1,3 USD/EUR, v tomto roce dochází k znehodnocení dolaru a to přibližně na hodnotu 1,5 USD/EUR, v první polovině roku 2010 se zhodnocení téměř na úroveň 1,2 USD/EUR. Následuje zhruba rok a půl výkyvů mezi s hodnotami mezi 1,4 – 1,25 USD/EUR.

Z pohledu Slovenka euro oproti americkému dolaru vykazuje kolísání, které se v posledních letech zmírňuje. Kolísání je v rozsahu přibližně 15%.

Další hodnocenou veličinou je **velikost devizových rezerv**, jejichž hodnoty ukazuje tabulka 13.

Tabulka 13 :SK Devizové rezervy

(mld. eur)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Devizové rezervy <sup>57</sup>	NA	NA	NA	NA	1,26	1,62	1,87	1,90	1,56	2,17

Zdroj: NBS, vlastní zpracování

Nižší objem devizových rezerv, než je přítomný u ostatních členů V4, je dán členstvím v evropské měnové unii. Hlavními obchodními partnery Slovenska jsou země evropské unie. Z hlediska likvidity vůči těmto zemím, není výše devizových rezerv významná. Pro ostatní obchodní partnery představují zdroj likvidity. Nicméně i tak je euro velmi dobře směnitelné za další významné měny. Jako člen Evropské měnové unie nemůže pomocí devizových rezerv ovlivňovat kurz měny.

**Zahraněční zadluženost** Slovensko ve formě vybraných ukazatelů znázorňuje tabulka 14.

Tabulka 14: SK Ukazatele zahraniční zadluženosti

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Hrubý externí dluh (mil. eur)	NA	NA	NA	38603	50124	52236	55312	54883	60445	67776
Hrubý dluh/HDP	NA	NA	NA	59%	79%	78%	79%	76%	82%	90%
Vládní dluh <sup>58</sup> (mil. eur)	13559	15102	16866	19276	22980	27504	30480	37614	40284	40404
Vládní dluh/HDP (%)	33,9	30,8	29,9	28,2	36	40,8	43,3	51,9	54,6	53,5

Zdroj: Eurostat, ECB, vlastní výpočet vlastní zpracování

Hrubý externí dluh vzrostl z hodnoty 38 miliard eur v roce 2008 na více než 67 miliard v roce 2014, což je o více než 75%. Největší přírůstky jsou patrné mezi lety 2012-2014, kdy došlo k celkovému nárůstu o téměř 13 miliard eur.

Vládní dluh se po vstupu do EU, resp. od roku 2005 téměř ztrojnásobil. Největší přírůstky zaznamenal od vstupu do EMU (2009), kdy z hodnoty okolo 23 miliard eur se vyšplhal na 40 miliard eur. Hlavní meziroční přírůstek v letech 2011-2012 je více než 7 miliard.

Vládní dluh a jeho procento z HDP je od roku 2012 přes 50%. Vzhledem k bilančnímu poměru je nejvyšší hodnota v roce 2013 – 54,6%. Přestože Slovensko je již členem měnové unie, je vzrůstající státní zadlužení problematické.

<sup>57</sup> Slovensko před vstupem do Eurozóny uvádělo devizové rezervy v amerických dolarech.

<sup>58</sup> Vládní dluh je částečně financován domácími a částečně zahraničními subjekty. Část je tedy promítnuta v externím dluhu. Výše státního dluhu je zde uváděna, protože je hodnocena, jak evropskou unií, tak případnými investory.

### 4.3 Maďarsko

Maďarsko je státem s rozlohou okolo 93 tisíc km<sup>2</sup>, a populací blíží se k 10 milionům. Hlavním sektorem je průmysl. Jeho měnou je maďarský forint. K hlavním exportním partnerům patří Německo, Rakousko a Rumunsko. Naopak importními partnery jsou Německo, Rakousko a Rusko.<sup>59</sup>

#### 4.3.1 Vybrané vnitřní ukazatele a míra otevřenosti ekonomiky

Maďarská ekonomika ve světle vybraných makroekonomických veličin je v tabulce 13.

Tabulka 15: HU Vybrané vnitřní ukazatele ekonomiky

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
HDP běžné ceny (mld. eur)	91	91	102	108	94	98	101	99	101	104
HDP / obyvatele v PPS	62	62	61	63	64	65	65	65	67	68
Inflace (%)	3,5	4	7,9	6	4	4,7	3,9	5,7	1,7	0
Nezaměstnanost (%)	7,2	7,5	7,4	7,8	10	11,2	11	11	10,2	7,7

Zdroj: Eurostat, úprava vlastní

Hrubý domácí produkt Maďarska zaznamenává růst v letech 2005- 2008. V roce 2008 je HDP nejvyšší z celé časové řady a jeho hodnota byla přes 107 miliard eur. V krizovém roce 2009 zaznamenal meziroční propad o téměř 14%, následovaný růstem, který má jednoznačnou tendenci až v posledních třech hodnocených letech. HDP se pohybuje okolo 100 miliard eur. Hrubý domácí produkt na obyvatele v paritě kupního standardu má mírně vzrůstající tendenci, ale za období deseti let vzrůstá úhrnně o 6p.b. Od roku 2010 se stabilně pohybuje na hranici 65% a mírně roste.

Nejvyšší hodnota inflace je pozorována v roce 2007, kdy má hodnotu 7,9%, druhá nejvyšší pak v roce 2008- 6%. Tyto hodnoty jsou způsobeny skokovým růstem HDP. V letech 2009-2012 se pohybuje mezi 4-6%, následovaný výrazným em na hodnotu 1,7% (2013) a v roce 2014 je hodnota inflace nulová. Hodnoty inflace v roce 2010 a 2012 mohou být pro případné investory důvodem pro alokaci prostředků do jiných zemí.

Míra nezaměstnanosti je v celé časové řadě vyšší než 7%. Nejnižší je v roce 2005, kdy má hodnotu 7,2%. Mezi lety 2009-2013 vykazuje hodnoty 10% a vyšší. V roce 2014 hodnota klesá na 7,7%.

<sup>59</sup> europa.eu, Maďarsko [Online], [http://europa.eu/about-eu/countries/member-countries/hungary/index\\_en.htm](http://europa.eu/about-eu/countries/member-countries/hungary/index_en.htm) [cit. 18.2.2015]

Otevřenost ekonomiky Maďarska na základě exportu a importu zobrazuje tabulka 16.

Tabulka 16: HU Otevřenost ekonomiky

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Export zboží a služeb v % z HDP	62,8	74,3	78,3	79,7	74,8	82,3	87,2	86,8	88	89,3
Import zboží a služeb v % z HDP	65,1	75,4	77,7	79,3	70,8	77	81,1	80,1	80,7	82
Obrat	127,9	149,7	156	159	145,6	159,3	168,3	166,9	168,7	171,3

Zdroj: Eurostat, vlastní výpočet, vlastní zpracování

Maďarský zahraniční obchod má velký význam na hrubém domácím produktu země. Za hodnocenou dekádu se export i import na HDP (v %) zvýšil o téměř 17 p.b. Významný nárůst v obou hodnotách představuje rok 2006, kdy došlo k meziročnímu růstu u exportu 11,5 p.b. a importu o přibližně 10 p.b. Od roku 2009 se rozdíl mezi exportem a importem zvyšuje, kdy nejprve jsou rozdíly o 4p.b. a dále narůstají až na více než 7 p.b. V roce 2009 stejně jako v ostatních zemích znamená propad zahraničního obchodu, kdy je výraznější propad importu. Import převyšuje export jen v prvních dvou hodnocených letech, následovaný soustavným růstem těchto ukazatelů v dalších sledovaných letech. Export i import je na dvojnásobku hodnot zemí průměru Evropské unie.

### 4.3.2 Ukazatele vnější rovnováhy

Rozbor účtů **platební bilance** a jejich vybrané sumarizační položky pro Maďarsko jsou k vidění v tabulce 18.

Tabulka 17: HU Platební bilance

(mil. eur)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Běžný účet	-6 337	-6 429	-7 219	-7 620	-754	274	754	1 752	4 037	2 356
Kapitálový účet	599	685	708	1 032	1 654	1 796	2 353	2 523	3 613	3 913
Finanční účet <sup>60</sup>	-12 003	-8 524	-6 283	-16 655	-6 317	-1 912	-3 149	8 017	5 314	4 435
Chyby a opomenutí	-2 356	-1 812	362	-2 391	-649	-965	-2 383	391	-1 126	-1 091
<b>BÚ+ KÚ</b>	<b>-5 739</b>	<b>-5 744</b>	<b>-6 511</b>	<b>-6 588</b>	<b>900</b>	<b>2 070</b>	<b>3 107</b>	<b>4 275</b>	<b>7 649</b>	<b>6 269</b>
<b>BÚ+ FÚ<sup>61</sup></b>	<b>5 665</b>	<b>2 094</b>	<b>-936</b>	<b>9 035</b>	<b>5 562</b>	<b>2 186</b>	<b>3 903</b>	<b>-6 265</b>	<b>-1 277</b>	<b>-2 080</b>
Rezervní aktiva <sup>62</sup>	3 908	968	134	7 676	6 567	3 018	3 874	-3 351	1 210	742

Zdroj: MNB, vlastní výpočet, zpracování vlastní

Běžný účet vykazuje velké rozdíly mezi výchozím a koncovým rokem. Od roku 2005- 2009 je deficitní, z toho mezi lety 2005-2008 vysoce deficitní (miliardách eur) a v roce 2009 méně deficitní ve stovkách milionů eur. Od roku 2010 přebytky nejprve pozvolné, dále mezi roky 2012-2013 skokový nárůst o více než 2 miliardy eur, následovaný opět poklesem o necelé 2 miliardy.

Kapitálový účet je v celé časové řadě kladný s rostoucí tendencí, oproti počátečnímu stavu více než 6krát.

Finanční účet vykazuje vysoký příliv kapitálu v letech 2005-2008. Nejvyšší právě v roce 2008, jedná se o více než 16 miliard eur. K obratu dochází v roce 2012, kdy je zaznamenán odliv kapitálu okolo 8 miliard eur. V posledních dvou sledovaných letech jde o odliv v řádech miliard eur.

V letech 2005 – 2009 pokrývá příliv kapitálu z finančního účtu deficity účtu běžného. Při porovnání těchto deficitů s čistým přílivem přímých zahraničních investic, pak je situace zcela opačná (viz. příloha 9).

<sup>60</sup> Finanční účet bez rezervních aktiv

<sup>61</sup> Takto uvedený ukazatel, počítá s obrácenými znaménky a to příliv prostředků z finančního účtu s kladným znaménkem, jinými slovy ukazuje, zda je finanční účet schopen pokrýt případné deficity účtu běžného a naopak.

<sup>62</sup> Dle nové metodiky spadají rezervní aktiva do finančního účtu – jedná se ovšem de facto v minulosti uváděnou veličinu změna devizových rezerv.



V letech 2010 a 2011 je příliv prostředků z běžného i finančního účtu. V následujících třech letech ovšem příliv z běžného účtu nevyrovnává investiční činnost v těchto letech.

Saldo běžného a kapitálového účtu je kladné od roku 2009. V roce 2013 je maximální přes 7 miliard eur. Kapitálový účet překrývá deficit běžného účtu jen v roce 2009. Do této doby převažují výpůjčky. Odchyly od nuly jsou velmi výrazné, pohybují se mezi 2- 7,6 miliardami eur. Mimo rok 2009, kdy se jedná o hodnotu do jedné miliardy eur.

Další část hodnocení je zaměřena na rozboru běžného účtu a poměrovém ukazateli stavu toho účtu k HDP. Údaje shrnuje následující tabulka.

Tabulka 18: HU Běžný účet – rozbor

(mil. eur)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Bilance zboží	-1 991	-2 062	-402	-924	2 622	2 616	2 925	2 933	3 396	2 601
Bilance služeb	888	1 124	907	1 310	1 174	2 644	3 288	3 797	3 992	5 108
Výkonová bilance	-1 103	-938	504	386	3 796	5 260	6 213	6 730	7 388	7 710
Prvotní důchody	-4 309	-4 506	-6 567	-6 712	-4 296	-4 623	-4 892	-4 226	-2 899	-4 650
Druhotné důchody	-926	-986	-1 157	-1 293	-255	-364	-567	-752	-453	-704
Běžný účet	-6 337	-6 429	-7 219	-7 620	-754	274	754	1 752	4 037	2 356
BÚ/HDP (%)	-7,0	-7,0	-7,1	-7,1	-0,8	0,3	0,7	1,8	4,0	2,3

Zdroj: MNB, vlastní výpočty, zpracování vlastní

Na deficitu běžného účtu mezi lety 2005- 2009 se nejvíce podílela bilance prvotních důchodů a také bilance druhotných důchodů, ovšem v značně menším měřítku.

Saldo zboží je záporné v letech 2005-2008 v průměru okolo 1,3 miliardy eur. V dalších letech jsou přítomny kladné hodnoty mezi 2,6-3,4 miliardami eur.

Bilance služeb je kladná v celém období s jednoznačně rostoucí tendencí od roku 2009, v posledním hodnoceném roce pak přebytek přes 5 miliard eur.

Výkonová bilance byla deficitní pouze v letech 2005-2006 a to okolo 1 miliardy eur. Viníkem je import zboží. Poté je kladná a výrazně roste od roku 2009 (3,79 miliard eur) do roku 2013 (cca 7,38 miliard eur). Důvodem je rostoucí bilance služeb, viz předchozí odstavec.

Bilance prvotních důchodů je ve všech sledovaných letech vysoce deficitní v miliardách eur. Ve většině případů od 4 do 5 miliard. Výrazné výkyvy jsou deficity v letech 2007 a 2008, kdy deficity jsou vyšší než 6,5 miliardy. Naopak nejmenší je v roce 2013 okolo 3 miliard. Jednoznačná tendence ale z časové řady nevyplývá.

Druhotné důchody jsou ve všech letech záporné s výkyvy. Ve všech letech mimo let 2007 a 2008 jsou nižší než jedna miliarda eur.

Při hodnocení poměru běžného účtu k HDP je kritická hodnota 5% překročena v letech 2005- 2008 s hodnotami okolo 7%. Poté následuje výrazný pokles ukazatele, který je zapříčiněn skokovým růstem výkonové bilance. Výrazně kladný je pak ukazatel v roce 2013 a to 4%.

Složky finančního účtu Maďarska bez rezervních aktiv ukazuje tabulka 19.

Tabulka 19:HU Finanční účet

(mil. eur)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Finanční účet <sup>63</sup>	-12 003	-8 524	-6 283	-16 655	-6 317	-1 912	-3 149	8 017	5 314	4 435
Přímé investice	-4 423	-1 952	286	-2 411	-153	-762	-972	-2 095	-1 028	-2 721
Portolio.investice	-3 502	-5 087	1 627	2 529	3 590	264	-6 416	-1 508	-3 074	3 183
Finanční deriváty	113	-135	-838	671	-641	-625	787	-306	-618	265
Ostatní investice	-4 192	-1 350	-7 357	-17 445	-9 112	-790	3 451	11 925	10 034	3 710

Zdroj:MNB, zpracování vlastní

Stav finančního účtu je nejvýrazněji ovlivňován přímými, portfoliovými a ostatními investicemi. Podúčet přímých zahraničních investic vykazuje přílivy prostředků v celém sledovaném období s výjimkou v roce 2007, kdy je patrný odliv v řádu stovek milionů eur. Přílivy prostředků jsou obvykle v řádech miliard eur, nižší hodnoty jsou mezi lety 2009-2011. Řadově jsou aktiva a pasiva v účtu přímých investic shodná v miliardách eur. Nejvyšší stav aktiv i pasiv byl v roce 2012, kdy aktiva mají hodnotu 9 miliard eur a pasiva 11 miliard eur. Nejnižší stavy aktiv a pasiv byly opět shodně v (po)krizovém období a to v letech 2009 a 2010, kdy žádná z těchto hodnot nebyla vyšší než 2 miliardy eur.

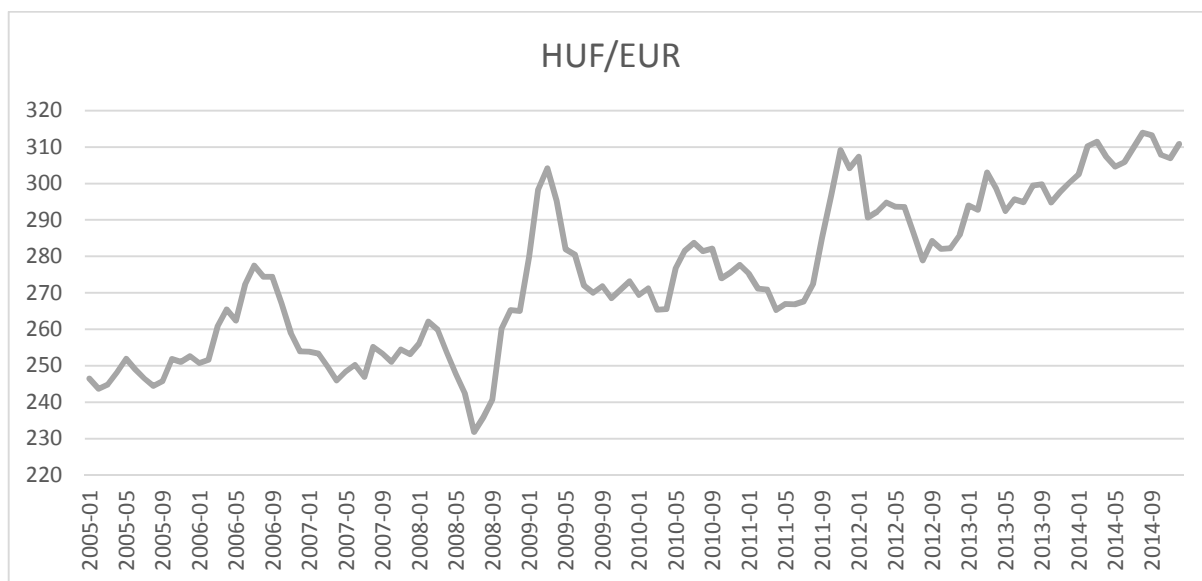
Portfoliové investice vykazují čistý odliv prostředků v letech 2005-2006 a 2011-2013. Tyto toky se pohybují v řádech miliard eur. Maximální hodnota je v roce 2011 a to přes 6 miliard eur. Finanční deriváty vykazují hodnoty v řádech stovek milionů eur.

Ostatní investice mají výrazný podíl na výsledku finančního účtu v letech 2008 a 2012-2013. V roce 2008 je nejvyšší příliv prostředků toho podúčtu, kdy hodnota je vyšší než 17 miliard eur. V letech 2012-2013 se jedná o odlivy prostředků přesahující 10 miliard eur.

<sup>63</sup> Finanční účet bez položky rezervních aktiv

**Vývoj maďarského forintu** v letech 2005-2014 ukazuje graf 3.

Graf 3: Vývoj měnového kurzu



Zdroj: Vlastní zpracování z dat ECB

Relativně nízké hodnoty má maďarský forint v roce 2005, kdy hodnota k lednu 2005 byla zhruba 247 HUF/EUR. V první polovině roku 2006 dochází k znehodnocení, následovaný půlročním zhodnocením na obdobnou hodnotu. Rok 2007 zaznamenal poměrně malé výkyvy s hodnotami okolo 250 CZK/EUR. Rok 2008 začíná mírným znehodnocením forintu, následované zhodnocením na nejnižší úroveň tedy 231,82 HUF/EUR v červenci tohoto roku. Vývoj kurzu v dalších 8 měsících je poznamenán krizí a znehodnocením až na 304 HUF/EUR v březnu 2009, tj. o 30%. Od této doby následuje zhodnocení měny na hodnoty okolo 270 HUF/EUR. V roce 2010 jsou jen mírné změny kurzu 265 – 282 HUF/EUR (6,5%). Od července 2011 do prosince 2011 dochází k vysokému znehodnocení až na maximální úroveň 309 HUF/EUR. V prvních osmi měsících roku 2012 se kurzu forintu zhodnocuje až na úroveň okolo 280 HUF/EUR a následuje dlouhodobý trend znehodnocování až k hodnotám okolo 310 HUF/EUR v roce 2014.

Celkově forint dlouhodobě vykazuje tendenci k znehodnocení a jsou zde patrné větší výkyvy. Celkové znehodnocení forintu v této dekádě činilo zhruba 20%.

Výše **devizových rezerv** a poměrový ukazatel ve vztahu k importu je v tabulce 20.

Tabulka 20: HU Devizové rezervy

(mld. eur)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Devizové rezervy	11,52	16,40	16,39	24,04	30,68	33,67	37,77	33,88	33,78	34,58
Poměr k 3M importu	0,79	0,97	0,85	1,13	1,85	1,78	1,85	1,71	1,65	1,61

Zdroj: MNB, vlastní úprava

Stejně jako ostatní země se rezervy navyšují v důsledku rostoucího zahraničního obchodu. Hodnoty devizových rezerv za toto desetiletí narůstají na trojnásobek hodnoty roku 2005. V první třech hodnocených letech není likvidita ideální, protože nepokrývá ani průměrný tříměsíční import. Naopak od roku 2009 je přítomna velká likvidita ve formě devizových rezerv.

Hodnoty **hrubého externí dluhu** a vládního dluhu jsou uvedeny v tabulce 21.

Tabulka 21: HU Ukazatele zahraniční zadluženosti

(mil. eur)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Hrubý externí dluh	NA	NA	NA	157616	168849	157621	162607	156629	147167	149459
Hrubý dluh/HDP (%)	NA	NA	NA	147	180	161	161	158	145	143
Vládní dluh <sup>64</sup>	53722	62007	66044	72636	75700	78427	72226	76682	77687	77690
Vládní dluh/HDP (%)	60,5	64,7	65,6	71,6	78	80,6	80,8	78,3	76,8	76,2

Zdroj: Eurostat, ECB, vlastní výpočet vlastní zpracování

Hrubý externí dluh má mezi roky 2008-2011 mírně kolísavou, tendenci od roku 2012 však jednoznačně klesající, kdy dluh oproti roku 2008 klesl o více než 8 miliard, resp. 5,5%. Poměrový ukazatel je v případě Maďarska velmi negativní. Přesahuje výrazně hranici 100%. Nejhorší stav je v roce 2009, kdy je hodnota na 180%. S poklesem dluhu klesá i daný poměr, kterému pomáhá i rostoucí HDP v posledních dvou letech.

Vládní dluh má výchozí hodnotu v roce dluhu 2005 okolo 53 miliard eur, která meziročně skokově narůstá a do roku 2010 dále roste pomalejším tempem. V roce 2011 zaznamenává meziroční pokles o 6 miliard, následovaný opět růstem o cca 4 miliardy. Hodnoty okolo 77 miliard eur má v letech 2012-2014.

<sup>64</sup> Vládní dluh je částečně financován domácími a částečně zahraničními subjekty. Část je tedy promítnuta v externím dluhu. Výše státního dluhu je zde uváděna, protože je hodnocena, jak evropskou unií, tak případnými investory.

## 4.4 Polsko

Polsko je státem s rozlohou přes 312 tisíc km<sup>2</sup> a populací okolo 38,5 milionů obyvatel. Je to jediná země Visegrádské skupiny, která má přístup k moři. Měnou této země je polský zlotý. K hlavním obchodním partnerů z hlediska exportu patří Německo, Velká Británie a Česká republika, importními partnery jsou Německo, Rusko a Čína.<sup>65</sup>

### 4.4.1 Vybrané vnitřní ukazatele a otevřenost ekonomiky

Stav Polska z hlediska zvolených makroekonomických ukazatelů v časové řadě 2005-2014 je k vidění v následující tabulce.

Tabulka 22: PL Vybrané vnitřní ukazatele ekonomiky

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
HDP běžné ceny (mld. eur)	245	273	314	364	315	362	380	389	395	411
HDP / obyvatele v PPS	50	50	53	54	59	62	64	67	67	68
Inflace (%)	2,2	1,3	2,6	4,2	4	2,7	3,9	3,7	0,8	0,1
Nezaměstnanost (%)	17,9	13,9	9,6	7,1	8,1	9,7	9,7	10,1	10,3	9

Zdroj: Eurostat, úprava vlastní

Hrubý domácí produkt zaznamenal mezi lety 2005-2014 výkyvy. Vysoký růst zaznamenal mezi lety 2007-2008, následovaný značným propadem v roce 2009, nicméně už v dalším roce se dostal téměř na hodnotu roku 2008. Následuje stabilní růst v letech 2011-2014. Růst HDP se projevil i v růstu v paritě kupního standardu EU, kdy od roku 2005 se tento ukazatel z výchozí hodnoty 50% posunul na 68%. Největší přírůstky jsou v letech 2008-2012, kdy ukazatel narostl o 13p.b.

Inflace byla maximální v roce 2008 je 4,2%. Obdobné hodnoty okolo 4% jsou v letech 2009 a 2011. Nízké hodnoty jsou pak naopak v posledních dvou sledovaných letech s hodnotami pod 1%. Ukazatel nenaznačuje vysoké výkyvy a pro investory nepředstavuje významné riziko.

Míra nezaměstnanosti je nejvyšší v letech 2005 (17,9%) a 2006 (13,9%). Hodnoty okolo 10% jsou i v letech 2010-2013 s poklesem o 1 p.b. v roce 2014. Nejnižší hodnotu nezaměstnanosti ve sledovaném období zaznamenalo Polsko v roce 2008 (7,1%).

<sup>65</sup> Europa.eu, Polsko[online][http://europa.eu/about-eu/countries/member-countries/poland/index\\_cs.htm](http://europa.eu/about-eu/countries/member-countries/poland/index_cs.htm)[cit.18.2.2016]

Propojenost vnitřní a vnější ekonomiky Polska je uváděna v tabulce 22.

Tabulka 23: PL Otevřenost ekonomiky

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Export zboží a služeb v % z HDP	34,9	38,2	38,8	38,3	37,6	40	42,5	44,4	46,3	47,4
Import zboží a služeb v % z HDP	35,9	40,1	42,1	43,2	38,3	42,1	44,5	44,9	44,4	46,2
Obrat zboží a služeb v % z HDP	70,8	78,3	80,9	81,5	75,9	82,1	87	89,3	90,7	93,6

Zdroj: Eurostat, úprava vlastní

Polsko vykazuje poměrně nízkou otevřenost, která v případě exportu ve výchozím roce ukazuje stav 35%, u importu je to procento více. I u Polska se projevuje nárůst otevřenosti, který ve sledovaném horizontu představuje zvýšení o zhruba 12 p.b. na straně exportu, u importu toto navýšení je přibližně 10 p.b. Import převyšuje export až do roku 2012. V porovnání hodnot evropské 28 a Polska, lze konstatovat, že se jedná o hodnoty blízké. Polsko je zhruba o 4 p.b. nad úrovní exportu EU, u importu se pak jedná o 7 p.b.

#### 4.4.2 Ukazatele vnější ekonomické rovnováhy

Vnější ekonomická rovnováha je hodnocena na základě účtu platební bilance, rozboru běžného účtu a ukazatelů dluhu.

Následující tabulka zobrazuje jednotlivé účty **platební bilance** a další sumarizační položky, které jsou nezbytné pro hodnocení vnější ekonomické rovnováhy.

Tabulka 24: PL Platební bilance

(mil. eur)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Běžný účet	-6 429	-11 005	-19 925	-24 389	-12 645	-19 485	-19 654	-14 456	-5 031	-8 303
Kapitálový účet	786	1 666	3 418	4 067	5 080	6 446	7 254	8 549	9 006	10 034
Finanční účet <sup>66</sup>	-12 155	-10 518	-27 615	-25 976	-24 526	-34 782	-24 381	-17 634	-5 232	-3 699
Chyby a opomenutí	-55	851	-1 730	-8 081	-6 548	-10 247	-7 286	-2 994	-8 453	-4 965
<b>BÚ+KÚ</b>	<b>-5 643</b>	<b>-9 339</b>	<b>-16 507</b>	<b>-20 322</b>	<b>-7 565</b>	<b>-13 039</b>	<b>-12 400</b>	<b>-5 907</b>	<b>3 975</b>	<b>1 731</b>
<b>BÚ+FÚ<sup>67</sup></b>	<b>5 726</b>	<b>-487</b>	<b>7 690</b>	<b>1 587</b>	<b>11 881</b>	<b>15 297</b>	<b>4 727</b>	<b>3 178</b>	<b>201</b>	<b>-4 604</b>
Rezervní aktiva <sup>68</sup>	6 457	2 030	9 378	-2 427	10 413	11 496	4 695	8 733	754	465

Zdroj: NBP, vlastní výpočty, zpracování vlastní

Běžný účet je v celé časové řadě deficitní. Maximální deficit je v roce 2008 ve výši přes 24 miliard eur. Další výrazné deficity jsou v letech 2007, 2010, 2011, kdy deficity dosahují téměř 20 miliard eur. Naopak nejnižší jsou v roce 2005, 2013 a 2014, kdy se deficity pohybují mezi 5 – 8,3 miliardami eur.

Kapitálový účet je trvale v přebytku s rostoucí tendencí. Maximální hodnota je 10 miliard v roce 2014.

Finanční účet má maximální příliv prostředků v roce 2010 a to více než 34 miliard eur s dalšími výraznými přílivy v letech 2007- 2011, kdy přesahují 20 miliard. Snižující tendence je vidět v posledních třech sledovaných letech.

Ze součtu přílivů kapitálu běžného a finančního účtu vyplývá, že ve všech letech mimo posledního hodnoceného jsou deficity běžného účtu pokryty přílivem kapitálu prostřednictvím finančního účtu.

<sup>66</sup> Finanční účet bez rezervních aktiv

<sup>67</sup> Takto uvedený ukazatel, počítá s obrácenými znaménky a to příliv prostředků z finančního účtu s kladným znaménkem, jinými slovy ukazuje, zda je finanční účet schopen pokrýt případné deficity účtu běžného a naopak

<sup>68</sup> Dle nové metodiky spadají rezervní aktiva do finančního účtu – jedná se ovšem de facto v minulosti uváděnou veličinu změna devizových rezerv

Při hodnocení deficitu běžného účtu k čistým přímým investicím je však situace odlišná viz příloha 8, která ukazuje, že v žádném roce nejsou deficity pokryty tímto účtem. Nejnižší hodnoty jsou v letech 2006 a 2013 ve stovkách miliard eur. V ostatních letech jsou to miliardy až desítky miliard eur.

Běžný a kapitálový účet má obrovské výchylky od nuly. V některých letech je vyšší než desítky miliard. V posledních čtyřech letech hodnoty pravidelně směřují k vyšší vyrovnanosti, přesto jsou stále v jednotkách miliard eur.

Největší zásahy do vyrovnanosti platební bilance prostřednictvím položky rezervních aktiv jsou v letech 2009- 2010 přes 10 miliard eur, naopak v letech 2013-2014 se jedná o stovky milionů eur.



**Rozbor běžného účtu a hodnoty jednotlivých podúčtů a jejich hodnocení jsou předmětem následující tabulky a textu.**

Tabulka 25: PL Běžný účet – rozbor

(mil. eur)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Bilance zboží	-4 464	-7 874	-16 491	-23 488	-7 708	-10 940	-13 295	-8 131	-335	-3 255
Bilance služeb	1 978	2 032	5 344	5 070	5 017	3 297	5 167	6 004	7 646	8 572
Výkonová bilance	-2 486	-5 842	-11 147	-18 418	-2 691	-7 643	-8 128	-2 127	7 311	5 317
Prvotní důchody	-4 127	-5 715	-9 544	-6 862	-8 976	-11 797	-12 284	-12 204	-11 915	-13 225
Druhotné důchody	184	552	766	891	-978	-45	758	-125	-427	-395
BÚ celek	-6 429	-11 005	-19 925	-24 389	-12 645	-19 485	-19 654	-14 456	-5 031	-8 303
BÚ/HDP (%)	-2,6	-4,0	-6,4	-6,7	-4,0	-5,4	-5,2	-3,7	-1,3	-2,0

Zdroj: NBP, vlastní výpočty, zpracování vlastní

Za deficity běžného účtu jsou nejvíce odpovědny výkonová bilance, respektive import zboží a bilance prvotních důchodů.

Bilance zboží je záporná v celém období s nejvyšším deficitem v roce 2008 přes 23 miliard eur. Další hodnoty přes deset miliard jsou v letech 2007, 2010 a 2011. Nejnižší hodnotou je deficit přibližně 300 milionu eur v roce 2013.

Služby vykazují kladné hodnoty v řádech miliard eur, jednoznačně rostoucí trend mají od roku 2011. V roce 2014 se dostal tento účet na hodnotu 8,5 miliardy eur. Přebytky okolo 5 miliard, ale vykazuje i v letech 2007-2009.

Výkonová bilance je záporná mezi lety 2005-2012, z toho nejvyšší deficit je v roce 2008 více než 18 miliard eur. Dalším výrazným deficitem převyšující hranici 10 miliard je možné pozorovat v roce 2007. V letech 2013 a 2014 je výkonová bilance v přebytku. Důvody jsou uvedeny v předchozím odstavci.

Bilance prvotních důchodů je v celém sledovaném období deficitní. Nejvyšší deficit je v roce 2014 okolo 13 miliard eur. A od roku 2010 jsou deficity toho účtu trvale vyšší než 10 miliard eur. Druhotné důchody jsou oproti předcházejícím účtům méně významné. Nejčastěji se pohybují v řádech stovek milionů eur.

Poměrový ukazatel deficitu běžného účtu k HDP ukazuje, že 5% hranice je překročena v letech 2007, 2008 a mírně také v letech 2010 a 2011. V posledních dvou sledovaných letech je pak hodnota ukazatele do 2% (deficit).

Rozbor jednotlivých položek **finančního účtu** Polska bez rezervních aktiv je v tabulce 26.

Tabulka 26: PL Finanční účet

(mil. eur)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Finanční účet <sup>69</sup>	-12 155	-10 518	-27 615	-25 976	-24 526	-34 782	-24 381	-17 634	-5 232	-3 699
Přímé investice	-5535	-8577	-12841	-6762	-5741	-6485	-9862	-4715	-3183	-8218
Portolio.investice	-9791	2199	4628	1956	-10294	-21916	-12340	-15295	-125	1533
Finanční deriváty	-138	548	1457	745	1301	449	119	-2133	-526	-16
Ostatní investice	3 309	-4 688	-20 859	-21 915	-9 792	-6 830	-2 298	4 509	-1 398	3 002

Zdroj: NBP, zpracování vlastní

Finanční účet vykazuje v celé časové řadě přílivy kapitálu, kdy na výsledcích se podílejí především přímé, portfoliové a ostatní investice. Přímé investice vykazují výrazný rozdíl mezi aktivy a pasivy v letech 2006-2007 a 2011 a 2014. V roce 2007 dosáhl více než 12 miliard eur. Důvodem je vysoký příliv prostředků, který je ve zmíněných letech vyšší než 10 miliard eur a odliv v řádech miliard eur.

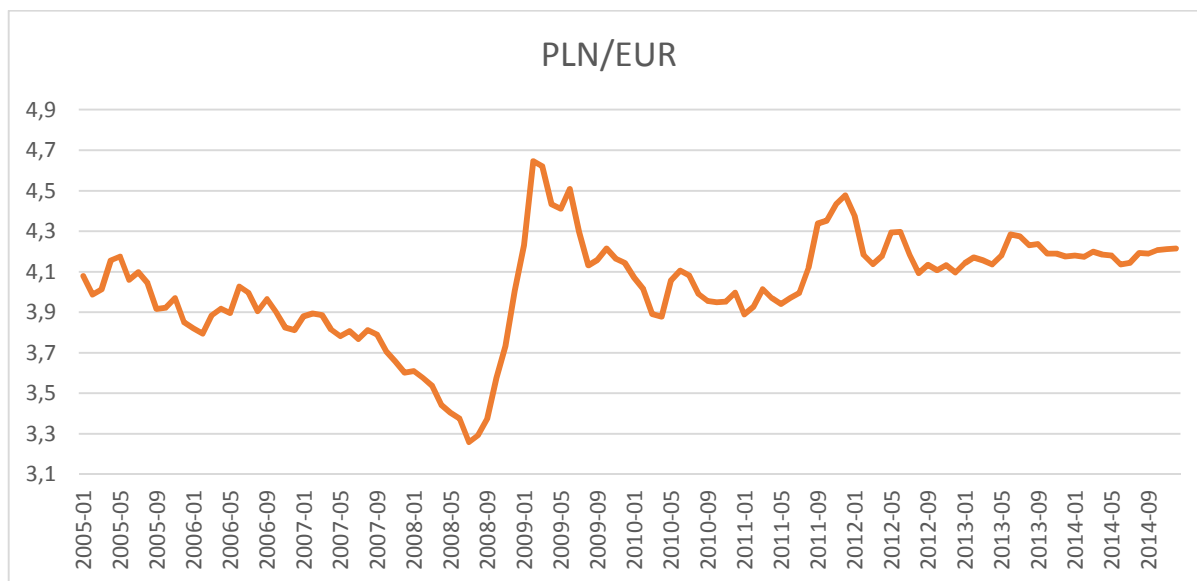
Portfoliové investice zaznamenávají vysoký příliv kapitálu mezi lety 2009-2012, kdy se jedná o položky vyšší než 10 miliard. Důvod je shodný jako u přímých investic, a sice příliv prostředků je o řád vyšší než odliv.

Ostatní investice přispěly k výsledku finančního účtu přílivem prostředků okolo 20 miliard v letech 2007-2008. Naopak odlivy jsou v letech 2005, 2012 a 2014 s hodnotami podstatně nižšími. Jedná se o objemy prostředků mezi 3- 4,5 miliardami eur.

<sup>69</sup> Finanční účet bez rezervních aktiv

V rámci hodnocení **měnového kurzu** je možné sledovat časovou řadu polského zlatého ve vztahu k euru.

Graf 4: Vývoj měnového kurzu PLN/EUR



Zdroj: Vlastní zpracování z dat ECB

Kurz polského zlatého začíná rok 2005 hodnotami okolo 4,1 PLN/EUR a tento rok vykazuje spíše zhodnocení kurzu na 3,8 PLN/EUR, které skončilo v únoru 2006, kdy se vývoj na 4 měsíce obrátil. Od června 2006 je dlouhodobá tendence k zhodnocování měny, i když s výkyvy v roce 2007. Tento trend končí v červenci 2008, kdy je hodnota kurzu úplně nejnižší a to okolo 3,3 PLN/EUR. Jako v případě ostatních zemí následuje rychlý nástup znehodnocování kurzu, z nejnižší hodnoty na nejvyšší (4,6 PLN/EUR) za osm měsíců, v relativním vyjádření pak o téměř 40%. Poté následuje fáze zhodnocení, kdy výraznější pokles je pozorován až v druhém pololetí roku 2009. Rok 2010 je relativně stabilní a hodnota kurzu osciluje mezi 4-4,1 PLN/EUR. V druhé polovině následujícího roku dochází k výraznějšímu znehodnocení, kdy nejvyšší hodnota byla v prosinci 2012 (přibližně 4,5 PLN/EUR). Kurz v roce 2013 a 2014 je stabilní s mírnými výkyvy okolo hodnot 4,1 – 4,3 PLN/EUR.

Celkově polský zlotý prošel podobnými výkyvy jako ostatní ekonomiky, hodnoty poslední dvou let jsou téměř obdobné úrovni jako hodnoty výchozí.

Polské **devizové rezervy** a poměr k importu je uveden v tabulce 27.

Tabulka 27 :PL Devizové rezervy

(mld. eur)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Devizové rezervy	35,97	36,83	44,69	44,14	55,22	69,99	75,72	82,58	77,14	82,65
Poměr k 3M importu	1,64	1,34	1,35	1,12	1,83	1,84	1,78	1,89	1,76	1,74

Zdroj:NBP, zpracování vlastní

Polsko má dostatečné rezervy pro krytí svého průměrného tříměsíčního importu. Stejně jako v případě dalších zemí se značně v této dekádě navýšily a to o na více než dvojnásobek.

**Zadluženost** Polska prostřednictvím vybraných ukazatelů znázorňuje tabulka 28.

Tabulka 28: PL Ukazatele zahraniční zadluženosti

(mil. eur)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Hrubý externí dluh	NA	NA	NA	174717	194783	238114	248627	280715	278470	291887
Hrubý dluh/HDP (%)	NA	NA	NA	48	62	66	65	72	71	71
Vládní dluh <sup>70</sup>	119059	130998	145918	143344	165264	193863	191048	215735	223047	202908
Vládní dluh/HDP (%)	46,7	47,1	44,2	46,6	49,8	53,3	54,4	54	55,9	50,4

Zdroj: Eurostat, ECB, vlastní výpočet vlastní zpracování

Hrubý externí dluh má rostoucí tendenci s mírným meziročním poklesem mezi lety 2012 a 2013. Dluh se v letech 2008- 2014 navyšuje o 67 %, s největším přírůstkem mezi lety 2009 – 2012, kdy za čtyři roky narostl o téměř 90 miliard eur.

Poměrový ukazatel znázorňuje rovněž růst dluhu, který je ovšem korigován růstem HDP, což je patrné například v posledním roce, kdy přes navýšení absolutní hodnoty je poměrový ukazatele shodný s rokem předchozím. Opačný jev je patrný v roce 2009, kdy propad HDP zaznamenal vysokou hodnotu ukazatele.

Z dlouhodobého pohledu má vládní dluh rostoucí tendenci. Od roku 2005 narostl do roku 2014 o 70%. Nejvyšší deficit byl v roce 2013 ve výši 223 miliard eur. Je však nutné upozornit, že mezi lety 2013-2014 došlo k poklesu o 20 miliard eur.

Poměrový ukazatel vládního dluhu k HDP je nejvyšší v roce 2013, kdy dosáhl téměř 56%. Tato hodnota se již blíží 60% hodnotě stanovené maastrichtskými konvergenčními kritérii. Nicméně pokles dluhu a růst HDP snižuje tento poměrový ukazatel v roce 2014 na hodnotu okolo 50%.

<sup>70</sup> Vládní dluh je částečně financován domácími a částečně zahraničními subjekty. Část je tedy promítnuta v externím dluhu. Výše státního dluhu je zde uváděna, protože je hodnocena, jak evropskou unií, tak případnými investory.

## 4.5 Shrnutí zemí

Všechny země Visegrádské skupiny od roku 2005 zvyšují v sledované dekádě svou otevřenost na základě ukazatelů exportu a importu k hrubému domácímu produktu. Výkonové bilance těchto ekonomik se rovněž dokáží dostat do přebytků. Česká republika má tuto bilanci přebytkovou od začátku hodnoceného období, Maďarsko od roku 2007, Slovensko od roku 2012 a v následujícím roce se dostává do přebytku i Polsko. Přebytkový běžný účet má Maďarsko (2010), Slovensko (2012) a Česká republika (2014). Hodnoty finančního účtu jsou dlouhodobě záporné, což značí přílivy prostředků do daných zemí. Maďarsko je mírně odlišné, protože v posledních letech má finanční účet kladný.

Hlavní směřování jednotlivých zemí lze shrnout následovně.

**České republice** dlouhodobě roste výkonová bilance, především účet zboží. Důvodem výsledku přes 10 miliard eur v roce 2014 může být i umělé navyšování kurzu české koruny vůči euru centrální bankou. Běžný účet vykazuje dlouhodobě deficit, přebytek je mírný až v posledním hodnoceném roce. Za těmito deficity stojí především prvotní důchody, které v letech 2010-2014 představují deficitní položky vyšší než 9 miliard eur. Prvotní důchody vyrovnává v posledním roce právě výkonová bilance. Deficitní roky mají v poměru k HDP hodnoty nižší než 5% kritická hodnota. Záporné hodnoty běžného účtu jsou pokryty přílivem kapitálu z přímých investic v kumulovaném vyjádření, případně finančním účtem jako celek ve většině let přímo. Externí dluh dlouhodobě roste a za období 2008-2014 se zvýšil o 48% na téměř 103 miliard eur. Kurz české koruny vůči euru v dlouhodobém horizontu vykazuje zhodnocení. V současné době je držen uměle na hodnotách okolo 27 CZK/EUR. Platební bilance není v žádném sledovaném roce vyrovnaná. Nejmenších zásahu do rovnováhy bylo třeba v roce 2006 (desítky miliard eur) a v letech 2007 a 2011 (stovky miliard eur).

**Slovensko** reprezentuje nejmenší ekonomiku a jediného člena měnové unie z Visegrádské skupiny. Za dlouhodobě deficitní běžný účet je zodpovědná výkonová bilance, konkrétně účet zboží a prvotní důchody. Účet zboží je deficitní až do roku 2012, v tomto roce se dostává do přebytku a tím následně i výkonová bilance, která je tak schopna pokrýt deficity ostatních účtů a zajistit přebytek celého běžného účtu. Předchozí deficity jsou poměrně vysoké a poměrovým ukazatelem k hrubému domácímu produktu ve většině let překračují kritickou 5% hranici. Příliv prostředků z finančního účtu dokáže ve většině let pokrýt deficity běžného účtu, případně při shrnutí několika let docházelo k relativní vyrovnanosti. Nelze to ovšem říci pouze o přímých zahraničních investicích. Zadluženost vyjádřená hrubým externím dluhem výrazně roste, mezi lety 2008-2014, kdy dochází ke zvýšení o 75%, na hodnotu 67 miliard eur. Slovensko jako člen měnové unie pozbývá možnosti manipulace s měnovým kurzem. Jeho členství však znamená vysokou likviditu vůči ostatním zemím a relativní investorskou stabilitu mezi zeměmi unie. Vztah eura k americkému dolaru jako další rezervní měně se vyznačuje kolísáním, které se v letech 2009-2014 pohybuje mezi hodnotami 1,2-1,5 USD/EUR. Celkově má Slovensko nejvyrovnanější platební bilanci z těchto ekonomik. V roce 2010 je plná vyrovnanost a v následujících letech jsou třeba jen mírnější zásahy.

Běžný účet **Maďarska** je od roku 2010 v přebytku a to díky růstu výkonové bilance konkrétně účtu zboží, kdy nárůst exportu zboží může souviset i s dlouhodobě rostoucím znehodnocováním forintu vůči euru. Výsledek účtu ukazuje, že výkonová bilance pokrývá druhý nejvýznamnější podúčet a to prvotní důchody, které jsou deficitní. V letech 2005-2008 je situace opačná a na vině je export zboží i prvotní důchody. Běžný účet v těchto letech vykazoval hodnoty deficitu v relativním vyjádření k hrubému domácímu produktu okolo 7%. Příliv kapitálu z finančního účtu zvládl pokrýt deficity účtu běžného, v posledních třech letech ale investiční činnost Maďarska není schopný financovat účet běžný. Také záporné hodnoty běžného účtu není možné pokrýt pouze přímými investicemi. Poměrně nízký čistý příliv prostředků z přímých investic je dán i vysokými aktivy země v tomto účtu. Tato fakta vedou k vysokými hodnotám hrubého externího dluhu, který má v roce 2014 hodnotu okolo 150 miliard eur, a to i díky klesající tendenci od roku 2010. Relativní hodnota dluhu v roce 2014 je 143% HDP. Za zmínku stojí také měnový kurz, který zaznamenává za hodnocený časový úsek znehodnocení okolo 20%. A jeho tendence je poměrně nestabilní. Platební bilance Maďarska vyžadovala největší zásahy na udržení vyrovnanosti v letech 2008-2009.

Největší ekonomikou skupiny je **Polsko**. Běžný účet stále není v přebytku, ale výkonová bilance již kladná je, zásluhou růstu služeb (účet zboží vykazuje stále deficity). Záporný běžný účet je dále způsoben prvotními důchody. Stejně jako u ostatních ekonomik pokrývá vysoký příliv prostředků z finančního účtu deficity běžného. Přímé investice toho ale sami schopny nejsou. Hodnoty deficitů vyšší než je kritická hodnota, má Polsko v letech 2007-2008 a 2010-2011. Externí dluh Polska je přes 291 miliard eur v roce 2014, v poměru k hrubému domácímu produktu pak 71%. Kurz polského zlotého v roce 2013 a 2014 je stabilní, s mírnými výkyvy okolo hodnot 4,1 – 4,3 PLN/EUR, což jsou hodnoty mírně vyšší než v roce 2005. Nejvyrovnanější platební bilanci má Polsko v letech 2013-2014, kdy jsou nutné zásahy v řádech stovek milionů, naopak velmi výrazné v letech 2009-2010.

## 4.6 Komparace zemí

V této kapitole jsou porovnávány základní předpoklady zemí a jejich vnitřní a vnější ukazatele ekonomiky.

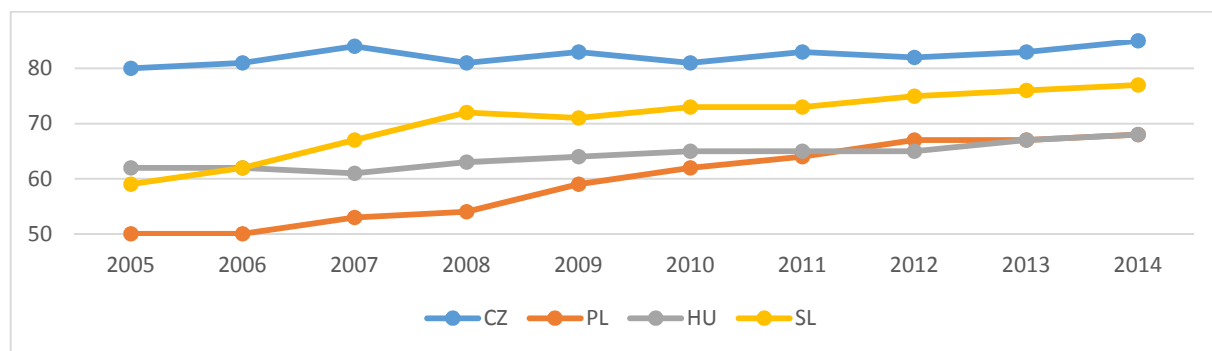
Největší zemí je Polsko, které je přibližně 3,35 krát větší než Maďarsko, 4 krát větší než Česká republika a více než 6krát větší než Slovensko. Obyvatel má rovněž nejvíce Polsko a to téměř 4krát více než Česká republika a Maďarsko, které jsou na tom přibližně stejně. Slovensko má více než 6 krát méně obyvatel než Polsko.

Velmi vysokou otevřeností zahraničního obchodu se vyznačují Česká republika, Slovensko a Maďarsko, kdy podíl exportu i importu na HDP je vyšší než 80%. Polsko je méně otevřenou zemí, kde hodnoty shodných ukazatelů jsou pod hranicí 50%.

### 4.6.1 Ukazatelé vnitřní ekonomiky - porovnání

Z hlediska hrubého domácího produktu je v absolutní hodnotě nejvýkonnější opět Polsko, které má zhruba 2,66 krát větší HDP než Česká republika, 4krát větší než Maďarsko a cca 5,33 krát větší než Slovensko.<sup>71</sup> Porovnání z hlediska ukazatele HDP na obyvatele v paritě kupního standardu EU je možné vidět v grafu 1.

Graf 5: HDP/obyvatel v PPS - porovnání zemí V4 (%)



Zdroj: Vlastní zpracování z dat Eurostatu

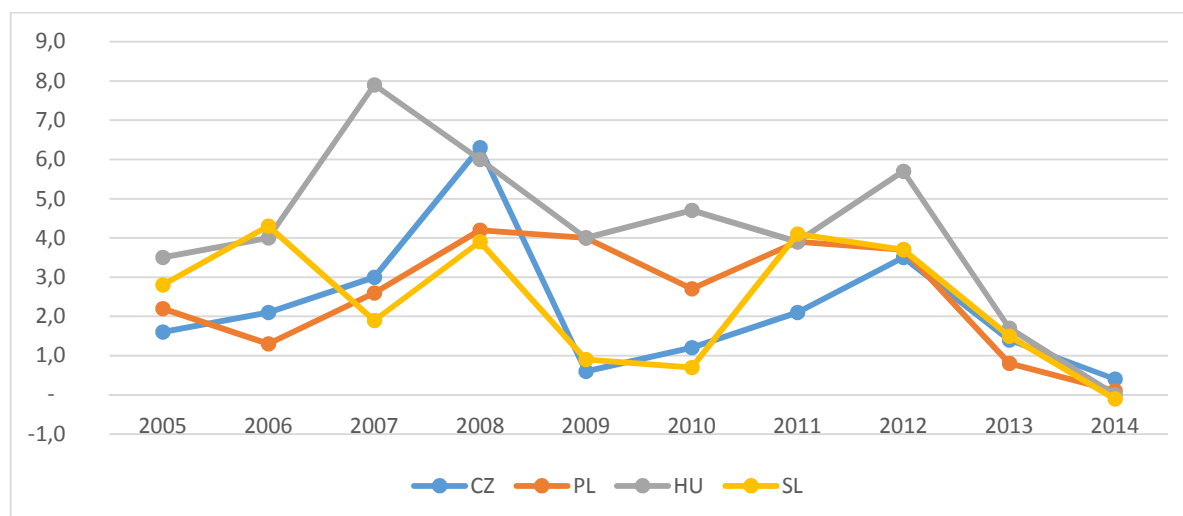
Nejvyšší hodnoty ukazatele má od začátku v celém sledovaném období Česká republika, která přesahuje hranici 80%. Druhé je Slovensko, které zaznamenalo výrazný růst, ale přesto je přibližně o 7 p.b. níže. Maďarsko a Polsko vykazuje obdobné hodnoty ukazatele a v porovnání s Českou republikou ztrácí až 18 p.b.

<sup>71</sup> Přibližné výpočty jako hodnoty HDP jsou ČR- 150 mil. eur, Polsko 400 mil. eur, Maďarsko 100mil. eur, Slovensko -73 mil. eur



Porovnání zemí na základě makroekonomických ukazatelů inflace a nezaměstnanosti je možné vidět v grafech 6 a 7.

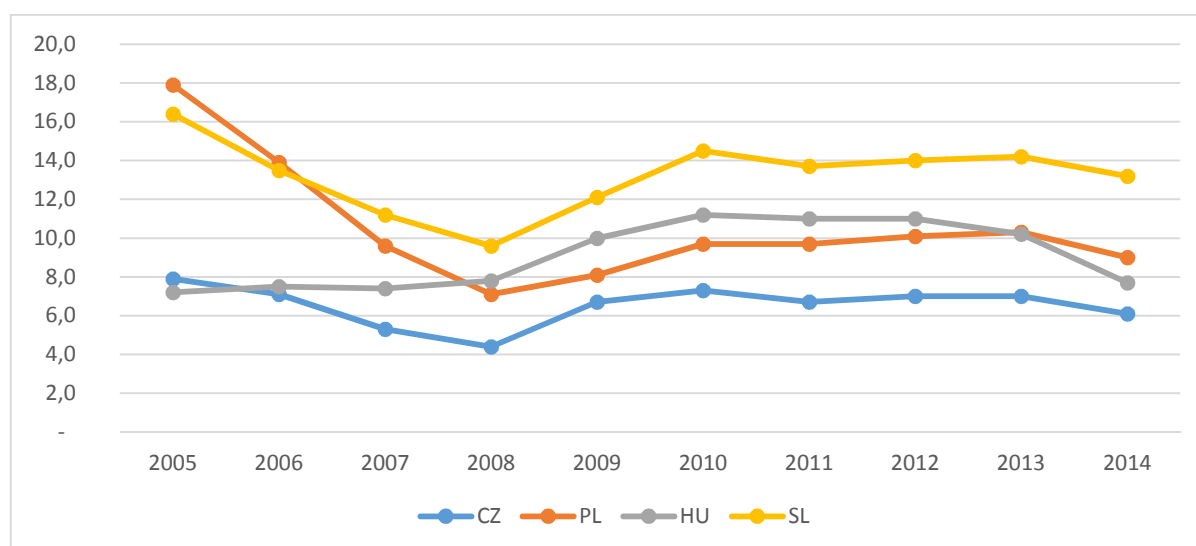
Graf 6: Inflace (%) – porovnání zemí V4



Zdroj: Vlastní zpracování z dat Eurostatu

Nejvyšší hodnoty inflace zaznamenalo Maďarsko, a to téměř v celém sledovaném horizontu. Od roku 2012 je u všech zemí pozorován jednoznačný trend poklesu hodnot inflace, až k nule, případně k mírné deflaci.

Graf 7: Nezaměstnanost (%) - porovnání zemí V4



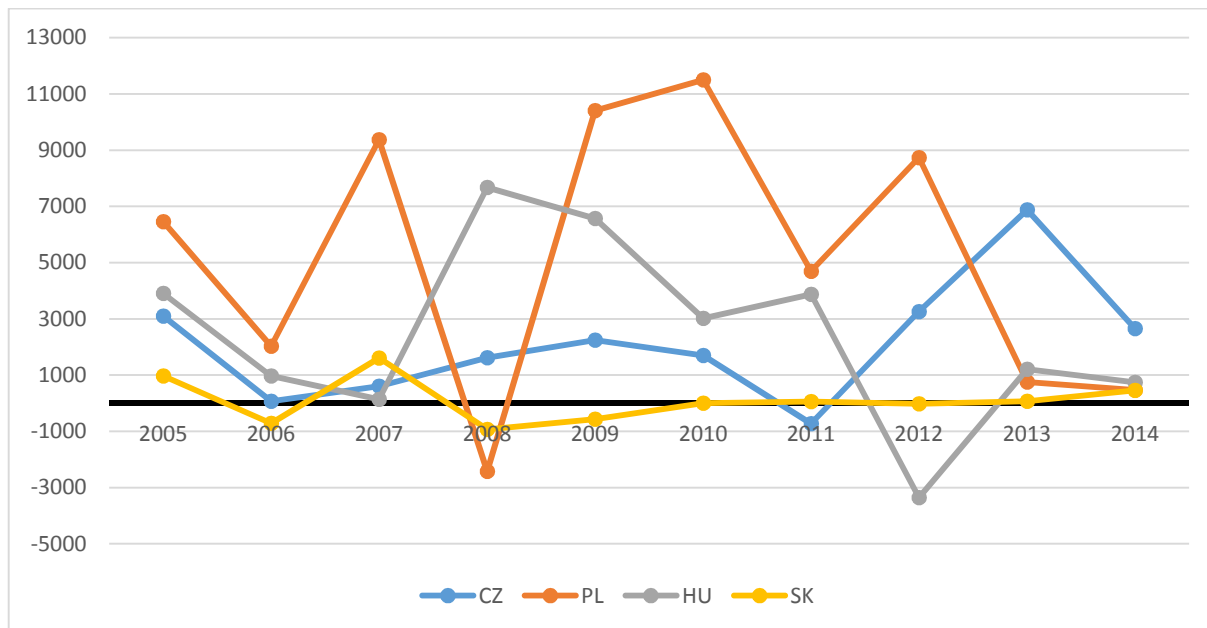
Zdroj: Vlastní zpracování z dat Eurostatu

Nezaměstnanost má u zemí Visegrádské skupiny od roku 2008 shodnou tendenci. Nejvyšší nezaměstnaností se už od roku 2007 vyznačuje Slovensko, které se pohybuje okolo hranice 14%. Polsko a Maďarsko jsou na tom lépe přibližně o 4p.b., resp. 6 p.b. Česká republika o zhruba 8 p.b.

#### 4.6.2 Ukazatele vnější ekonomické rovnováhy – porovnání zemí V4

Následující část je zaměřena na porovnání zemí z hlediska vybraných významných položek platebních bilancí a jejich sald. Jedná se o údaje běžného účtu v procentech z hrubého domácího produktu. Také o výkonovou bilanci a rovněž data týkající se přímých zahraničních investic a dluhu.

Graf 8: Porovnání rezervních aktiv V4 – zásahy k udržení vyrovnanosti platební bilance

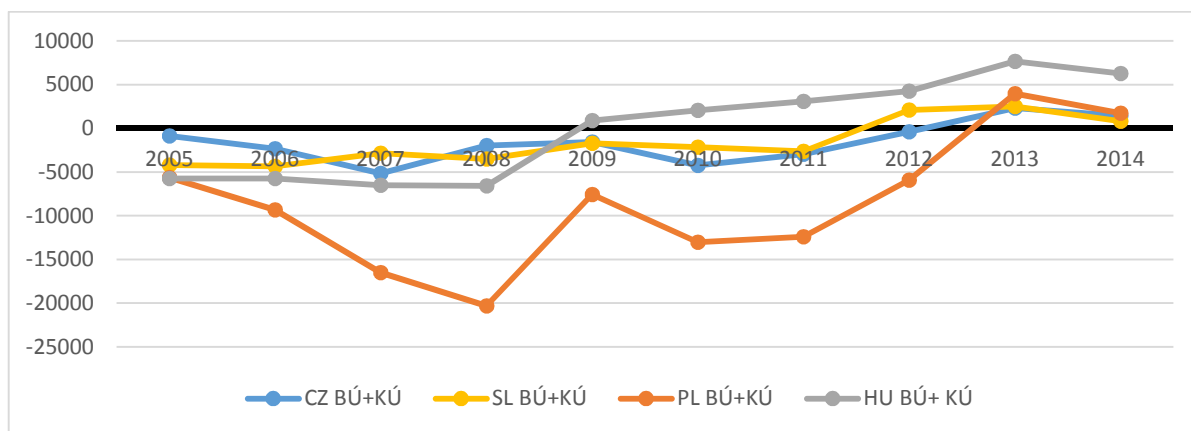


Zdroj: Vlastní zpracování z dat centrálních bank

Ze zásahů do vyrovnanosti platební bilance prostřednictvím položky rezervních aktiv je patrné, že v letech 2010-2014 má poměrně vyrovnané stavy Slovensko, v roce 2010 vykazuje plnou vyrovnanost a v dalších letech se od ní odchyluje do hodnot jedné miliardy. Naopak výrazné výchylky má největší z ekonomiky této skupiny v letech 2009 a 2010, přes deset miliard eur. Nicméně v posledních dvou letech je patrné, že ekonomiky této skupiny tíhnou k vyšší vyrovnanosti, kdy nutné zásahy jsou okolo 1 miliardy eur. Výjimkou je Česká Republika, která má znatelně větší výchylky. Při pohledu na sledovanou dekádu je vidět, že nejvyrovnanější ekonomikou z hlediska platební bilance je ta slovenská, dále česká, maďarská a polská.

Porovnání zemí na základě sald běžného a kapitálového účtu ilustruje graf 9.

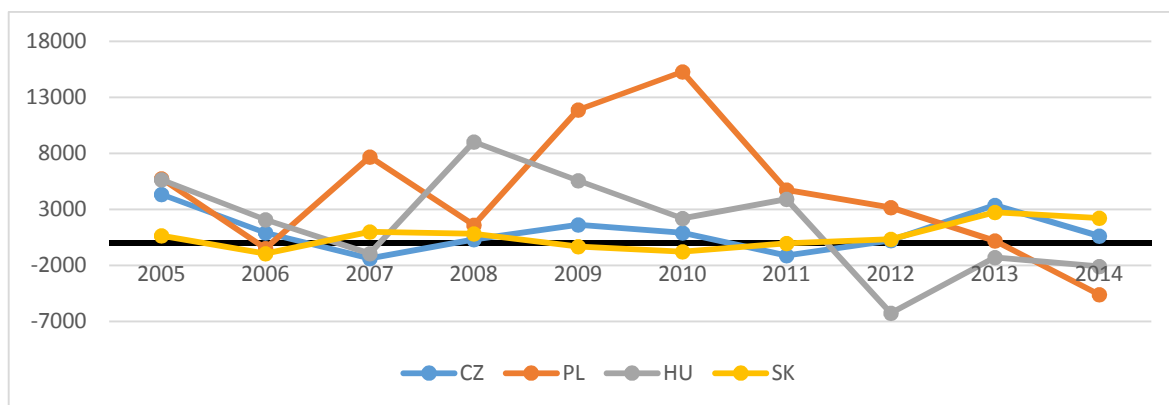
Graf 9 : Saldo běžného a kapitálové účtu



Zdroj: Vlastní zpracování z dat centrálních bank

Saldo běžného a kapitálové účtu v manuálu platební bilance hodnocené jako čisté půjčky/čisté výpůjčky ukazuje, že nejdříve se z tohoto hlediska dostává do přebytku Maďarsko v roce 2009. V roce 2012 pak Slovensko a o rok později i Česká republika a Polsko. Maďarsko tedy z hlediska toho období vybalancuje deficit v letech 2005-2008. Ostatní státy zatím ne. Česká a slovenská ekonomika v rámci ukazatele mají výchylky od rovnovážného stavu do 5 miliard eur. Maďarsko pak mezi 5- 10 miliardami eur. Polsko vykazuje velmi výrazné výchylky, kdy největší je okolo 20 miliard.

Graf 10: Saldo běžného a finančního účtu (bez rezervních aktiv) – možnosti pokrytí

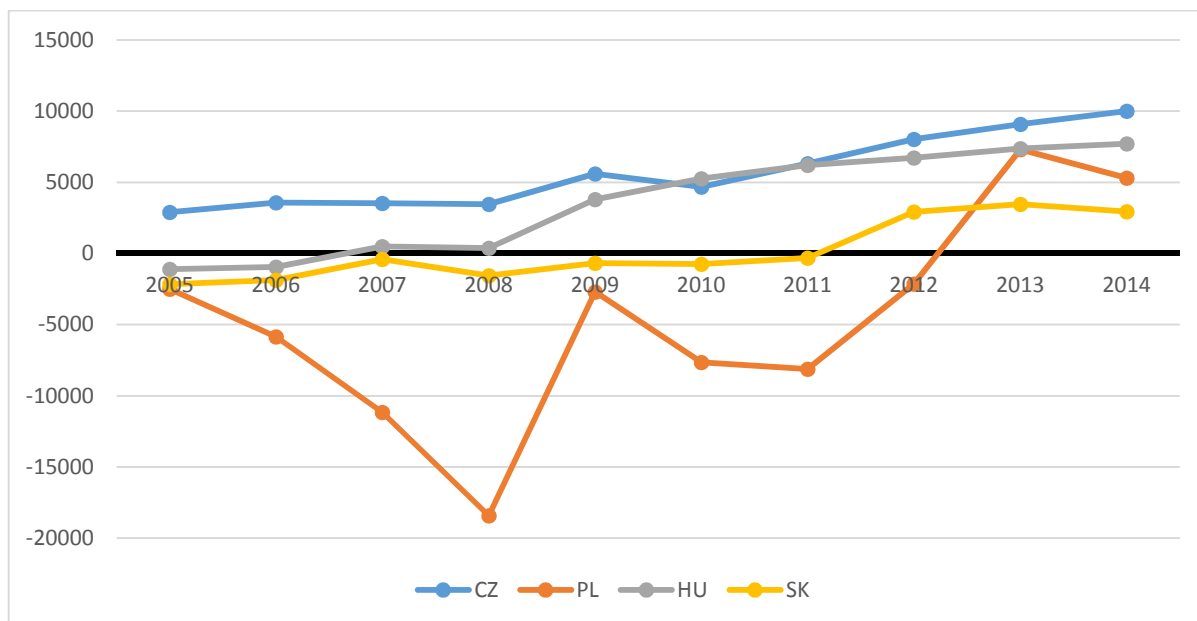


Zdroj: Vlastní zpracování z dat centrálních bank

Z pohledu této sumarizační položky mají nejvyrovnanější ekonomiky Slovensko a Česká republika. Maďarsko z těchto menších ekonomik, poměrně velké výchylky. V posledních třech letech, ale hodnoty Maďarska a Polska tíhnou k větší vyrovnanosti v rámci tohoto ukazatele. V letech 2013-2014 jsou hodnoty všech zemí v rozsahu 5 miliard od nuly.

Vývoj **výkonovým bilance** členů visegrádské skupiny ukazuje graf 10.

Graf 11 : Výkonová bilance - porovnání zemí V4 (mil. eur)

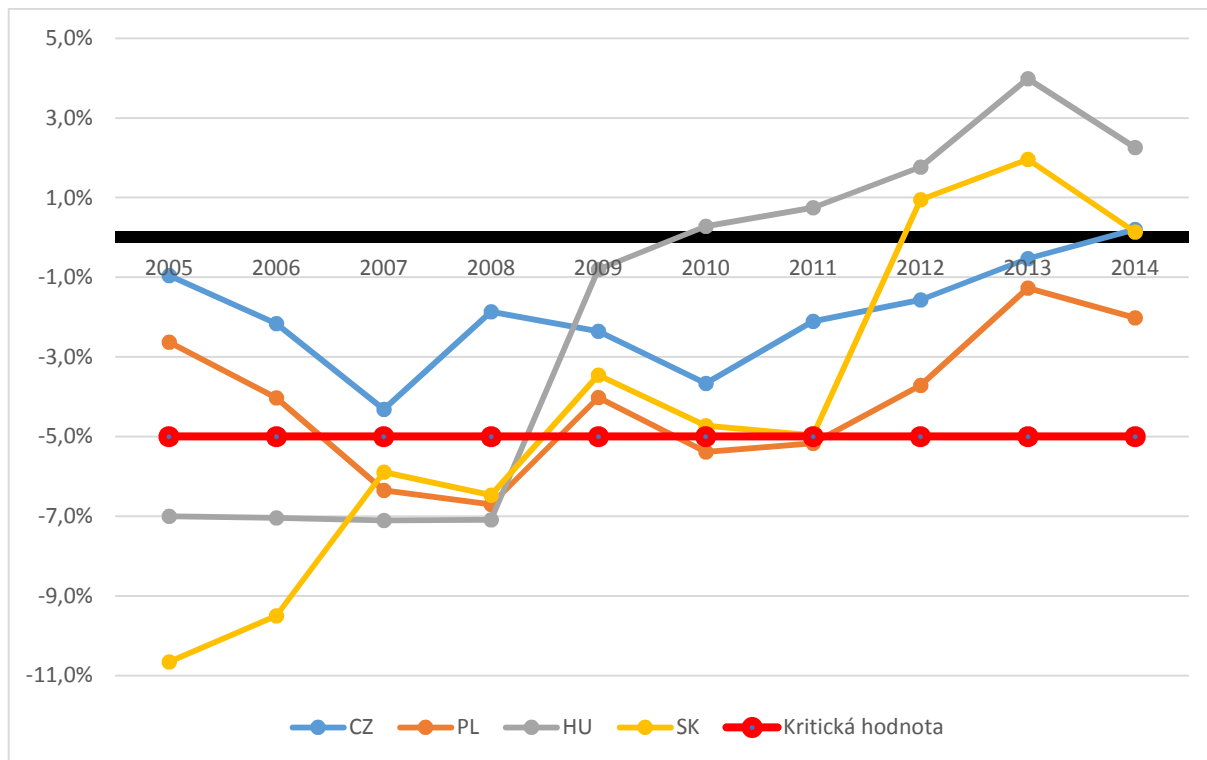


Zdroj: Vlastní zpracování z dat centrálních bank

Všechny ekonomiky mají v dlouhodobém horizontu rostoucí tendenci výkonové bilance. Zvyšují tedy svůj příspěvek k hrubému domácímu produktu. Česká ekonomika má kladnou výkonovou bilanci v celé časové řadě, od roku 2007 rovněž maďarská. Okolo roku 2012 také slovenská a o rok později i polská. Zatímco Česká republika, Slovensko a Maďarsko vykazují obdobné trendy, polská ekonomika má mezi lety 2005-2011 trendy spíše opačné, s výjimkou v roce 2009.

**Vývoj běžných účtů** Visegrádské skupiny jako podíl na HDP, spolu s kritickou hodnotou deficitu jsou k vidění v následujícím grafu.

Graf 12: Podíl běžného účtu na HDP (%) – - porovnání zemí V4

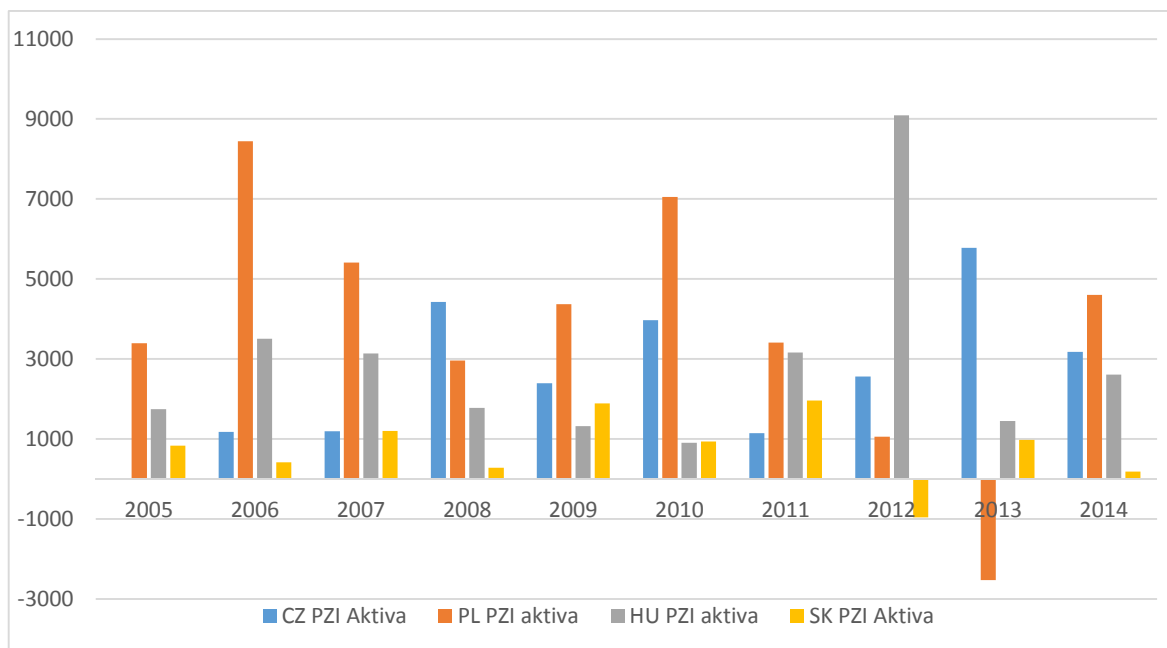


Zdroj: Vlastní zpracování z dat centrálních bank

Nejvyšší deficit v poměru k HDP má Slovensko, které překračuje 5% deficit ve čtyřech sledovaných letech a v dalších dvou se k ní výrazně blíží. Maďarsko ho překračuje 4krát, ale hodnota je nižší než v případě Slovenska. Polsko je rovněž čtyři krát pod touto hranicí, ale velikostí poměru je na tom lépe než předchozí uvedené státy. Nejhorší výsledky byly v případě České republiky, Polska a Maďarska v letech 2007, respektive 2008. U Slovenska je rok 2008 druhým nejhorším výsledkem. Nejvyššího kladného poměru dosahuje Maďarsko. Žádná ze zemí nevyrovnává poměry předešlých deficitů, ale trend se obrací.

Další srovnávanou charakteristikou jsou přímé zahraniční investice. V grafech 13 a 14 je možné vidět rozdělení na aktiva a pasiva, tedy kolik bylo do dané ekonomiky nainvestováno (pasiva) a kolik sama investovala (aktiva).

Graf 13: Srovnání PZI – aktiva - porovnání zemí V4 (mil. eur)

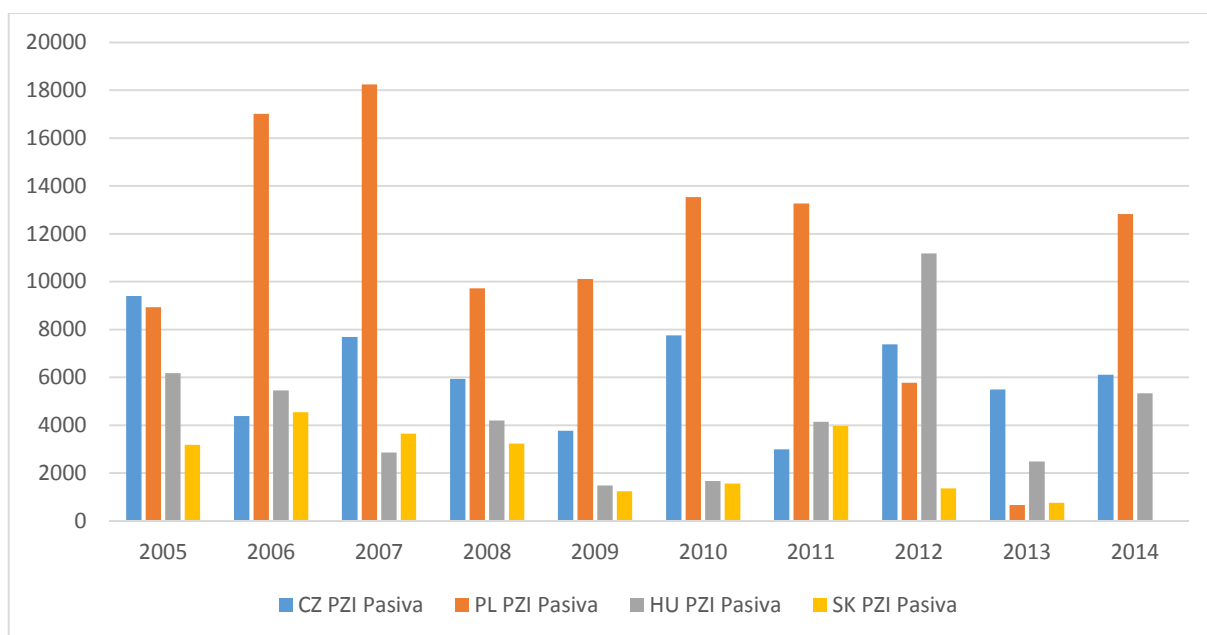


Zdroj: Vlastní zpracování z dat centrálních bank

Největší přírůstky aktiv generuje Polsko, což vzhledem k velikosti ekonomiky není překvapení. Jen v roce 2013 zaznamenává pokles. Nejméně aktiv vykazuje Slovensko a v roce 2012 zaznamenává dokonce jejich snížení. A v žádném sledovaném roce nemá přírůstek aktiv vyšší než 3 miliardy eur. Maďarsko je z hlediska přímých zahraničních investic poměrně aktivní, a vykazuje mimořádné navýšení aktiv v roce 2012 (přes 9 miliard). Mimo roky 2009 a 2010, také vždy převyšuje aktiva Slovenska.

Celkově při kumulaci položek aktiv přímých zahraničních investic ve sledované dekádě, lze konstatovat toto. Největší aktiva má Polsko. Poté Maďarsko, které má v součtu aktiva vyšší přibližně o 3 miliardy eur než Česká republika. Nejméně aktiv vlastní Slovensko, přibližně třikrát méně než Česká republika. Toto hodnocení znázorňuje tabulkové ztvárnění a sumarizace hodnot uváděné v příloze 7.

Graf 14: Srovnání PZI pasiva - porovnání zemí V4 (mil. eur)



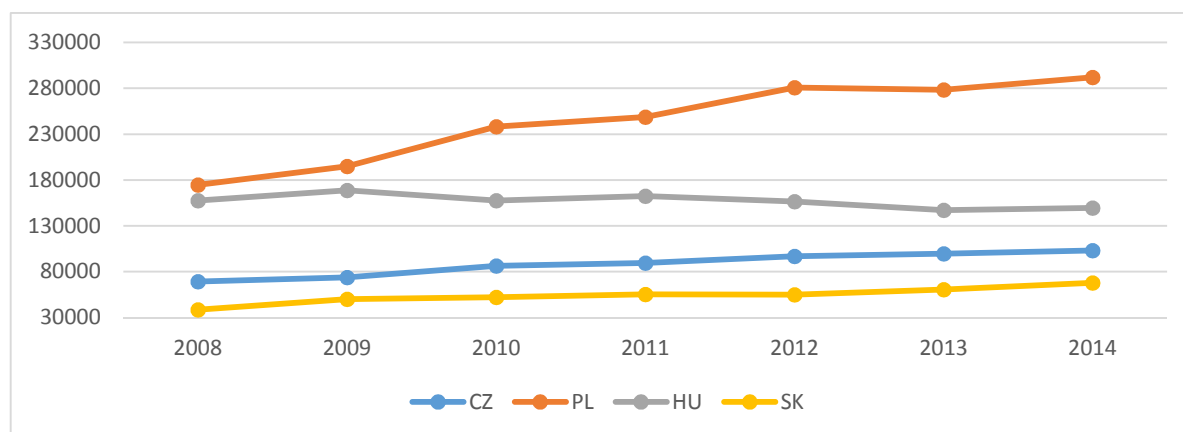
Zdroj: Vlastní zpracování z dat centrálních bank

Nejvíce pasiv má opět největší ekonomika, tedy Polsko, které v sedmi letech výrazně převyšuje všechny země. A celkově má oproti druhé České republice pasiva větší o 80%, od Maďarska to je téměř 2,5 násobek a v případě Slovenska téměř 4,7 násobek. Investičně významné jsou především první tři hodnocené roky, nejvyšších hodnot pro konkrétní zemi dosahuje Česká republika v roce 2006, následuje Slovensko, v roce 2007 Polsko. Nejvyšší příliv investic u maďarské ekonomiky je možné vidět až v roce 2012.

Při porovnání kumulace aktiv a pasiv jednotlivých států jsou nejmenší rozdíly mezi aktivy a pasivy v případě Slovenska, kde hodnotový rozdíl je 15 miliard eur. Pasiva jsou třikrát větší než aktiva. Maďarsko má rozdíl aktiv a pasiv okolo 16 miliard eur, poměrově je na tom výrazně lépe, pasiva jsou vyšší než aktiva o 55%. Česká republika má tento rozdíl 35 miliard eur a pasiva jsou 2,4 větší než aktiva. Největší rozdíly má tradičně Polsko a to 72 miliard eur. Pasiva jsou na 2,9 násobku aktiv.

Porovnání externího dluhu zemí Visegrádské skupiny na základě absolutních hodnot je možné v grafu 15. V relativním vyjádření jako podíl na hrubém domácím produktu je zobrazen v grafu 16.

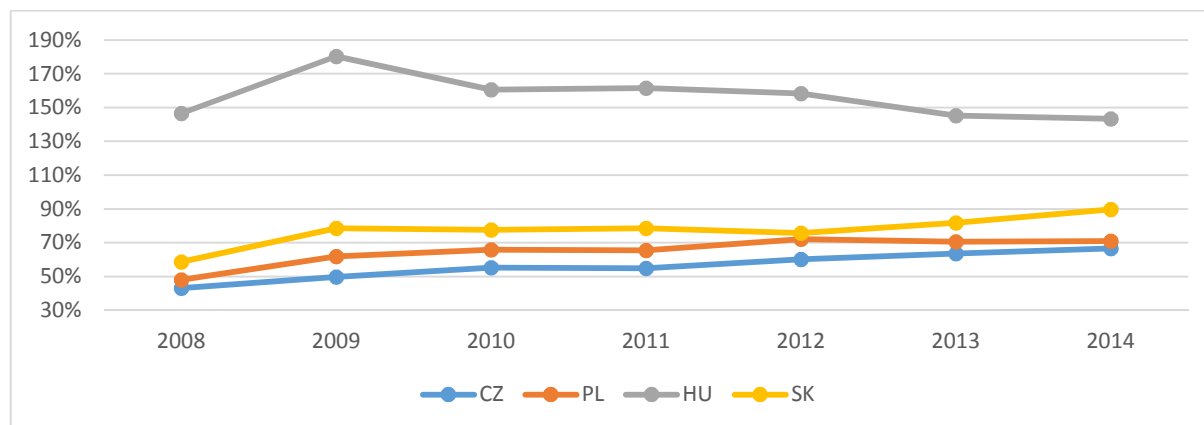
Graf 15: Hrubý externí dluh - porovnání zemí V4 (mil. eur)



Zdroj: Vlastní zpracování z dat Evropské centrální banky

Hrubý externí dluh v absolutních číslech ukazuje zajímavý stav, kdy v roce 2008 je hodnota Maďarského a Polského dluhu velmi blízká. Obdobnou vývojovou tendenci má Polsko, Česká republika a Slovensko. Maďarsko naopak snižuje zadlužení.

Graf 16: Podíl hrubého externího dluhu na HDP (%) - porovnání zemí V4



Zdroj: Vlastní zpracování

Poměrový ukazatel vyznívá velmi negativně pro Maďarsko, které je výrazně odlišné od ostatních států. Oproti České republice je rozdíl okolo 80 p.b. Tato hodnota je v posledních dvou letech obdobná pro Českou republiku a Polsko. Podobných hodnot dosahovalo rovněž Polsko a Slovensko v roce 2012.



## 5 Závěr

Při posuzování vnější ekonomické rovnováhy je kladen vyšší důraz na kritické hodnoty a případně hodnocení delšího časového úseku než na plnou vyrovnanost platební bilance. Plná vyrovnanost platební bilance je poměrně ojedinělá.

Pro hodnocení vnější rovnováhy je stěžejní běžný účet s položkami výkonové bilance a prvotní důchody. Deficity prvotních důchodů, přítomné u všech zemí skupiny V4 přímo souvisí s přílivy kapitálu ve formě přímých zahraničních investic, které jsou v jistém měřítku viditelné z uváděných dat, ale jsou i důsledkem let předchozích.

Zkoumaná dekáda byla pro státy z hlediska vývoje platební bilance významná. Dokázaly se dostat do přebytků výkonových bilancí, a většina z nich tak i pokrýt položku prvotních důchodů a mít kladný běžný účet. Pokrytí deficitů běžného účtu má probíhat na základě nedluhového kapitálu, v ideálním případě pak přímých zahraničních investic. Tuto podmínku ale ve sledovaném období kumulovaně plní pouze Česká republika.

Dopady nerovnováhy platebních bilancí jsou v případě jednotlivých zemí odlišné. Česká republika má poměrně stabilní vývoj s relativně menšími podíly deficitů běžného účtu na hrubém domácím produktu než ostatní analyzované státy a také stabilně rostoucí výkonovou bilanci. Zůstává ale čistým dovozcem kapitálu přímých investic. I přes rostoucí trend hrubého externího dluhu je na tom na základě poměru k hrubému domácímu produktu nejlépe z této skupiny. Je ovšem vysoko nad hranicí 40%. Nižší aktiva v položce přímých zahraničních investic, než má Maďarsko, ukazují buď nižší ochotu investovat v zahraničí nebo upřednostňování domácí ekonomiky, popřípadě obojí.

Pro vnitřní ekonomiku vysoké přílivy zahraničních investic a preferování podnikání na území vlastního státu představuje pozitiva ve formě vyšší zaměstnanosti a růstu hrubého domácího produktu.

Maďarsko má poněkud odlišný vývoj. Přebytek běžného účtu se dostavuje hned v následujícím roce po přechodu bilance zboží do kladných hodnot. V minulých letech je ovšem značně deficitní. Maďarsko má výraznou investiční činnost. Obě skutečnosti se projevují ve vysokém externím dluhu, který je v roce 2014 více než 3 krát vyšší než maximální přijatelná hodnota.

Vzhledem k výši aktiv přímých zahraničních investic, která byla zmíněna i v předchozím odstavci, lze říci, že maďarští podnikatelé preferují alokaci kapitálu v zahraničí. Maďarský forint vykazuje znehodnocení, ačkoli má přebytky běžného účtu. Všechny tyto skutečnosti ukazují na institucionální problémy.

Slovensko tak jako Česká republika je čistým dovozce kapitálu, jeho deficity běžného účtu jsou však výrazně vyšší. Obdobně jako Maďarsko prochází rychlou změnou běžného účtu, kdy s kladnou výkonovou bilancí se okamžitě dostává na kladné hodnoty běžného účtu. V porovnání externích dluhů na základě relativního kritéria je na třetím místě. S dluhem více než dvojnásobným proti uváděné hranici.

Polsko je oproti dříve uvedeným ekonomikám odlišné. Má nižší otevřenost a větší výkyvy všech účtů. Prozatím je přítomný deficit běžného účtu, ale výkonová bilance je již aktivní. Vývoj se tedy více podobá České republice, vysoké přímé zahraniční investice a postupné snižování deficitu prvotních důchodů exportem.

Možnosti jednotlivých zemí pro korekci stavů platební bilance prostřednictvím dílčích účtů jsou rozděleny na obecné a dále specifikovány pro konkrétní zemi. K základním možnostem ovlivňování především výkonové bilance je měnový kurz, možnosti pro ovlivňování investičních toků jsou investiční pobídky, daňová zvýhodnění atd. Nicméně o řadu dalších možností jako jsou cla, kvóty, omezení toku kapitálu, subvence atd. státy přišly v důsledku smluvních závazků v rámci EU, případně WTO.

K možnostem pro jednotlivé státy. Česká národní banka přistupuje k intervenční politice vůči euru, což pravděpodobně vedlo k vyrovnání bilance prvotních důchodů a kladnému běžnému účtu. Česká republika ale dlouhodobě podporuje zahraniční investice, což pro vnější ekonomiku znamená další navyšování deficitu prvotních důchodů a pro následné udržení rovnováhy běžného účtu stále rostoucí výkonovou bilancí. Pokud po ukončení intervencí centrální banky kurz rychle zhodnotí, pak není v dalším období pravděpodobný okamžitý další růst. To vede ke zvýšení rizika výskytu konfliktu mezi cíli hospodářské politiky.

U Maďarska je situace opačná. Měna v dlouhodobém horizontu znehodnocuje. Přebytky běžného účtu rostou. Pro vyrovnání běžného účtu by bylo vhodné zaměřit se více na investiční pobídky a s nimi spojenou administrativní podporu.

Relativně vysoké přímé zahraniční investice Maďarska (aktiva), mohou naznačovat nedostatky ve vlastní podpoře podnikání a stabilitě podnikatelského prostředí nebo další rizika související s investiční činností. Problémy mohou být i s lidským kapitálem v podobě nekvalifikovaných pracovních sil. Z toho plyne nutnost další analýz maďarskou vládou, kde v případě náprav by vnější vyrovnanost napomáhala i vnitřním ekonomickým cílům.

V případě Polska, lze navrhnout ovlivňování měnového kurzu, obdobně jako tomu je případě České republiky. Tímto zásahem by došlo k zvyšování výkonové bilance. Další možností je pomoc podnikatelům expandovat na zahraniční trhy pomocí zvyšování podpor a zajištění prostřednictvím exportní investiční banky. Výsledkem je pak snížení čistého odlivu prostředků z účtu prvotních důchodů.

Slovensko představuje z hodnocených zemí nejvyrovnanější ekonomiku s poměrně vyrovnaným běžným účtem i platební bilancí. Jako člen měnové unie manipulovat s kurzem nemůže. Investičně by mělo být atraktivnější z hlediska lepší likvidity a kurzového rizika. Na ukazatelích pasiv to, ale příliš znatelné není.

Závěrem jen jedna poznámka týkající se zahraničních vztahů, které se také promítají do zahraničního obchodu. Jedná se o vztahy Evropské unie s Ruskem. Maďarsko a Polsko jsou významnými obchodními partnery ruské federace a současná situace se na jejich výsledcích může výrazněji promítnout. Z uváděných dat vliv těchto pří nelze vysledovat, ale jedná se jistě o zajímavé téma vhodné pro další analýzy.

## 6 Zdroje

### Publikace

BRČÁK, J., SEKERKA B., *Makroekonomie*, Aleš Čeněk, Plzeň, 2010, str. 292, 978-80-7380-245-5

DURČÁKOVÁ, J., MANDEL, M. *Mezinárodní finance*. Praha, Management Press, 2007, str. 487, ISBN 978-80-7261-170-6

HOLMAN, R., *Ekonomie*, Praha, C.H.Beck, 1999, str. 726, ISBN 80-7179-255-1

KRPEC, O., HODULÁK, V., *Politická ekonomie mezinárodních vztahů*, Munipress, Brno, 2011, str. 359, ISBN – 978-80-210-5481-3

NEUMANN, P., JIRÁNKOVÁ, M., ŽAMBERSKÝ, P., *Mezinárodní ekonomie*. Praha: Grada, 2010., str. 159, ISBN 978-80-247-3276-3.

TOMŠÍK, V., MANDEL, M., *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. Praha: Management Press, 2008, str. 367, ISBN 978-80-7261-185-0.

VARADZIN, F. *Mezinárodní ekonomie*. Praha: Professional Publishing, 2013, str. 463 ISBN 978-80-7431-116-1

SOUKUP, A., *Mezinárodní ekonomie*, Aleš Čeněk, Plzeň, 2012, str. 301, 978-80-7380-392-6

SPĚVÁČEK V., ROJÍČEK M., VINTROVÁ R., ZAMRAZILOVÁ E., ŽDÁREK V., *Makroekonomická analýza*, Linde, Příbram, 2012, ISBN 978-80-86131-92-4

### Elektronické:

#### IMF

IMF, ROAF, J., ATOYAN R., JOSHI B, et. al. 25 Years of Transition Post-Communist Europe and the IMF, [online] dostupné z [http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2014/eur/eng/pdf/erei\\_sr\\_102414.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2014/eur/eng/pdf/erei_sr_102414.pdf) [cit.5.3.2016]

IMF, Balance of payments and International investment position manual , [online]dostupné z <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf> ; [cit. 9.3.2016]

## **Eurostat**

GDP per capital in PPS, Index (EU28 = 100), [online] dostupné z <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tec00114> , [cit. 8.2.2016]

Eurostat, Gross domestic product at market prices, [online] dostupné z <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tec00001> , [cit. 23.2.2016]

Eurostat, HICP - inflation rate, [online], dostupné z <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tec00118> , [cit. 1.2.2016]

Eurostat, Unemployment rate - annual data, [online], dostupné z <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tipsun20> , [cit. 3.2.2016]

Eurostat, Imports of goods and services in % of GDP, [online], dostupné z <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tet00004> , [cit. 1.2.2016]

Eurostat, Exports of goods and services in % of GDP, [online], dostupné z <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tet00003> , [cit. 16.2.2016]

Eurostat, General government gross debt - annual data, Percentage of gross domestic product (GDP), [online] Dostupné z <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=teina225> , [cit. 24.2.2016]

Eurostat, General government gross debt - annual data [online] <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=teina225&language=en> , [cit. 24.2.2016]

## ECB

European Central Bank, Statistic date Warehouse, Gross external debt, [online] dostupné z [http://sdw.ecb.europa.eu/browseSelection.do?DATASET=0&DATASET=1&DATASET=2&DATASET=3&REF\\_AREA=106&REF\\_AREA=179&REF\\_AREA=256&REF\\_AREA=282&node=SEARCHRESULTS&q=external+debt&type=series](http://sdw.ecb.europa.eu/browseSelection.do?DATASET=0&DATASET=1&DATASET=2&DATASET=3&REF_AREA=106&REF_AREA=179&REF_AREA=256&REF_AREA=282&node=SEARCHRESULTS&q=external+debt&type=series) , [cit. 24.2.2016]

European Central Bank, Statistic date Warehouse Exchange rate,[online] dostupné z <http://sdw.ecb.europa.eu/browseAdvancedFilter.do?DATASET=0&CURRENCY=CZK&CURRENCY=HUF&CURRENCY=PLN&CURRENCY=USD&node=2018794> [cit. 24.2.2016]

## ČNB

Česká národní banka, ARAD, Platební bilance v mil. eur, [online], dostupné z [http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.PARAMETRY\\_SESTAVY?p\\_sestuid=29343&p\\_strid=ADACAA&p\\_lang=CS](http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=29343&p_strid=ADACAA&p_lang=CS) ; [cit. 15.3.2016]

Česká národní banka, ARAD, Položky běžného a kapitálového účtu v mil. eur, [online] dostupné z [http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.PARAMETRY\\_SESTAVY?p\\_sestuid=29346&p\\_strid=ADACAB&p\\_lang=CS](http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=29346&p_strid=ADACAB&p_lang=CS) ; [cit. 15.3.2016]

Česká národní banka, ARAD, Položky finančního účtu v mil. eur, [online] dostupné z [http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.PARAMETRY\\_SESTAVY?p\\_sestuid=29350&p\\_strid=ADACAC&p\\_lang=CS](http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=29350&p_strid=ADACAC&p_lang=CS) ; [cit. 15.3.2016]

ČNB, Často kladené otázky týkající se zavedení BPM6 [online], dostupné z [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/casto\\_kladene\\_dotazy\\_ohledne\\_zavedeni\\_bpm6.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/casto_kladene_dotazy_ohledne_zavedeni_bpm6.pdf) [cit. 16.3.2016]

ČNB, Olšovský R., Mezinárodní standard statistiky platební bilance Mezinárodního měnového fondu (BPM6), [online], dostupné z [http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/konference\\_projevy/vystoupeni\\_projevy/download/olsovsky\\_20140916\\_tk\\_csu.pdf](http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/olsovsky_20140916_tk_csu.pdf) [cit. 16.3.2016]

## **NBS**

Slovenská národní banka, International Reserves of the NBS, [online], <http://www.nbs.sk/en/statistics/balance-of-payments-statistics/international-reserves/bren> [cit. 15.2.2016]

Slovenská národní banka, Balance of payments, [online], dostupné z <http://www.nbs.sk/en/statistics/balance-of-payments-statistics/en-platobna-bilancia> [cit. 15.2.2016]

## **NPB**

Národní banka Polska, Balance of payments - annual data , [online] [http://www.nbp.pl/homen.aspx?f=en/statystyka/bilans\\_platniczy/bilansplatniczy\\_r.html](http://www.nbp.pl/homen.aspx?f=en/statystyka/bilans_platniczy/bilansplatniczy_r.html), [cit. 15.2.2016]

Národní banka Polska , Official reserve assets , [online] [http://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/statystyka/rez\\_of.html](http://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/statystyka/rez_of.html) ; [cit. 15.2.2016]

## **MNB**

Maďarská národní banka, Balance of Payments, International Investment Position (according to BPM6 methodology), [online], 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> ; [cit. 16.2.2016]

Maďarská národní banka, International Reserves - Foreign Currency Liquidity, <https://www.mnb.hu/en/statistics/statistical-data-and-information/statistical-time-series/ix-international-reserves-foreign-currency-liquidity> ; [cit. 16.2.2016]

Policonomics, Crawling Peg,[online], dostupné z <http://www.policonomics.com/crawling-peg/>, [cit. 7.3.2016]

Policonomics, Currency Board,[online], dostupné z <http://www.policonomics.com/currency-board/> [cit. 7.3.2016]

## 7 Přílohy

### Seznam příloh

Příloha 1 : Otevřenost ekonomik průměr zemí Evropské unie a Eurozóny.....	89
Příloha 2: CZ Finanční účet – ostatní investice, rezervní aktiva .....	90
Příloha 3: CZ Finanční účet- investice přímé (mil. eur) .....	91
Příloha 4: CZ Finanční účet- investice portfoliové (mil. eur).....	92
Příloha 5: SK Finanční účet (mil.eur) .....	93
Příloha 6: PL Finanční účet (mil. eur) .....	94
Příloha 7: HU finanční účet (mil.eur) .....	95
Příloha 8: PZI aktiva a pasiva – kumulace (mil. eur) .....	96
Příloha 9: Saldo běžného účtu a přímých zahraničních investic – ČR, PL (mil.eur) .....	97
Příloha 10: Saldo běžného účtu a přímých zahraničních investic – HU, SK (mil. eur) .....	98



*Příloha 1 : Otevřenost ekonomik průměr zemí Evropské unie a Eurozóny*

Zdroj: Eurostat, Imports of goods and services in % of GDP, [online], dostupné z <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tet00004> , [cit. 1.2.2016]

Eurostat, Exports of goods and services in % of GDP, [online], dostupné z <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tet00003> , [cit. 16.2.2016]

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
EU (28 countries)	Export zboží a služeb v % z HDP	35,4	37,5	38,1	39,1	34,9	38,6	41,4	42,6	42,9	43,1
Euro area (18 countries)	Export zboží a služeb v % z HDP	36,2	38,2	39,4	39,8	34,9	39	41,8	43,6	43,9	44,6
EU (28 countries)	Import zboží a služeb v % z HDP	34,6	37	37,5	38,9	33,9	37,8	40,4	40,7	40,3	40,3
Euro area (18 countries)	Import zboží a služeb v % z HDP	34,7	37,1	38	38,8	33,4	37,6	40,4	40,9	40,5	40,9

*Příloha 2: CZ Finanční účet – ostatní investice, rezervní aktiva*

Zdroj: Česká národní banka, ARAD, Položky finančního účtu v mil. eur, [online] dostupné z [http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.PARAMETRY\\_SESTAVY?p\\_sestuid=29350&p\\_strid=ADACAC&p\\_lang=CS](http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=29350&p_strid=ADACAC&p_lang=CS); [cit. 15.3.2016]

Období	UK1 3- Finanční účet- NET	UK2 3- Finanční účet-A	UK3 3- Finanční účet-P	UK40 3.4-FÚ-Ostatní investice (FO)- NET	UK41 3.4-FÚ-Ostatní investice (FO)- A	UK42 3.4-FÚ-Ostatní investice (FO)- P	UK43 3.5-FÚ- Rezervní aktiva (FR)- NET
31.12.2014	2295,6	8967	6671,4	-490	1506	1996	2654
31.12.2013	2667,1	15108	12440,9	-804	3305	4110	6878
31.12.2012	506,7	8428,1	7921,4	4612	3007	-1605	3254
31.12.2011	-3061,6	1940,9	5002,5	-407	2058	2465	-722
31.12.2010	-4931	6352,7	11283,7	2959	3897	938	1699
31.12.2009	-2870,9	-92	2778,9	2317	-327	-2644	2250
31.12.2008	-1687,6	7518,9	9206,6	-2053	3662	5714	1622
31.12.2007	-3979,7			-74	5136	5210	603
31.12.2006	-3498,4			-1249	1140	2389	73
31.12.2005	-2284,2			1284	3880	2596	3098

Příloha 3: CZ Finanční účet- investice přímé (mil. eur)

Zdroj: Česká národní banka, ARAD, Položky finančního účtu v mil. eur, [online] dostupné z [http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.PARAMETRY\\_SESTAVY?p\\_sestuid=29350&p\\_strid=ADACAC&p\\_lang=CS](http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=29350&p_strid=ADACAC&p_lang=CS); [cit. 15.3.2016]

	3.1-FÚ-Přímé investice (FD)-NET	3.1-FÚ-Přímé investice (FD)-A	3.1-FÚ-Přímé investice (FD)-P	3.1.2-FÚ-PZI-Dluhové nástroje-NET	3.1.2-FÚ-PZI-Dluhové nástroje-A	3.1.2-FÚ-PZI-Dluhové nástroje-P
31.12.2014	-2930,1	3176,2	6106,3	-2385	1175	3559
31.12.2013	284	5781	5497,1	2428	3318	890
31.12.2012	-4811,1	2563,5	7374,6	-696	1037	1733
31.12.2011	-1851,3	1141,3	2992,6	-1033	1205	2239
31.12.2010	-3779,8	3974,1	7753,9	409	3346	2937
31.12.2009	-1377,6	2394,1	3771,7	1298	1767	469
31.12.2008	-1504,4	4423	5927,5	-2098	1440	3538
31.12.2007	-6496,8	1190,8	7687,6	-534	239	772
31.12.2006	-3205,4	1176	4381,4	200	-27	-227
31.12.2005	-9410	-10,3	9399,8	-713	-159	554

Období	3.1.1.1-FÚ-PZI-Akcie a ostatní účasti (F5D)-Účasti jiné než reinvestice zisků-NET	3.1.1.1-FÚ-PZI-Akcie a ostatní účasti (F5D)-Účasti jiné než reinvestice zisků-A	3.1.1.1-FÚ-PZI-Akcie a ostatní účasti (F5D)-Účasti jiné než reinvestice zisků-P	3.1.1.2-FÚ-PZI-Akcie a ostatní účasti (F5D)-Reinvestice zisků-NET	3.1.1.2-FÚ-PZI-Akcie a ostatní účasti (F5D)-Reinvestice zisků-A	3.1.1.2-FÚ-PZI-Akcie a ostatní účasti (F5D)-Reinvestice zisků-P
31.12.2014	1289	1084,2	-205	-1834	918	2752
31.12.2013	536,8	1839,9	1303	-2680	623	3304
31.12.2012	-2395,5	136,1	2532	-1719	1390	3110
31.12.2011	194,9	-580,7	-776	-1013	517	1530
31.12.2010	-1620,5	183,1	1804	-2568	445	3013
31.12.2009	-433,4	285,3	719	-2242	342	2584
31.12.2008	-74	677,5	752	667	2306	1638
31.12.2007	-1633,1	211,3	1844	-4330	741	5071
31.12.2006	-725,3	793,9	1519	-2680	409	3089
31.12.2005	-5934	274,1	6208	-2763	-125	2638

Příloha 4: CZ Finanční účet- investice portfoliové (mil. eur)

Zdroj: Česká národní banka, ARAD, Položky finančního účtu v mil. eur, [online] dostupné z [http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.PARAMETRY\\_SESTAVY?p\\_sestuid=29350&p\\_strid=ADACAC&p\\_lang=CS](http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=29350&p_strid=ADACAC&p_lang=CS); [cit. 15.3.2016]

<b>Období</b>	<b>3.2-FÚ-Portfoliové investice (FP)-NET</b>	<b>3.2-FÚ-Portfoliové investice (FP)-A</b>	<b>3.2-FÚ-Portfoliové investice (FP)-P</b>			
31.12.2014	3281	2778	-502			
31.12.2013	-3511,7	75,6	3587,3			
31.12.2012	-2199,1	1066,2	3265,3			
31.12.2011	-209,7	606,8	816,4			
31.12.2010	-5999,6	-474,6	5524,9			
31.12.2009	-6106,5	-2485,4	3621,1			
31.12.2008	155,8	273,3	117,5			
31.12.2007	2035,9	3547,3	1511,4			
31.12.2006	907	2405,6	1498,6			
31.12.2005	2750,4	2760,8	10,3			
<b>Období</b>	<b>3.2.1-FÚ-PI-Účasti a podíly v investičních fondech (F5P)-NET</b>	<b>3.2.1-FÚ-PI-Účasti a podíly v investičních fondech (F5P)-A</b>	<b>3.2.1-FÚ-PI-Účasti a podíly v investičních fondech (F5P)-P</b>	<b>3.2.2-FÚ-PI-Dluhové cenné papíry (F3P)-NET</b>	<b>3.2.2-FÚ-PI-Dluhové cenné papíry (F3P)-A</b>	<b>3.2.2-FÚ-PI-Dluhové cenné papíry (F3P)-P</b>
31.12.2014	986	1177	190	2295	1602	-693
31.12.2013	329	406	77	-3840	-330	3510
31.12.2012	281	169	-112	-2481	897	3377
31.12.2011	-86	-80	5	-124	687	811
31.12.2010	272	104	-168	-6272	-579	5693
31.12.2009	-559	-764	-204	-5547	-1722	3826
31.12.2008	1286	495	-791	-1130	-222	909
31.12.2007	2578	2366	-211	-542	1181	1723
31.12.2006	1329	1542	213	-422	864	1286
31.12.2005	2421	1196	-1224	330	1564	1235

Příloha 5: SK Finanční účet (mil.eur)

Zdroj: Slovenská národní banka, Balance of payments, [online], dostupné z <http://www.nbs.sk/en/statistics/balance-of-payments-statistics/en-platobna-bilancia> [cit. 15.2.2016]

		2005			2006			2007		
		Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Net
3.	Financial account	4407	8261	-3853	-728	3354	-4083	6395	9078	-2683
3.1	Direct investment	835	3182	-2347	416	4538	-4122	1201	3644	-2444
3.1.1	Equity and reinvestment of earnings	119	1636	-1517	471	3226	-2755	408	1864	-1455
3.1.3	Debt instruments	716	1546	-830	-55	1312	-1367	792	1781	-988
3.2	Portfolio investment	2966	-316	3282	-1556	1789	-3345	2153	287	1866
3.2.1	Equity securities	-112	141	-253	315	35	281	218	181	38
3.2.2	Debt securities	3078	-457	3535	-1871	1754	-3625	1935	106	1828
3.3	Financial derivatives			35			160			-49
3.4	Other investment	-394	5394	-5789	968	-2972	3941	1478	5146	-3668
3.5	Reserve assets	966		966	-717		-717	1612		1612

		2008			2009			2010			2011		
		Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Net
3.	Financial account	444	6 475	-6 031	3 618	6 059	-2 441	3 135	5 545	-2 410	2 521	5 924	-3 402
3.1	Direct investment	282	3 230	-2 948	1 893	1 237	656	939	1 561	-622	1 962	3 961	-1 998
3.1.1	Equity	209	1 318	-1 109	329	1 456	-1 126	585	232	353	78	925	-847
3.1.2	Reinvestment of earnings	204	202	1	252	52	201	63	1 186	-1 124	-244	1 679	-1 923
3.1.3	Debt instruments	-131	1 709	-840	1 311	-270	1 581	292	143	149	2 129	1 357	772
3.2	Portfolio investment	1 172	1 211	-39	2 772	999	1 773	2 708	3 945	237	1 678	1 545	133
3.2.1	Equity securities	-337	80	-417	-32	130	-163	197	-11	208	-132	70	-202
3.2.2	Debt securities	1 509	1 131	377	2 804	869	1 935	2 510	3 956	-1 446	1 810	1 475	335
3.3	Financial derivatives			114			-266			284			343
3.4	Other investment	-188	2 034	-2 222	-214	3 822	-4 036	-796	39	-835	-1 527	418	945
3.5	Reserve assets	-936		-936	-567		-567	0,1		0,1	65		65

		2012			2013			2014		
		Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Net
3.	Financial account	-524	-843	319	6 058	7 270	-1 212	4 533	6 195	-1 662
3.1	Direct investment	-958	1 356	-2 314	976	757	219	184	27	157
3.1.1	Equity	8	126	-119	-90	653	-744	-280	-77	-203
3.1.2	Reinvestment of earnings	32	496	-464	18	-199	217	59	370	-311
3.1.3	Debt instruments	-998	733	-1 731	1 049	302	746	404	-267	671
3.2	Portfolio investment	-3 756	4 491	-8 247	-264	6 918	-7 182	671	3 278	-2 606
3.2.1	Equity securities	488	1	487	27	65	-39	-7	13	-20
3.2.2	Debt securities	-4 244	4 491	-8 734	-291	6 853	-7 143	678	3 265	-2 587
3.3	Financial derivatives			29			320			357
3.4	Other investment	4 178	-6 690	10 869	4 952	-405	5 356	2 867	2 891	-24
3.5	Reserve assets	-17		-17	73		73	454		454

Příloha 6: PL Finanční účet (mil. eur)

Zdroj: Národní banka Polska, Balance of payments - annual data , [online] [http://www.nbp.pl/homen.aspx?f=en/statystyka/bilans\\_platniczy/bilansplatniczy\\_r.html](http://www.nbp.pl/homen.aspx?f=en/statystyka/bilans_platniczy/bilansplatniczy_r.html), [cit. 15.2.2016]

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Financial account	-5698	-8488	18237	28403	14113	23286	19686	-8901	4478	-3234
Direct investment - assets	3394	8444	5411	2958	4369	7051	3412	1055	2525	4606
Equity and investment fund shares	2300	6562	2883	2081	2615	467	4581	-30	-188	3168
Debt instruments	1094	1882	2528	877	1754	6584	-1169	1085	2337	1438
Direct investment - liabilities	8929	1702 1	18252	9720	10110	13536	13274	5770	658	1282 4
Equity and investment fund shares	6368	1039 5	12393	5988	7381	9488	7965	2148	2060	7792
Debt instruments	2561	6626	5859	3732	2729	4048	5309	3622	2718	5032
Portfolio investment - assets	2006	3682	4604	-1700	1008	-120	-610	340	1651	4194
Equity securities	481	2389	4234	-956	1326	484	-474	442	919	1780
Debt securities	1525	1293	370	-744	-318	-604	-136	-102	732	2414
Portfolio investment - liabilities	1179 7	1483	-24	-3656	11302	21796	11730	1563 5	1776	2661
Equity securities	1020	-1702	-369	252	1033	5559	2176	2815	1994	2297
Debt securities	1077 7	3185	345	-3908	10269	16237	9554	1282 0	-218	364
Other investment - assets	2178	3202	1324	-4083	-3857	2987	2716	1722	1215	3100
Other investment - liabilities	-1131	7890	22183	17832	5935	9817	5014	-2787	2613	98
Financial derivatives	-138	548	1457	745	1301	449	119	-2133	-526	-16
Official reserve assets	6457	2030	9378	-2427	10413	11496	4695	8733	754	465

Zdroj :Maďarská národní banka, **Balance of Payments, International Investment Position (according to BPM6 methodology)**, [online], 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> ; [cit. 16.2.2016] , zaokrouhlení na celá čísla

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
3. Financial account (net assets) (3.1+3.2+3.3+3.4+3.5)	-8 095	-7 556	-6 149	-8 979	251	1 105	724	4 666	6 524	5 178
3.1. Direct investment (net assets)	-4 423	-1 952	286	-2 411	-153	-762	-972	-2 095	-1 028	-2 721
3.1.k. Abroad (net assets)	1 749	3 502	3 138	1 781	1 324	906	3 165	9 090	1 448	2 613
3.1.1.k Equity (net assets)	1 927	3 256	3 008	1 801	838	976	298	12 759	1 313	2 868
3.1.1.1 .ki Equity other than reinvestment of earnings (net assets)	1 786	2 476	2 264	2 535	766	870	359	11 763	756	2 070
3.1.1.2 .ki Reinvestment of earnings (net assets)	140	780	745	-734	72	106	-61	996	557	798
3.1.2.ki Debt instruments (net assets)	-177	247	130	-20	486	-70	2 868	-3 669	135	-255
3.1.2.1 .ki Assets	88	225	115	147	764	-125	2 776	-3 339	500	223
3.1.2.2 .ki Liabilities	265	-21	-15	167	278	-55	-92	330	364	478
3.1.t In Hungary (net liabilities)	6 172	5 454	2 852	4 192	1 477	1 668	4 137	11 184	2 476	5 334
3.1.1.t Equity (net liabilities)	5 884	2 834	3 119	4 167	-1 810	2 969	4 388	5 854	4 222	4 319
3.1.1.1 .be Equity other than reinvestment of earnings (net liabilities)	3 966	1 475	844	3 272	-1 618	3 155	3 162	4 392	2 731	636
3.1.1.2 .be Reinvestment of earnings (net liabilities)	1 918	1 359	2 275	895	-192	-186	1 226	1 462	1 491	3 683
3.1.2.be Debt instruments (net liabilities)	288	2 620	-266	25	3 287	-1 300	-251	5 331	-1 746	1 015
3.1.2.1 .be Assets	483	475	3 744	2 268	4 074	-255	384	-7 110	1 994	496
3.1.2.2 .be Liabilities	771	3 095	3 478	2 293	7 362	-1 555	133	-1 779	248	1 512
3.2. Portfolio investment (net assets)	-3 502	-5 087	1 627	2 529	3 590	264	-6 416	-1 508	-3 075	3 183
3.2.k Assets	1 020	1 892	2 125	2 517	736	380	-1 554	-751	-352	1 774
3.2.t Liabilities	4 522	6 979	498	-13	-2 854	116	4 862	757	2 723	-1 409
3.3. Financial derivatives (other than reserves), net assets	114	-135	-838	671	-641	-625	787	-306	-618	265
3.3.k Assets	-2 905	-3 622	-4 616	-7 888	-5 627	-4 919	-5 015	-4 679	-3 936	-3 941
3.3.t Liabilities	-3 019	-3 488	-3 778	-8 560	-4 986	-4 294	-5 802	-4 374	-3 318	-4 206
3.4. Other investment (net assets)	-4 192	-1 350	-7 357	-17 445	-9 112	-790	3 451	11 925	10 034	3 710
3.4.k Assets	1 936	4 740	3 911	2 288	404	-74	-1 780	-1 839	-181	-683
3.4.t Liabilities	6 127	6 090	11 269	19 733	9 516	716	-5 231	-13 764	-10 215	-4 393
3.5. Reserve assets	3 908	968	134	7 676	6 568	3 018	3 874	-3 351	1 210	742

*Příloha 8: PZI aktiva a pasiva – kumulace (mil. eur)*

Zdroj: Vlastní úprava, dle předchozích výkazů finančního účtu

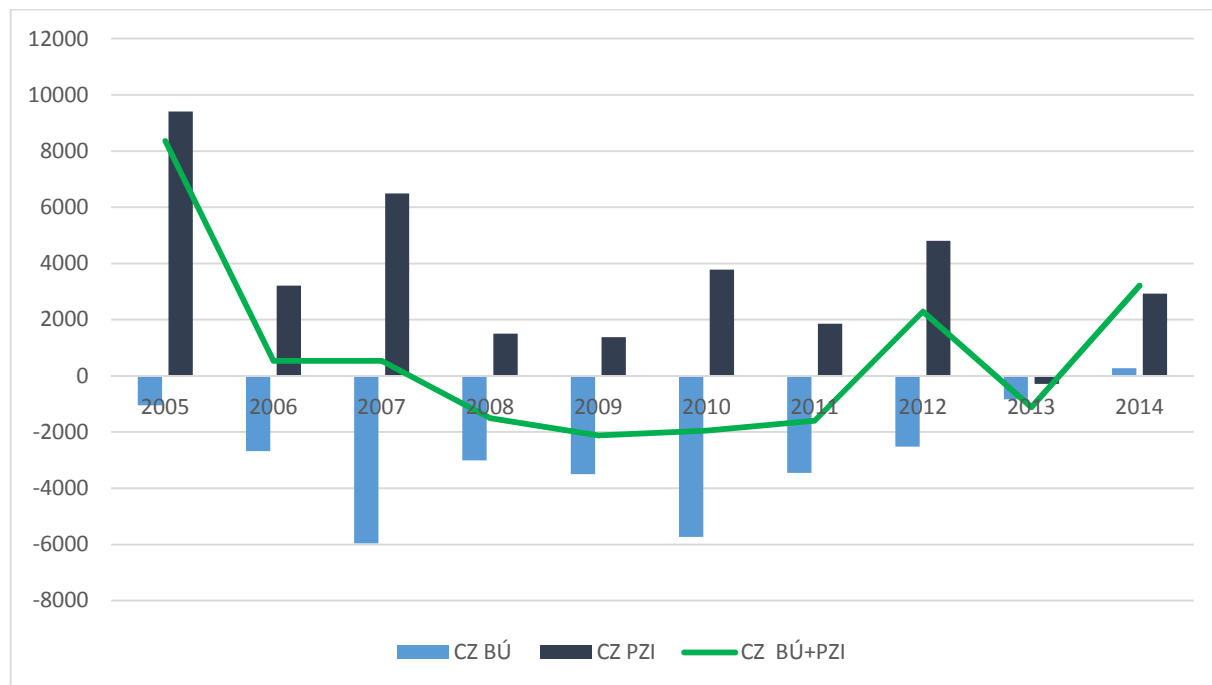
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Sumarizace
CZ PZI Aktiva	-10	1176	1191	4423	2394	3974	1141	2564	5781	3176	25810
PL PZI aktiva	3 394	8 444	5 411	2 958	4 369	7 051	3 412	1 055	-2 525	4 606	38 175
HU PZI aktiva	1749	3502	3138	1781	1324	906	3165	9090	1448	2612	28716
SK PZI Aktiva	835	416	1201	282	1 893	939	1 962	-958	976	184	7731

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Sumarizace
CZ PZI Pasiva	9400	4381	7688	5928	3772	7754	2993	7375	5497	6106	60893
PL PZI Pasiva	8 929	17 021	18 252	9 720	10 110	13 536	13 274	5 770	658	12 824	110 094
HU PZI Pasiva	6172	5454	2852	4192	1477	1668	4137	11184	2476	5334	44947
SK PZI Pasiva	3182	4538	3644	3 230	1 237	1 561	3 961	1 356	757	27	23493

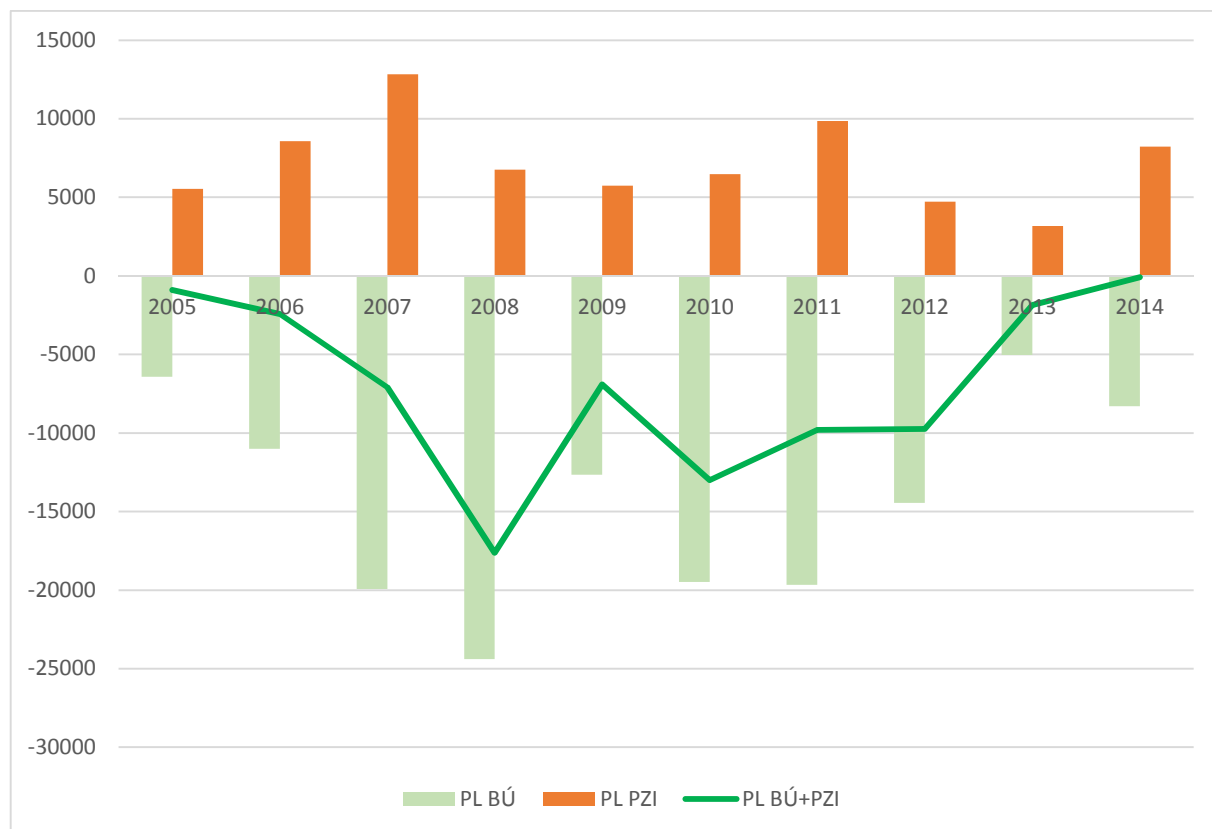


Zdroj: Vlastní zpracování, z dat centrálních bank

### Česká republika – financování běžného účtu prostřednictvím přímých investic

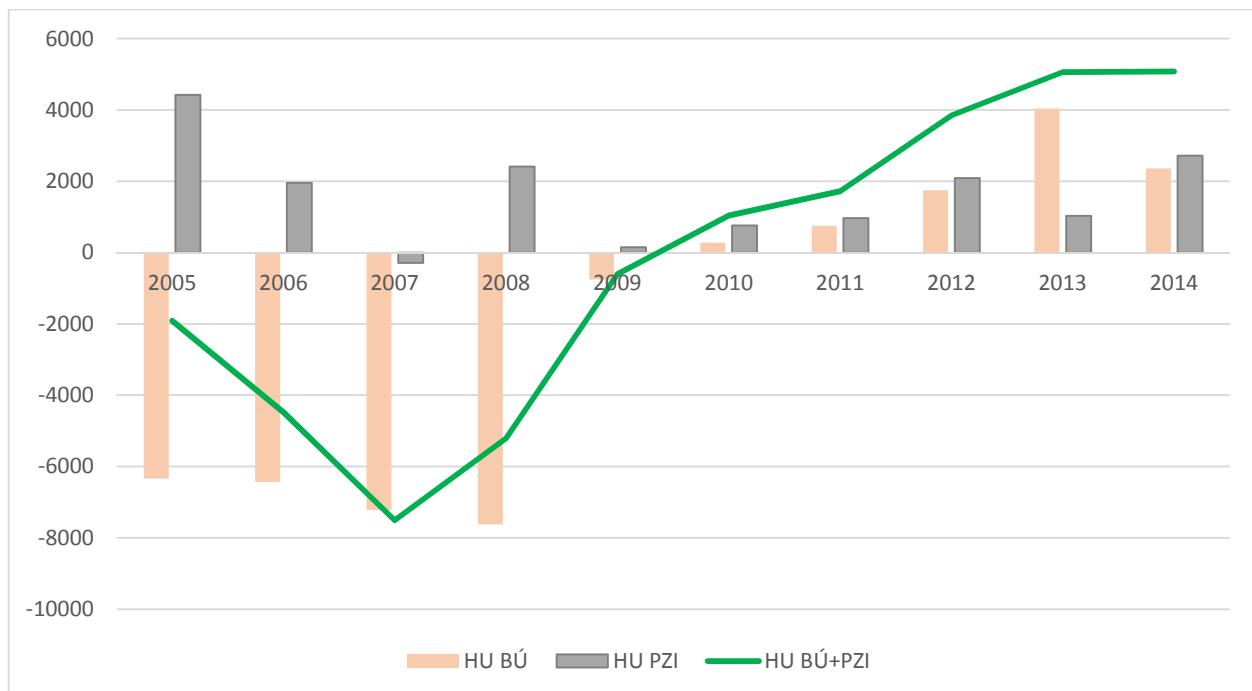


### Polsko - financování běžného účtu prostřednictvím přímých investic



Zdroj: Vlastní zpracování, z dat centrálních bank

### Maďarsko - financování běžného účtu prostřednictvím přímých investic



### Slovensko - financování běžného účtu prostřednictvím přímých investic

