



WORKING PAPER č. 08/2010

Mezinárodní přesuny kapitálu Srovnání ČR a Rakouska

Monika Jamborová

Červen 2010



Řada studií Working Papers Centra výzkumu konkurenční schopnosti české ekonomiky je vydávána s podporou projektu MŠMT výzkumná centra 1M0524.

ISSN 1801-4496



MEZINÁRODNÍ PŘESUNY KAPITÁLU SROVNÁNÍ ČR A RAKOUSKA

Abstract:

The main focus of this paper revolves around the development of foreign capital flows in the Czech Republic and Austria and its effect on their competitiveness. In the theoretical part of this paper, we briefly summarized the supposed positive effects of foreign capital flows, particularly in the case of foreign direct investment. In the empirical part, we then attempted to test whether they materialized in the economic reality of both countries.

Abstrakt:

Cílem tohoto paperu je komparovat vývoj toků zahraničního kapitálu v rámci Rakouska a ČR a posoudit jejich předpokládaný dopad na konkurenceschopnost obou zemí. V teoretické části byly stručně analyzovány dopady, které jsou se zahraničním kapitálem standardně spojovány, a to zejména v případě přímých zahraničních investic. V empirické části jsme se následně pokusili posoudit, do jaké míry se tyto efekty prosadily v hospodářské realitě obou zemí.

Recenzoval:

doc. Ing. Libor Žídek, Ph.D.

1. ÚVOD

Kapitál je ekonomy považován za jeden z klíčových faktorů ekonomického růstu a rozvoje, který figuruje v téměř každém modelu ekonomického růstu. Žádná analýza konkurenceschopnosti se tedy nemůže obejít bez prostoru věnovaného právě i přesunům zahraničního kapitálu. Tento paper navazuje na předchozí publikace CVKS, v rámci kterých byla zkoumána role kapitálu v procesu ekonomické konvergence zemí střední a východní Evropy. My nyní posuneme naši analýzu blížeji ke srovnání post-tranzitivní země se zemí vyspělou. Konkrétně se bude jednat o srovnání vývoje a dopadů toků zahraničního kapitálu na území ČR a Rakouska. Rakousko v tomto případě působí jako benchmark postupu české transformace a konvergence ekonomického prostředí ke stabilní a plně fungující tržní ekonomice.

Struktura paperu bude následující. Nejdříve se stručně zaměříme na vazby mezi zahraničním kapitálem a ekonomickým růstem tak, jak je chápe ekonomická teorie. Poté se krátce zastavíme u srovnání vývoje toků zahraničního kapitálu jako celku. Těžiště paperu bude nicméně spočívat v komparaci jedné z forem zahraničního kapitálu – přímým zahraničním investicím (dále jen PZI) a to zejména jejich přílivu. Poté krátce shrneme i vývoj toků ostatních druhů kapitálu v obou sledovaných ekonomikách.

2. ZAHRANIČNÍ KAPITÁL A KONKURENCESCHOPNOST – TEORETICKÉ VAZBY

Ještě dříve, než přistoupíme ke komparaci kapitálových toků zahraničního kapitálu v prostředí obou sledovaných zemí, zastavme se stručně u obecných teoretických vazeb mezi ním a konkurenceschopností hospodářství.¹ Kapitál je ekonomy považován za jeden z klíčových faktorů ekonomického růstu a rozvoje. V souladu s předchozími publikacemi na toto téma, i v této kapitole budeme pojem konkurenceschopnost chápat především jako schopnost dlouhodobého ekonomického růstu. Ta je kapitálem významně ovlivněna krátkodobě i dlouhodobě a není proto překvapivé, že řada teorií ekonomického růstu ho považuje za jeden z primárních determinantů ekonomického růstu. Nejdříve se podíváme na obecné souvislosti mezi přílivem zahraničního kapitálu a konkurenceschopností (tedy spíše na případ ČR). Jedním z hlavních

¹ Více o teoretických vazbách a souvislostech mezi jednotlivými druhy zahraničního kapitálu a konkurenceschopností země je uvedeno v publikacích CVKS, na které tento paper navazuje – konkrétně se jedná o Jamborová (2009).

důvodů prominentní pozice kapitálu v teoriích ekonomického růstu je to, že jeho příliv rozšiřuje investiční možnosti země nad rámec domácích úspor. Dle ekonomické teorie by kapitál měl navíc plynout ze zemí, které ho mají relativně dostatek (a tedy jeho mezní produktivita je nízká) do zemí, kde je vzácný a jeho mezní produktivita je tudíž vysoká. Nicméně kromě přímých efektů má zahraniční kapitál i řadu nepřímých dopadů na hospodářství. Ty bychom mohli rozčlenit podle základních forem, kterých zahraniční kapitál nabývá, tj. dle jednotlivých položek finančního účtu platební bilance. V souladu s předchozími publikacemi, na které tento paper navazuje, budeme i zde věnovat nejvíce pozornosti PZI. Tak jsou standardně označovány dlouhodobé vklady zahraničních investorů do podniků. Právě v souvislosti s tímto druhem kapitálu se totiž uvádí nejvyšší množství pozitivních vedlejších efektů. Jedná se např. o přístup k novým technologiím, transfer manažerských dovedností, know-how a jiné předpoklady dlouhodobého ekonomického růstu. PZI ale s sebou přináší také zvýšení konkurence, které vytváří tlak na zvyšování efektivity fungování všech – i domácích – subjektů v ekonomice.² Jedná se také o druh kapitálu s relativně nízkou volatilitou, jelikož se na rozdíl od ostatních druhů kapitálu hůře přesouvá mezi zeměmi.

Pokud se blíže podíváme na teoretické vazby mezi odlivem PZI a konkurenceschopností (tedy spíše případ Rakouska) ekonomiky, ze které plynou, situace je méně jednoznačná. Na jednu stranu se obecně předpokládá, že zakládání dceřiných společností v zahraničí působí na zemi původu pozitivně prostřednictvím zvyšování produktivity mateřských firem. Na druhou stranu to vyvolává obavy z přesouvání výroby náročných na (zejména méně kvalifikovanou) práci do zemí s nižšími pracovními náklady, což působí negativně na zaměstnanost země původu PZI.³ Podobné obavy pak mohou zaznívat i v souvislosti s HDP, exporty či vývojem platební bilance země původu.⁴ V souladu se současnou literaturou můžeme říci, že zda v tomto ohledu převáží pozitivní či negativní efekty záleží na mnoha faktorech. Konkrétně na tom, zda se jedná o vertikální či horizontální FDI,⁵ na rozdílech

² Přehled literatury o efektech PZI a jejich dopadech na ekonomický růst, poskytuje např. studie Ozturka (2007).

³ Přehled teoretických úvah i empirických studií zkoumajících dopad odlivu PZI na zaměstnanost a další makroekonomické ukazatele v zemi jejich původu poskytuje např. Kokko (2006).

⁴ Podobné úvahy mohou zaznívat i v souvislosti s přílivem PZI, typicky v souvislosti s repatriací zisků. Dle názoru autorky však v současné literatuře převažuje přesvědčení, že v tomto případě efekty pozitivní silně převažují.

⁵ Za vertikální PZI se považují ty investice, které vycházejí z rozdělení výroby na jednotlivé stupně (typicky na základě faktorové intenzity). Firma posléze outsourcuje např. stupně výroby náročné na práci v zemích s nižšími mzdovými náklady. Oproti tomu horizontální PZI představují nadnárodní rozšíření činnosti firmy a jedná se v podstatě o replikaci aktivit firmy v zahraničí (např. Masso et al., 2007).

v ekonomické úrovni mezi cílovou zemí PZI a zemí původu, v cenách výrobních faktorů mezi zeměmi, velikosti mateřské firmy, na flexibilitě trhu práce v cílové zemi, zda jsou zisky ze zahraničních PZI reinvestovány či repatriovány atd. (Masso et al., 2007). Komplexní analýza působení PZI na sledované ekonomiky by tedy předpokládala na jednu stranu odhad pozitivních efektů přílivu a odlivu PZI, ale na druhou stranu i potenciálních rizik plynoucích z PZI v zahraničí. Taková analýza nicméně překračuje rozsah tohoto paperu. Z tohoto důvodu se zde zaměříme pouze na příliv PZI do obou sledovaných ekonomik a jejich dopadu. PZI v zahraničí a jejich efekty na zemi původu budou předmětem dalších publikací v rámci tohoto vědeckého záměru.

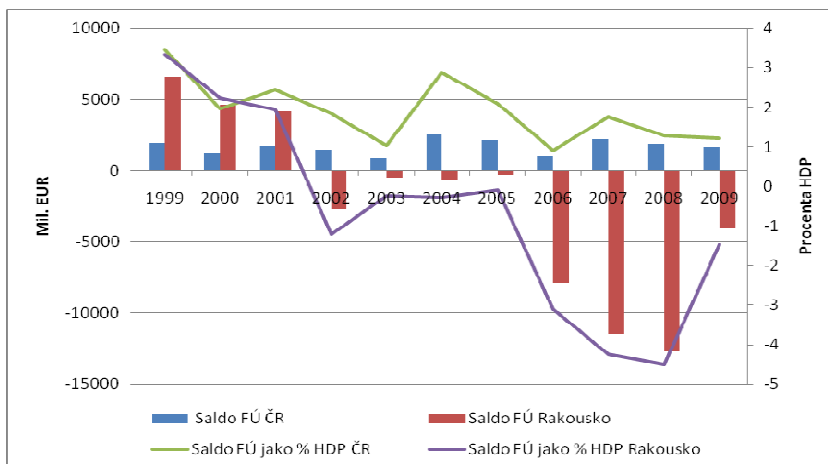
Další položkou finančního účtu platební bilance jsou portfoliové investice, tedy mezinárodní transakce s různými druhy cenných papírů. Kromě toho, že představují nový kapitál pro podniky, se také u nich obecně předpokládají pozitivní efekty, a to konkrétně na rozvoj finančních trhů. Posledním druhem kapitálu jsou ostatní investice. I ty zvyšují kapitálovou zásobu země a její investiční možnosti. Jelikož se však jedná především o zahraniční krátkodobé a dlouhodobé úvěry, jejich příliv implikuje jejich nutnost zpětného splacení, což může konkurenceschopnost ovlivňovat i negativně. Zatímco je obecně tedy příliv zahraničního kapitálu ve formě PZI vnímán z perspektivy ekonomického růstu pozitivně, potenciální nestálost a volatilita portfoliových a zejména krátkodobých ostatních investic může ekonomický růst ovlivňovat i negativně, jak se ukázalo např. v průběhu současné globální ekonomické krize.

Na následujících řádcích se podíváme právě na to, do jaké míry se prosazují tyto teoretické souvislosti v hospodářské praxi ČR a Rakouska.

3. SROVNÁNÍ VÝVOJE ZAHRANIČNÍHO KAPITÁLU OBEČNĚ

Zatímco v předchozí podkapitole jsme se zabývali obecnými vazbami mezi zahraničním kapitálem a ekonomickým růstem tak, jak je předpokládá ekonomická teorie, nyní se podíváme na konkrétní vývoj v obou sledovaných ekonomikách. Začneme od obecnějšího srovnání – tj. salda finančního účtu jako celku. Jeho vývoj jak v absolutním, tak v relativním vyjádření, máme zobrazen v následujícím grafu:

Graf č. 1: Vývoj salda finančního účtu platební bilance ČR a Rakouska mezi lety 1999 až 2009 v absolutním vyjádření v milionech EUR a jako % HDP země



Zdroj: ČNB a Oesterreichische Nationalbank, 2010; vlastní výpočty

Základním rozdílem mezi ČR a Rakouskem na poli zahraničního kapitálu v poslední dekádě, který je v grafu na první pohled zřejmý, je tendence ČR být spíše jeho destinací. Naproti tomu Rakousko po většinu sledovaného období bylo spíše zdrojem kapitálu. Rakousko resp. přešlo od poměrně vysokých přebytků finančního účtu platební bilance na přelomu tisíciletí k relativně vyrovnané pozici v první polovině první dekády nového tisíciletí, až k vysokým deficitům (až do výše 4 % HDP) v posledních letech. Kořeny vývoje v těchto „třech obdobích“ budeme hledat níže už v rámci jednotlivých forem zahraničního kapitálu.

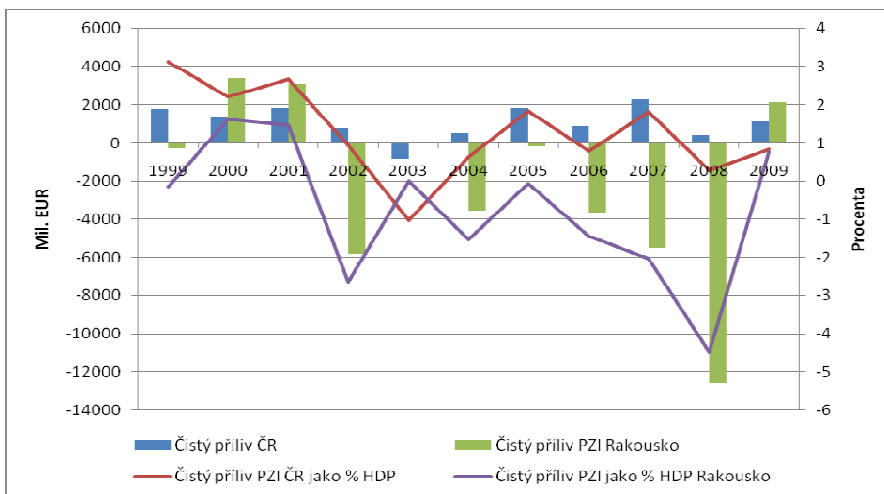
Jak je vidět v grafu, co se týče celkového salda finančního účtu platební bilance, situace v ČR byla méně dramatická než v Rakousku. ČR po celé sledované období zaznamenávala přebytky v průměrné výši kolem 2 % HDP. Co se za nimi skrývalo konkrétně, to budeme analyzovat nyní v rámci jednotlivých složek finančního účtu. Začneme první formou zahraničního kapitálu, která zároveň získává mezi ekonomy nejvíce pozornosti – PZI. Ostatním druhům kapitálu se budeme věnovat v zápětí, avšak spíše jen okrajově.

4. KOMPARACE VÝVOJE A DOPADŮ PZI

Jako první z jednotlivých forem zahraničního kapitálu se zaměříme na PZI. Tomuto druhu kapitálu navíc budeme věnovat nejvíce pozornosti. Je tomu tak proto, že se jedná o kapitál, s nímž je obecně spojováno největší množství pozitivních efektů jak pro zemi původu, tak pro jeho

destinaci.⁶ V literatuře zabývající se zahraničním kapitálem je tedy právě nejvíce pozornosti věnováno této jeho formě. Naši analýzu zahájíme stručným srovnáním vývoje v obou ekonomikách, a to nejen po stránce velikosti toků PZI, ale i jejich sektorové a geografické struktury. Posléze se blíže zaměříme na předpokládané dopady PZI. Vývoj čistého salda PZI v Rakousku a v ČR jak v absolutním vyjádření v milionech EUR, tak jako procento HDP nám zobrazuje následující graf:

Graf č. 2: Vývoj čistého přílivu PZI ČR a Rakouska mezi lety 1999 až 2009 v absolutním vyjádření v milionech EUR a jako % HDP země



Zdroj: ČNB a Oesterreichische Nationalbank, 2010; vlastní výpočty

První skutečností, která je v grafu patrná, je to, že ve většině sledovaných let je velikost kapitálových přesunů v absolutní hodnotě vyšší v Rakousku než v ČR. To následně platí i pro odlivy i přílivy PZI, stejně jako pro ostatní druhy kapitálu v rámci členění finančního účtu platební bilance. Stejný výsledek získáme, i pokud přepočítáme čistý příliv a odliv PZI v obou zemích na obyvatele. Tento fakt je v souladu s vyšší ekonomickou vyspělostí Rakouska ve srovnání s ČR (nominální HDP je v posledních letech zhruba dvojnásobný než v ČR a ekonomická úroveň ČR vůči Rakousku je zhruba dvoutřetinová). Zatímco ČR je tak na poli zahraničního kapitálu obvykle posuzována optikou toho, kolik zahraničních investic je schopna přilákat, Rakousko je považováno spíše za investora a zdroj zahraničního kapitálu. Z tohoto plyne i základní problém jakékoliv komparace Rakouska a ČR na poli zahraničního kapitálu – v tomto ohledu se jedná o relativně rozdílné ekonomiky. Tomu odpovídá i situace PZI. Zatímco ČR byla po

⁶ V této kapitole nebudeme podávat přehled všech pozitivních či potenciálně negativních efektů přílivu PZI, jelikož ty byly podrobně identifikovány v předchozích publikacích CVKS, konkrétně ve Vašendová (2007).

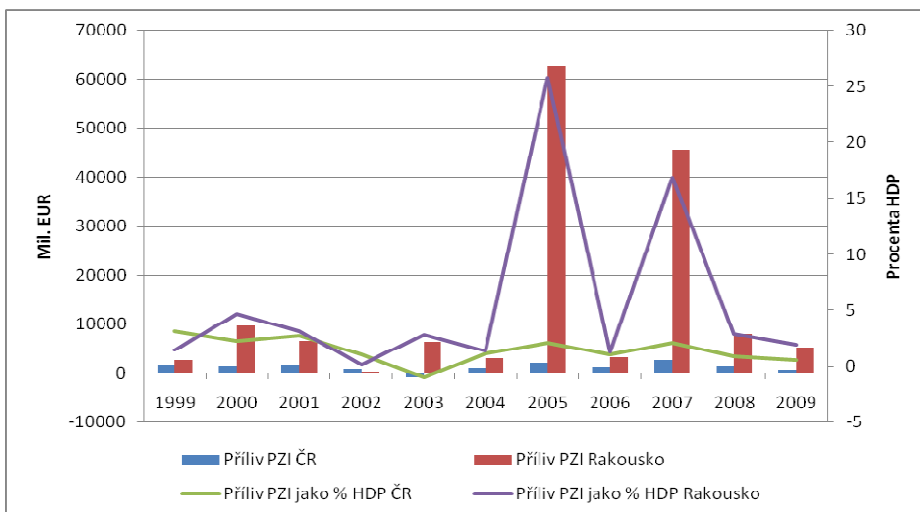
většinu sledovaného období čistým příjemcem PZI, v Rakousku byl vývoj daleko více volatilní. V grafu vidíme relativně vysoké čisté přílivy PZI v některých letech a zároveň ještě vyšší odlivy v letech jiných. Pro rozklíčování tohoto vývoje a získání základního vhledu na dynamiku PZI v Rakousku se tedy budeme muset podívat blížeji na složení sald v jednotlivých letech.⁷ To předpokládá detailnější rozbor jak přílivu PZI do obou sledovaných ekonomik, tak i jejich odlivu. Jak však již bylo uvedeno výše, komplexní analýza obou ukazatelů překračuje prostorové možnosti tohoto paperu. Z tohoto důvodu se zde zaměříme pouze na srovnání vývoje a dopadů zahraničních PZI v ČR a Rakousku. U těch se podíváme jak na jejich velikost v jednotlivých letech, tak i na jejich geografickou a sektorovou strukturu. Krátce se zaměříme i na předpokládaný budoucí vývoj.

4.1. Vývoj přílivu PZI v ČR a Rakousku

Co se týče investic, které směřují do rakouské ekonomiky ze zahraničí, ty nezískávají v relevantní literatuře zdaleka tolik pozornosti jako PZI plynoucí z rakouské ekonomiky ven. Důvod byl již nastíněn – Rakousko je daleko více vnímáno jako zdroj PZI než jeho destinace, což plyne i ze stupně jeho ekonomické vyspělosti. Srovnání přílivu PZI v obou zkoumaných ekonomikách v předchozí dekádě nám přináší následující graf. Jako dosud, i nyní je v něm zobrazeno jak absolutní, tak i relativní vyjádření:

⁷ V této kapitole se nebudeme detailně zabývat analýzou příčin a faktorů vývoje PZI a ostatních druhů kapitálu v ČR – zaměříme se pouze na odlišné a společné rysy v rámci komparace ČR a Rakouska. Důvodem je to, že vývoj v ČR byl detailně analyzován v předchozích publikacích CVKS – konkrétně pak ve Vašendová (2006) zejména u vývoje v ČR v 90. letech a v Jamborová (2009) u vývoje po přelomu tisíciletí.

Graf č. 3: Příliv PZI Rakouska a ČR mezi lety 1999 až 2009 v absolutním vyjádření v milionech EUR a jako procento HDP země



Zdroj: ČNB a Oesterreichische Nationalbank, 2010; vlastní výpočty

V grafu na první pohled zaujmou dvě vysoké hodnoty roku 2005 a 2007.⁸ Druhou skutečností je už zmiňovaná vyšší absolutní hodnota přílivů PZI do Rakouska ve většině sledovaných let.⁹ Příliv PZI je přitom ve většině sledovaného období v Rakousku vyšší i jako podíl na HDP, i když v tomto případě už není rozdíl tak markantní jako u absolutního vyjádření. Co se týče dalších společných znaků obou zemí, tak pokles PZI kolem roce 2002 můžeme pravděpodobně vztáhnout mimo jiné i ke globálnímu poklesu investiční aktivity v tomto roce. Naopak rok 2007 byl také díky celosvětovému nárůstu PZI rokem rekordních hodnot PZI v obou zemích. Podobně v posledních dvou sledovaných letech vzhledem ke globálnímu ekonomickému vývoji nepřekvapuje společný pokles. Jinak se však hodnoty přílivu PZI mezi oběma zeměmi poměrně dost liší. Růst přílivů PZI v ČR po roce 2004 je obecně spojován se zvýšením atraktivity země pro zahraniční investory i vlivem vstupu ČR do EU.

Zajímavou doplňující informací v tomto ohledu může být umístění obou zemí na globálním žebříčku Inward FDI Performance indexu vyvinutým

⁸ Ty byly způsobeny velkými jednorázovými akvizicemi, jako bylo převzetí Bank Austria italským UniCreditem v roce 2007.

⁹ Kdybychom však komparovali ČR s tranzitivními ekonomikami tak, jak bylo uvedeno v předchozích publikacích CVKS (konkrétně např. Vašendová, 2007), výsledky by byly méně skromné. ČR má, co se týče přílivu PZI v rámci Visegrádské čtyřky, prvenství ve vyjádření na obyvatele u kumulovaných přílivů PZI v poslední dekádě a v absolutním vyjádření jej překonává pouze Polsko.

UNCTAD. Jedná se o index, kterým můžeme posuzovat schopnost zemi přilákat PZI vzhledem k její relativní ekonomické síle. Není proto překvapivé, že se ČR na tomto žebříčku umístila před Rakouskem – viz následující tabulka.¹⁰

Tabulka č. X: Hodnoty Inward FDI Performance Indexu pro ČR a Rakousko spolu s umístěním těchto zemí v žebříčku 125 zemí

Inward FDI Performance Index 2005-07 ¹		
země	hodnota	pořadí
ČR	2,169	41
Rakousko	1,706	56

Poznámka: ¹ Index je spočten jako podíl procentuálního podílu PZI v ekonomice na celkových světových PZI a procentuálního podílu HDP země na světovém HDP. U IFDI Indexu hodnota větší než jedna znamená, že do země plyne více PZI, než co odpovídá její relativní ekonomické síle.

Zdroj: UNCTAD (2010)

Když jsme nyní získali rámcovou představu o velikosti přílivů PZI do obou sledovaných ekonomik, ve stručnosti se zaměříme na srovnání jejich geografické a sektorové struktury. Podíváme se tedy, z jakých zemí plyne do ČR a Rakouska nejvíce PZI a do jakého segmentu ekonomiky směřují. To udává následující tabulka.

Tabulka č. 1: Struktura celkové zásoby PZI v Rakousku a ČR dle země původu a sektoru směřování

Rakousko		ČR	
země původu PZI (2007)	podíl	země původu PZI (2007)	podíl
1. Německo	25,1 %	1. Nizozemí	30,5 %
2. Itálie	21,6 %	2. Německo	15,7 %
3. ostatní země ¹	13,4 %	3. Rakousko	10,7 %
sektor směřování PZI (2007)	podíl	sektor směřování PZI (2006)	podíl
1. reality a obchodní činnost	48 %	1. zpracovatelský průmysl	36 %
2. finanční zprostředkovatelství	23,4 %	2. finanční zprostředkování	17 %
3. opravy a obchod	14,1 %	3. nemovitosti a pronájem	14 %

Poznámka: ¹ Seznam těchto zemí je uveden v ONB (2009). Podíl je chápán jako procentuální podíl na celkové hodnotě ukazatele. Údaje jsou uvedeny vždy za poslední dostupný rok, který je uveden v závorkách.

¹⁰ UNCTAD však vyvinul i analogický index pro odliv PZI, a to Outward FDI Performance index. V jeho žebříčku se Rakousko umístilo na místě 19., zatímco ČR je až 60. (UNCTAD, 2010). Tyto indexy tedy potvrzují, že ČR je stále daleko více destinací pro PZI, zatímco Rakousko je jejich zdrojem.

Zdroj: ČSÚ, 2008; ČNB, 2007; ONB, 2009; vlastní výpočty

Jak vyplývá i z tabulky, EU-15 je stále hlavním zdrojem PZI směřujících do Rakouska (kolem 60 % v minulých dvou letech). Dominance Německa byla v tomto ohledu v posledních letech oslabena, v předchozím období ale nebyly výjimkou hodnoty kolem 40 (Dellmour, 2002).¹¹ V roce 2007 prudce vzrostly PZI i z Ruska. U směřování PZI může potom překvapit výrazná dominance sektoru realitní činnosti. Na druhou stranu je v ČR tradičně dominantní Nizozemí a poté země geograficky blízké, včetně srovnávaného Rakouska. U podílu dosud dominujícího zpracovatelského průmyslu může v následujících letech dojít k poklesu s tím, jak se mohou pracovně náročné výroby přesouvat do méně vyspělých zemí EU (zejména Bulharska a Rumunska) nebo zemí Balkánu.¹² Na druhou stranu je ČR v tomto roce stále mezi dvacítkou nejatraktivnějších zemí na světě z pohledu PZI dle tzv. FDI Confidence indexu společnosti ATKearney (2010).¹³ Stejný zdroj navíc uvádí, že PZI se v posledních letech přesouvají z průmyslu do služeb a obecně do výrob s vysokou přidanou hodnotou.

Co se týče budoucích trendů u Rakouska, dá se předpokládat, že bude pokračovat spíše ve své roli investora, a tak bude nadále mít tendenci spíše k negativním saldům PZI.

Poté, co jsme zde podali přehled jak vývoje PZI v obou zemích, tak jeho sektorového a geografického směřování, se nyní zaměříme na to, jaké dopady zde PZI pravděpodobně má. K otázce kvantifikace dopadů PZI na cílovou ekonomiku je možné zaujmout různé přístupy. Dle znalostí autorky této kapitoly se jedná zejména o následující.

Jedním z možným přístupů je ten, který byl uplatněn v předchozích souvisejících publikacích CVKS – zejména v Jamborová (2009). Jedná se o přístup, který analyzuje penetraci PZI do cílové ekonomiky z perspektivy kapitálové zásoby celého hospodářství. Tento přístup se opírá o kalkulaci podílu PZI na hrubé tvorbě fixního kapitálu v hospodářství (tedy do jaké míry jsou PZI zdrojem růstu kapitálové zásoby ekonomiky) doplněné o odhad příspěvků jednotlivých výrobních faktorů k ekonomickému růstu. Je tak možné zhruba

¹¹ Jedním z důvodů je již zmíněná, v roce 2007 proběhnuvší změna vlastníka Bank Austria z německé HypoVereinsbank na italský UniCredit.

¹² Tento trend konec konců potvrzuje i PZI plynoucí z Rakouska, které se v posledních letech zaměřuje vedle tradičních zemí střední Evropy, jako je právě ČR či Polsko, do Rumunska, Bulharska a balkánských zemí (Hunya, 2008).

¹³ ČR se za žebříčku FDI Confidence Indexu v roce 2010 umístila na 17. místě, hned pod Rumunskem, které se umístilo na 16. místě. Jedinou další středo- či východoevropskou zemí v žebříčku je Polsko na 6. místě (ATKearney, 2010).

odhadnout, do jaké míry se PZI zasloužily o nárůst kapitálové zásoby v ekonomice a tím i o ekonomický růst.¹⁴

Dalším z možných přístupů se opírá o analýzu hospodářských výsledků podniků pod zahraniční kontrolou působící v cílové zemi a jejich srovnání s výsledky podniků domácích. Na základě této analýzy je potom možné posuzovat, do jaké míry přispívají podniky pod zahraniční kontrolou k zaměstnanosti, produktu, či vývoji produktivity práce cílové ekonomiky (přístup použitý např. v ČSÚ, 2008).

Třetí možností je poté využít některého přístupu ekonomicko-matematického přístupu. Je možno např. namodelovat produkční funkci a pomocí ní odhadnout dopad PZI na vývoj celkové faktorové produktivity cílových firem (přístup použitý např. v Djankov a Hoekman, 2000). V této publikaci bude použita kointegrační analýza s cílem zjistit, zda mezi ekonomickým růstem a přílivem PZI v ČR a Rakousku existuje dlouhodobý rovnovážný vztah a pokud ano, jakým směrem kauzalita mezi těmito dvěma veličinami působí. Dle názoru autorky se jedná o optimální přístup pro zkoumání dopadu PZI na konkurenceschopnost, kterou právě s dlouhodobým ekonomickým růstem ztotožňujeme.¹⁵

4.2. Srovnání dopadů přílivu PZI v ČR a Rakousku

Na tomto místě tedy provedeme empirickou studii vztahu mezi přílivem PZI a ekonomickým růstem v ČR a Rakousku. Dosavadní výsledky podobných studií přitom naznačují, že kauzalita může jít od PZI k ekonomickému růstu tak, jak předpokládá ekonomická teorie, od ekonomického růstu k PZI a nebo mohou být tyto veličiny na sobě zcela nezávislé.¹⁶ K otestování dlouhodobého vztahu mezi nimi bude použit Johansenův kointegrační test, který je metodou obecně preferovanou před tradičněji používaným přístupem Engla a Grangera.

¹⁴ Je však nutné mít na paměti, že efekty PZI se neomezují jen na působení přímé, tj. prostřednictvím rozšiřování kapitálové zásoby v ekonomice. V souvislosti s PZI se předpokládá i působení řady vedlejších efektů tzv. spilloverů technologické a znalostní povahy (tj. přesun vyspělých technologií, manažerských technik, know-how atd.). Tyto efekty se však dají jen velmi těžko vyčíslit. Více o této problematice je uvedeno v Jamborová (2009).

¹⁵ Jedná se o přístup, který je pro zkoumání vazeb mezi PZI a ekonomickým růstem standardně používán, avšak dle znalostí autorky nebyl dosud použit na ekonomiky střední či východní Evropy. Z předchozích studií můžeme zmínit studii Pradhana (2009) na vzorku pěti zemí sdružení ASEAN, která potvrzuje obousměrný vztah mezi PZI a ekonomickým růstem či Chakraborty a Basu (2002) na případ Indie, který našel kauzalitu jdoucí od ekonomického růstu k přílivu PZI nebo studii Sekmena (2007), která našla stejnou kauzalitu pro Turecko. Podobných studií zatím není, dle znalostí autorky, mnoho a dosahují nejednoznačných závěrů.

¹⁶ Více o teoretických aspektech uvedených kauzalit je uvedeno např. v Basu et al. (2003).

K ustanovení směru kauzality bude použit vektorový model korekce chyb (dále jen VECM) tak, jak je v podobné literatuře standardem. Nejdříve se zaměříme na případ ČR.

Co se týče použitých dat, u ČR byla použita sezónně očištěná časová řada reálného HDP s bazickým kvartálem 1/1996 v rozsahu od prvního čtvrtletí 1996 do čtvrtého čtvrtletí roku 2008. Řada čistých kvartálních přílivů PZI ve stejném rozsahu byla pro zachování lepší srovnatelnosti transformována z nominálního vyjádření na reálné, a to taktéž ve stálých cenách prvního kvartálu roku 1996 pomocí čtvrtletních hodnot deflátoru HDP. Zdrojem všech uvedených ukazatelů je Český statistický úřad (ČSÚ, 2010). Kvůli nedostupnosti dat HDP před rokem 1996 se tedy bohužel jedná o relativně krátké časové řady, což je nutno zohlednit i při interpretaci výsledků.

Co se transformace časových řad týče, u HPD byla použita standardní logdiferenciace (viz tabulka níže) avšak už PZI toto není možné kvůli tomu, že v některých čtvrtletích je čistý příliv PZI záporný. Byla tedy zvolena transformace použitá v Herzer (2007), kdy jsou použity první difference podílů čistých přílivů PZI na HDP (tj. Δ PZI/HDP v následující tabulce).

Předpokladem kointegrovaných časových řad je to, že jsou integrovány stejného řádu. Výsledky testu stacionarity při použití standardního Rozšířeného Dickey-Fullerova testu (dále jen ADF) jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka č. 2: Výsledky ADF testu pro jednotlivé časové řady ČR a jejich transformace

proměnná	ADF pro konstantu s trendem	ADF pro konstantu bez trendu
PZI	-3,15 (0,09)	-3,30* (0,01)
log HDP	-1,81 (0,69)	0,62 (0,99)
Δ log HDP	-3,78* (0,01)	-3,83** (0,00)
Δ PZI/HDP	-6,55** (0,00)	-6,53** (0,00)

*Poznámka: p hodnota je uvedena v závorkách; * znamená, že je možné zamítnout nulovou hypotézu o přítomnosti jednotkového kořene či stochastického trendu na 5% hladině významnosti, ** na 1% hladině významnosti.*

V tabulce vidíme, že hypotéza o přítomnosti jednotkového kořene může být zamítnuta pro obě dvě zvolené transformace. Dále tedy pokračujeme se zvýrazněnými časovými řadami.

Dalším krokem kointegrační analýzy je volba optimálního zpoždění vektorového autoregresního modelu. Na jeho určení byla standardně použita Akaikeho, Schwarzovo a Hannan-Quinnovo informační kritéria. Hodnoty těchto kritérií naznačují, že optimálním řádem zpoždění je 1 (výsledky zde nejsou reportovány z prostorových důvodů). Můžeme

nyňi tedy přistoupit k Johansenovu testu kointegrace, jehož výsledky uvádí následující tabulka:

Tabulka č. 3: Výsledky Johansenova kointegračního testu pro $\Delta \log \text{HDP}$ a $\Delta \text{PZI/HDP}$

Kointegrační řád	Eigen hodnota	Trace statistika	Statistika maximální eigen hodnoty
0	0,41686	28,363** (0,0002)	27,505** (0,0001)
1	0,016671	0,85738 (0,3545)	0,85738 (0,3545)

*Poznámka: p hodnota je uvedena v závorkách; ** znamená, že je možné zamítnout nulovou hypotézu o tom, že je počet kointegračních vztahů roven či menší, než odpovídá příslušnému kointegračnímu řádu na 1% hladině významnosti.*

V tabulce vidíme, že zatímco nulovou hypotézu o tom, že kointegrační řád je nula (tj. že mezi proměnnými není žádný dlouhodobý rovnovážný vztah), můžeme zamítnout, nemůžeme však zamítnout nulovou hypotézu o tom, že je pouze jeden.¹⁷ Kointegrační analýza nám tak potvrzuje, že mezi oběma časovými řadami existuje dlouhodobý rovnovážný vztah.

Neznáme však směr ustanovování této rovnováhy, resp. od které proměnné přichází přízpusobovací impulz. Na určení kauzality vzájemného vztahu se standardně používá VECM test. Jeho výsledky uvádí následující tabulka.

Tabulka č. 4: Výsledky VECM modelu pro $\Delta \log \text{HDP}$ a $\Delta \text{PZI/HDP}$

člen korekce chyb	koeficient	směrodatná odchylka	t-test	p hodnota
EC1 ($\Delta \text{PZI/HDP}$)	-0,765539**	0,137713	-5,5589	<0,00001
EC2 ($\Delta \log \text{HDP}$)	-0,0004005	0,00026789	-1,4953	0,14126

*Poznámka: ** znamená, že můžeme zamítnout nulovou hypotézu o nepřítomnosti přízpusobovacího mechanismu na 1% hladině významnosti.*

Výsledky VECM jsou poněkud překvapující. Statisticky významný je koeficient členu korekce chyb odpovídající proměnné $\Delta \text{PZI/HDP}$, což znamená, že přízpusobení přichází právě od této proměnné. To implikuje, že Grangerova kauzalita směřuje od PZI k HDP a nikoliv naopak.

Naše výsledky tedy odpovídají tezi, dle které příliv PZI předpokládá dosažení určité ekonomické vyspělosti. Naznačují, že rozhodnutí zahraničních investorů o alokaci přímých investic jsou do značné míry

¹⁷ Což plyne i z logiky kointegrační analýzy jako takové. Při použití dvou proměnných lze nalézt maximálně jeden kointegrační vztah.

ovlivněna aktuální ekonomickou situací a přesvědčením o tom, že zde existují slibné investiční možnosti.

To, že naše výsledky nepodporují výsledky jiných, zejména mikroekonomických studií, které jsme zmínili výše či byly uvedeny v předcházejících analýzách PZI a ekonomického růstu v ČR (tj. Jamborová, 2009), samozřejmě neznámá, že pozitivní dopady PZI na ekonomický růst v ČR, které jsme zmínili na začátku v teorii, neexistují. To, že se pozitivní dopady přílivu PZI na českou ekonomiku v naší analýze nepodařilo prokázat, může být způsobeno tím, že se jedná o relativně krátkou časovou řadu.

Nyní se však podíváme na Rakousko, u kterého provedeme obdobnou analýzu. Také zde je tedy naším cílem potvrdit či vyvrátit, zda mezi ekonomickým růstem a přílivem PZI existuje dlouhodobý vztah, a pokud ano, jaké v něm působí kauzální vazby. Metodologie bude stejná jako u ČR. Také u Rakouska byla použita sezónně očištěná časová řada reálného HDP v EUR s bazickým kvartálem 1/1995 v rozsahu od prvního čtvrtletí 1996 do čtvrtého čtvrtletí roku 2007. Obdobně byla použita i časová řada čistého kvartálního přílivu PZI ve stejném reálném vyjádření. Výsledky ADF testu pro obě proměnné a jejich transformace udává následující tabulka.

Tabulka č. 4: Výsledky ADF testu pro jednotlivé časové řady Rakouska a jejich transformace

proměnná	ADF pro konstantu s trendem	ADF pro konstantu bez trendu
PZI	-6,69** (0,00)	-6,20** (0,00)
Δ PZI	-7,88** (0,00)	-7,96** (0,00)
PZI/HDP	-6,76** (0,00)	-6,33** (0,00)
Δ PZI/HDP	-6,55** (0,00)	-6,53** (0,00)
log HDP	-1,70 (0,75)	-1,55 (0,50)
Δ log HDP	-5,24** (0,00)	-5,18** (0,00)

*Poznámka: p hodnota je uvedena v závorkách; * znamená, že je možné zamítnout nulovou hypotézu o přítomnosti jednotkového kořene či stochastického trendu na 5% hladině významnosti, ** na 1% hladině významnosti.*

Uvedené výsledky ADF testů však poukazují na to, že zkoumané časové řady nejsou integrovány stejného řádu. Zatímco časová řada PZI je stacionární i bez jakékoliv transformace, řada HDP je stacionární až po logdiferencování. V analýze tak nemá smysl pokračovat, protože pokud nejsou časové řady diferencovány stejného řádu (tedy stacionární po stejné násobné diferenci), nemůže být mezi nimi kointegrační vztah. Naši analýzu Rakouska tedy musíme (alespoň

s našimi relativně krátkými časovými řadami) uzavřít s tím, že mezi čistými přílivy PZI a ekonomickým růstem není ve sledovaném období v Rakousku žádný dlouhodobý rovnovážný vztah.¹⁸

Naši analýzu dopadů přílivů PZI na obě sledované ekonomiky tak zakončujeme spíše překvapivými zjištěními, které v případě komparovaných ekonomik příliš nepotvrzují teoretické vazby mezi přílivem PZI a ekonomickým růstem, které jsme uvedli v druhé části tohoto paperu.

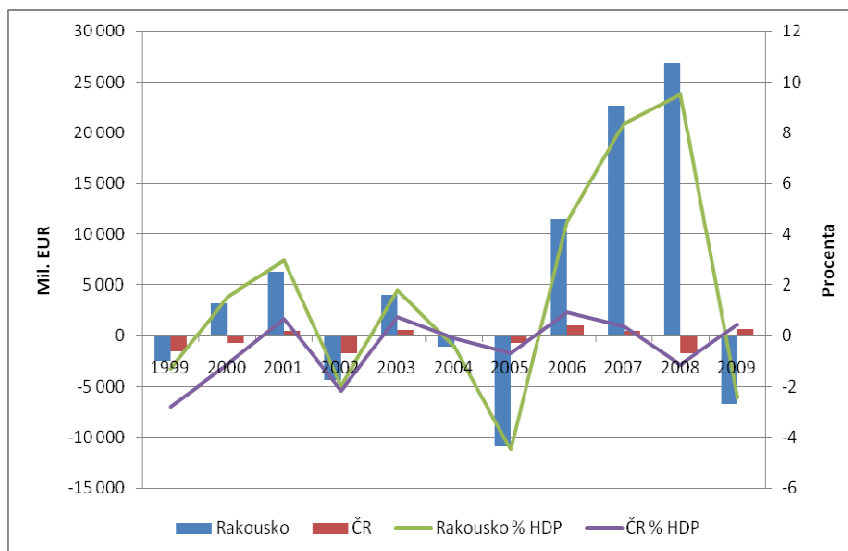
Nyní se krátce zastavíme u obou zbývajících forem zahraničního kapitálu tak, jak jsou členěny v rámci finančního účtu platební bilance. Jedná se o investice portfoliové a ostatní.

5. KOMPARACE VÝVOJE A DOPADŮ PORTFOLIOVÝCH INVESTIC

Jak bylo uvedeno v druhé části tohoto paperu, mezi dopady portfoliových investic patří jak možnost získání nového kapitálu firmami, tak v nepřímém slova smyslu také rozvoj finančních trhů. Na druhou stranu se jedná o poměrně silně volatilní druh kapitálu, jak je zřejmé i v následujícím grafu. V něm je opět zobrazen vývoj čistého přílivu portfoliových investic v obou zkoumaných ekonomikách mezi lety 1999 a 2009 v absolutním a relativním vyjádření.

¹⁸ Vzhledem k tomu, co již bylo v tomto příspěvku uvedeno, je nasnadě, že v případě Rakouska by bylo vhodnější hledat vztah mezi odlivem PZI a vývojem domácí ekonomiky. To však bude předmětem až dalších publikací tohoto výzkumného záměru.

Graf č. 4: Čistý příliv portfoliových investic do Rakouska a ČR mezi lety 1999 až 2009 v absolutním vyjádření v milionech EUR a jako procento HDP země



Zdroj: ČNB a Oesterreichische Nationalbank, 2010; vlastní výpočty

V grafu vidíme, že u tohoto druhu kapitálu nejsou patrné žádné dlouhodobější trendy. Uvedené hodnoty, které zde po přelomu tisíciletí oscilovaly mezi čistými odlivy a přílivy, byly po roce 2005 vystřídány silnými čistými přílivy. V roce 2009 se nicméně již na vývoji pravděpodobně podepsala probíhající globální finanční krize a tedy útlum investiční aktivity. Tak jako tak vidíme, že hodnoty portfoliových investic ČR jsou ve srovnání s Rakouskými poměrně skromné. Opět se zde patrně projevuje rozdílný stupeň hospodářského vývoje mezi oběma zeměmi. Více o roli portfoliových investic v ČR je uvedeno v předchozích publikacích, na které tento paper navazuje (konkrétně Vašendová, 2006 a Jamborová, 2009). Dá se nicméně říci, že portfoliové investice jsou druhem kapitálu, který v ČR nehrál významnější roli. Na druhou stranu o Rakousku se dá říci, že disponuje moderními a rozvinutými finančními trhy (Dimireva, 2009), což se projevuje mimo jiné i na velikosti čistého přílivu portfoliových investic zobrazených v grafu.

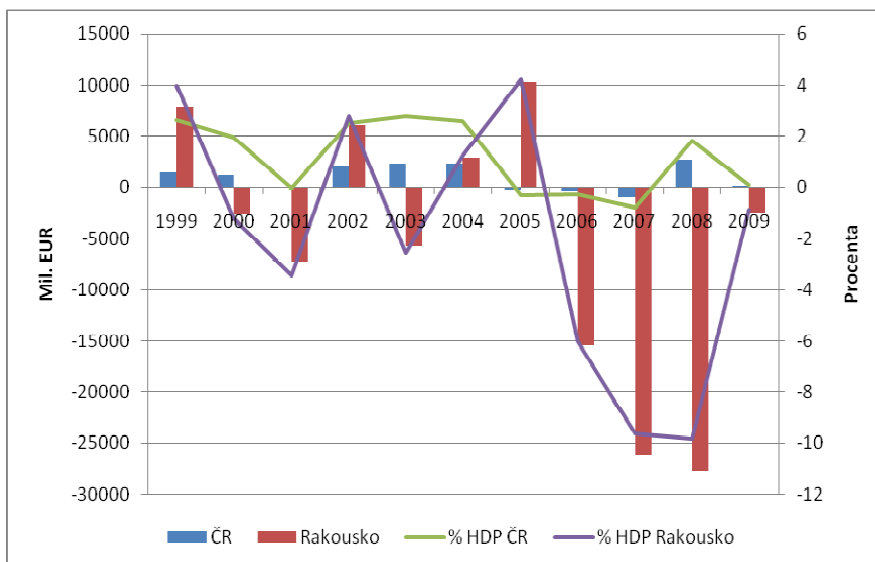
Co se týče pravděpodobných dopadů portfoliových investic na ekonomický růst, dá se předpokládat, že skutečně přispívají k rozvoji finančních trhů obecně, a tím i k ekonomickému růstu. Potvrzení této domněnky by se však neobešlo bez ekonometrické analýzy, která jde mimo prostor vyhrazený tomuto paperu. Existujících empirických studií přitom, dle znalostí autorky, není mnoho. V případě ČR existuje např. empirická studie Weisse a Nikitina (2004), která dochází k závěru, že pokud se zahraniční investoři stanou podílníky veřejně

obchodovatelných společností, dochází ke zlepšení jejich výkonu a navýšení jejich investic. V případě Rakouska neexistuje – dle znalostí autorky – systematická studie dopadu tohoto typu kapitálu na ekonomický růst.

6. KOMPARACE VÝVOJE A DOPADŮ OSTATNÍCH INVESTIC

Posledním druhem kapitálu, kterému se budeme v tomto paperu věnovat, jsou investice ostatní. Jak bylo uvedeno v druhé části tohoto příspěvku, jedná se zejména o zahraniční krátkodobé a dlouhodobé úvěry, které s sebou nesou nutnost jejich zpětného splacení. Vývoj jejich čistého přílivu v obou komparovaných ekonomikách v absolutním a relativním vyjádření znázorňuje následující graf.

Graf č. 5: Čistý příliv ostatních investic do Rakouska a ČR mezi lety 1999 až 2009 v absolutním vyjádření v milionech EUR a jako procento HDP země



Zdroj: ČNB a Oesterreichische Nationalbank, 2010; vlastní výpočty

Na tomto místě není překvapivým zjištěním, že velikost celkových toků v Rakousku je zpravidla několikanásobně větší než hodnoty ČR. Vývoj v obou ekonomikách je opět poměrně volatilní. ČR měla od přelomu tisíciletí spíše tendenci k čistým přílivům, které patrně souvisejí se vstupem zahraničních bankovních institucí na český trh. V posledních letech pak dochází k nárůstu odlivů i přílivů, takže celkové saldo se

blíží nule.¹⁹ U Rakouska na první pohled zaujmou poměrně vysoké čisté odlivy v posledních čtyřech letech. V nich docházelo jak k nárůstu přílivů ostatních investic, tak i odlivů. Obojí pak prudce pokleslo v roce minulém, což můžeme opět dát pravděpodobně do souvislosti s příchodem globální ekonomické krize.

Co se týče potenciálních dopadů vývoje čistého salda ostatních investic, je opět nutné dívat se na obě komparované ekonomiky odlišnou optikou. To je opět dáno tím, že ČR je vnímána stále spíše jako destinace pro zahraniční kapitál. Její pozice je přitom v současné krizové době relativně bezpečná, a to zejména ve srovnání s některými jinými zeměmi střední a východní Evropy a zejména pak těmi v Pobaltí. ČR se narozdíl od nich povedlo v letech předcházejících současné krizi vyhnout výbušné kombinaci silného přílivu především krátkodobých zahraničních investic a fixovaných měn. ČR je tak – dle názoru autorky – v poměrně dobré pozici dosáhnout brzkého ekonomického oživení a není na místě obávat se výrazných negativních dopadů na ekonomický růst právě v souvislosti s ostatními investicemi.

Ani u Rakouska nepředpokládáme v souvislosti s ostatním kapitálem výrazné hrozby pro potenciál jeho ekonomického růstu. Jelikož je rakouský bankovní sektor výrazně propojen s finančními trhy zemí střední a východní Evropy a méně už se zeměmi západními,²⁰ byl ušetřen prvními přímými dopady globální finanční krize. Na druhou stranu se mu pochopitelně nevyhnula řada efektů nepřímých, a to zejména v souvislosti s ekonomickými problémy, do kterých upadly některé země střední a východní Evropy. I když rakouské bankovní ústavy dosud úspěšně prošly zátěžovým testem finančního zdraví,²¹ jaký je skutečně dlouhodobý dopad současné globální krize na vývoj ostatních investic a bankovního sektoru obecně ukáže teprve budoucnost.

¹⁹ Více o vývoji a dopadech ostatních investic v ČR uvádí Vašendová (2006) v průběhu transformace a Jamborová (2009) po přelomu tisíciletí.

²⁰ Šest ze sedmi největších rakouských bank mají v zemích střední, východní, jihovýchodní Evropy a zemích bývalého Sovětského svazu významné investice; tři z nich patří mezi pětiku největších bankovních skupin aktivních v těchto zemích (Dimireva, 2009).

²¹ Vyvinutými např. Mezinárodním měnovým fondem nebo Výborem evropských orgánů bankovního dohledu

7. ZÁVĚR

Tento paper se zabývá komparací vývoje a dopadů zahraničního kapitálu na hospodářství Rakouska a ČR. Důraz byl přitom kladen především na příliv PZI, jakožto formu zahraničního kapitálu, se kterou je obecně spojováno největší množství pozitivních efektů, a která tedy získává v související literatuře tradičně nejvíce pozornosti. Mezi tyto pozitivní efekty jsou vedle rozšiřování kapitálové zásoby ekonomiky obecně řazeny technologické a znalostní spillovery, přenos know-how, manažerských standardů a zvýšení konkurenčního tlaku v hospodářství. Ty mají následně pozitivní vliv na efektivitu celého hospodářství, potažmo na míru jeho ekonomického růstu. Tyto pozitivní efekty se však nepodařilo v rámci naší ekonometrické analýzy prokázat. Byla potvrzena vazba mezi čistým přílivem PZI a ekonomickým růstem v ČR, avšak jen v rámci jednosměrné kauzality od hospodářského růstu k PZI. To implikuje možnost, že zahraniční investoři expandovali své aktivity v ČR právě v reakci na příznivý vývoj transformující se české ekonomiky. V Rakousku nebyla nalezena žádná vazba mezi čistým přílivem PZI a ekonomickým růstem. To není překvapující vzhledem k tomu, že příliv PZI se nepovažuje obecně na příliš významný faktor hospodářského vývoje v Rakousku (na rozdíl např. od odlivu PZI). V rámci tohoto paperu jsme se okrajově věnovali také vývoji a předpokládaným dopadům ostatních dvou druhů zahraničních investic, a to investic portfoliových a ostatních. Ve vývoji obou typů nebyly identifikovány významnější hrozby pro ekonomický růst ČR ani Rakouska, avšak bližší posouzení dopadů těchto investic na konkurenceschopnost komparovaných ekonomik by vyžadovalo detailnější analýzu jdoucí mimo rozsah tohoto paperu.

8. POUŽITÁ LITERATURA

ALTZINGER, W. (1998): Austria's Foreign Direct Investment in Central and Eastern Europe: 'Supply Based' or 'Market Driven'? Working Paper No. 57, April 1998. Dostupné online na <http://www.fiw.ac.at/fileadmin/Documents/Publikationen/fiwstudie10.pdf>. Zobrazeno 1.6.2010.

ALTZINGER, W. (2008): The Profitability of Austrian Foreign Direct Investment – Reinvestment or Repatriation? FIW Research Report No. 010, June 2008.

AT KEARNEY (2010): Investing in a Rebound – The 2010 A.T. Kearney FDI Confidence Index. A.T. Kearney 2010. Dostupné online na http://www.atkearney.de/content/misc/wrapper.php/id/51048/name/pdf_investing_in_a_rebound-fdici_2010_12719320421f08.pdf. Zobrazeno 12.6.2010.

BASU, P. - CHAKRABORTY, CH. – REAGLE, D. (2003): Liberalization, FDI, and growth in developing countries: a panel cointegration approach. Economic Inquiry, July 2003. Dostupné online na http://findarticles.com/p/articles/mi_hb5814/is_3_41/ai_n29018102/pg_2/?tag=content;col1. Zobrazeno 16.7.2010.

ČSÚ (2008): Přímé zahraniční investice – vybrané přínosy a náklady pro českou ekonomiku. Analýza ČSÚ, publikováno 2. 12. 2008.

ČSÚ (2010): Hrubý domácí produkt - Časové řady ukazatelů čtvrtletních účtů. Dostupné online na http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/hdp_cr. Zobrazeno 2.7.2010.

DELLMOUR, R. (2002): Austria's Direct Investment and EU Enlargement. Focus on Transition. ONB, 2002. Dostupné online na http://www.oenb.at/en/img/dellmour_ftr_102_tcm16-10395.pdf. Zobrazeno 2.7.2010.

DIMIREVA, I. (2009): Austria Investment Climate, EUBusiness, 6th October 2009, Dostupné online na <http://www.eubusiness.com/europe/austria/invest>. Zobrazeno 3.7.2010.

DJANKOV, S. – HOEKMAN, B. (2000): Foreign Investment and Productivity Growth in Czech Enterprises. The World Bank Economic Review, Vol. 14, No. 1 (Jan. 2000). pp. 49 – 64. Oxford University Press.

FALK, M. – WOLFMAYR, Y. (2006): Austrian FDI in Central-Eastern Europe and Employment in the Home Market. Austrian Institute of Economic Research WIFO, April 2006. Dostupné online na

<http://www.etsg.org/ETSG2006/papers/falkpdf.pdf>.
24.6.2010.

Zobrazeno

HERZER, D. (2007): The long-run relationship between outward FDI and domestic output: Evidence from panel data. *Economics Letters* Volume 100, Issue 1, July 2008, Pages 146-149.

HUNYA, G. (2008): Austrian FDI by main Countries and Industries. FIW Research Report No. 015, June 2008.

CHAKRABORTY, CH. – BASU, CH. (2002): Foreign direct investment and growth in India: a cointegration approach. *Applied Economics*, Volume 34, Issue 9, June 2002.

JAMBOROVÁ, M. (2009): Mezinárodní pohyb kapitálu. In Slaný a kol. *Ekonomické prostředí a konkurenceschopnost*. Brno: Masarykova univerzita, 2009. pp. 119-130. ISBN 978-80-210-5056-3.

KOKKO, A. (2006): The Home Country Effects of FDI in Developed Economies. Working Paper No. 225, April 2006. Dostupné online na <http://swopec.hhs.se/eijswp/papers/eijswp0225.pdf>.
1.7.2010. Zobrazeno

MASSO, J. – VARBLANE, U. – VAHTER, P. (2007): The Impact of Outward FDI on Home-Country Employment in a Low-Cost Transition Economy. William Davidson Institute Working Paper Number 873, May 2007.

ONB (2009): Direct Investment 2007 – Austrian Inward and Outward Investment at the End of 2007. *Statistiken – Special Issue*, September 2009.

PRADHAN, R. P. (2009): The FDI- Led- Growth Hypothesis in ASEAN- 5 Countries: Evidence from Cointegrated Panel Analysis. *International Journal of Business and Management*, Vol. 4, No. 12, December 2009.

UNCTAD (2009): *World Investment Report 2009 – Transnational Corporations, Agricultural Production and Development*. New York and Geneva: United Nations, 2009. ISBN 978-92-1-112775-1.

UNCTAD (2010): Outward/Inward FDI Performance Index – Results for 2005-2007. Dostupné online na <http://www.unctad.org/templates/WebFlyer.asp?intlItemID=3241&lang=1>.
1.6.2010. Zobrazeno

VAŠENDOVÁ, M. (2006): Pohyb kapitálu v průběhu transformace a jeho vliv na konkurenceschopnost české ekonomiky. CVKS Working paper No. 17/2006, červen 2006.

VAŠENDOVÁ, M. (2007): Mezinárodní pohyb kapitálů In Slaný a kol. *Faktory konkurenceschopnosti*. Brno: Masarykova Univerzita, 2007. pp. 94-103. ISBN 978-80-210-4455-5.

WEISS, A. – NIKITIN, G. (2004): Foreign Portfolio Investment Improves Performance: Evidence from the Czech Republic. Topics in Economic Analysis and Policy, Vol. 4, No. 1. 2004.