



WORKING PAPER č. 3/2007

**Pohyb zahraničního kapitálu
v průběhu transformace a jeho
vliv na konkurenční schopnost
slovenské ekonomiky**

Martina Vašendová

Duben 2007



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

ISSN 1801-4496

Vedoucí: prof. Ing. Antonín Slaný, CSc., Lipová 41a, 602 00 Brno,
e-mail: slany@econ.muni.cz, tel.: +420 549491111



POHYB KAPITÁLU V PRŮBĚHU TRANSFORMACE A JEHO VLIV NA KONKURENČNÍ SCHOPNOST SLOVENSKÉ EKONOMIKY

Abstract:

The aim of the thesis is to describe and analyze the movements of the capital during the transformation in Czechoslovakia and the Slovak republic in the period 1990–2005, and to identify impacts of foreign capital movements on the competitiveness of Slovak economy. First it focuses on foreign direct investments and their impact on competitiveness. It describes inflows and outflows that occurred during the transformation period and their reasons. Then it shows capital movements of portfolio investment, short-term investment and long-term investment and their trends and influence on competitiveness.

Abstrakt:

Cílem příspěvku je popsat a analyzovat pohyby kapitálu v průběhu transformace v Československu a Slovenské republice v letech 1990–2005 a identifikovat dopady pohybu kapitálu na konkurenceschopnost slovenské ekonomiky. Nejdříve se zaměřuje na přímé zahraniční investice a jejich vliv na konkurenceschopnost. Popisuje jejich pohyb v průběhu transformace a jeho příčiny. Poté se věnuje vývoji a vlivu portfoliových investic, krátkodobého a dlouhodobého kapitálu na konkurenceschopnost.

Recenzoval:

doc. Ing. Libor Žídek, Ph.D.

1. VZTAH POHYBU KAPITÁLU KE KONKURENCESCHOPNOSTI

Vydeme-li z definice konkurenceschopnosti jako schopnosti dlouhodobého ekonomického růstu, můžeme příliv zahraničního kapitálu považovat za jeden z mnoha faktorů, které k růstu ekonomiky přispívají. Pod pojmem kapitál si budeme v této práci představovat jednotlivé složky Finančního účtu a Bilance převodů Běžného účtu platební bilance. Zároveň pokud budeme mluvit o kapitálovém trhu, budeme předpokládat trhy s těmito instrumenty, pokud jsou obchodovatelné. Jak tedy mohou tyto jednotlivé části ovlivnit ekonomický růst?

Významnou složkou Finančního účtu, která ovlivňuje ekonomický výstup, jsou přímé zahraniční investice (FDI). Jsou „barometrem“ zájmu a důvěry investorů v danou zemi a její vývoj (Clayton, 2006). Benáček (2000) se zmiňuje o mezinárodní komunitě „praktických ekonomů“, kteří FDI považují za jeden z klíčových barometrů budoucích perspektiv ekonomiky. O jejich roli v ovlivňování konkurenceschopnosti Hájek, Hynek, Janeček (2005) uvádějí, že přímé zahraniční investice jsou důležitým faktorem ekonomického růstu a zvyšování konkurenceschopnosti ekonomiky. Tomšík, Plojhar, Srholec (2003) je navíc řadí do tzv. nedluhového kapitálu (tedy kromě případných půjček od mateřské společnosti), což znamená, že jejich přílivem neroste zahraniční dluh.

Kromě přesunu kapitálu zajišťují lepší alokaci úspor do produktivnějších výrobních procesů a zároveň zajišťují kapitál v situaci, kdy je ho v ekonomice nedostatek. Na začátku devadesátých let trpělo Československo právě nedostatečnou zásobou vlastního kapitálu. Ekonomika nebyla schopna vyprodukovat požadované investice (Dlouhý, 2002). A jak známo, právě investice jsou základem budoucí produkce (The Economist, 2002) a tedy ekonomického růstu.

Za jejich hlavní pozitivní efekty lze považovat příliv samotných finančních prostředků do daného státu s cílem podnikat a dosáhnout zisku – tedy spoluvytvářet HDP. Dále mohou nahradit nedostatečné domácí úspory, jejichž množstevní růst v ekonomice vede k ekonomickému růstu a posunu hranice výrobních možností (viz endogenní teorie růstu). Značná část investorů také orientuje svou produkci na zahraniční trhy (především pokud investor směřuje na malý trh, kterým Slovensko je) a tlačí tak ke zvyšování kvality a konkurence na trhu. Dále pak jsou FDI doprovázeny hlavně přílivem nových technologií a manažerských dovedností, které obecně vedou k vyšší produktivitě v daných podnicích a také by měly vést k přelévání těchto efektů do firem domácích, a to jak navázáním obchodních vztahů, tak tlakem na konkurenci v daném odvětví (Tomšík, Plojhar, Srholec, 2001). O tomto přelévání vedlejších efektů však ekonomové

vedou dosti polemik a v případě, že k němu nedochází, může dojít ke vzniku tzv. duální ekonomiky. Důvodem je většinou nedostatečná schopnost či možnost domácí ekonomiky tyto efekty absorbovat. Dle Žďárka (2005) může příliv FDI navést ekonomiku na růstovou dráhu, nicméně v případě, kdy se to neodrazí na ostatních firmách a sektorech, se může stát nebezpečným. Hodně záleží na motivu vstupu FDI do země. V horším případě dojde k výhradním dodávkám od zahraničních partnerů a domácí firmy jsou vyloučeny. To pak může vést k duální ekonomice. Naopak existují případy, kdy investor naváže obchodní vztahy s domácími firmami, které se takto dokonce mohou dostat ke spolupráci s dalšími zahraničními pobočkami. Vše tedy záleží na ochotě investora spolupracovat s domácími subjekty a zároveň na jejich přizpůsobivosti a schopnosti reagovat na požadavky investora jak po kvalitativní stránce, tak v ostatních oblastech.

Co se týče odlivu FDI, lze jej brát jako projev „zdraví“ domácího podniku, který se rozhodne v zahraničí investovat. Položka FDI nezahrnuje vyplácené výnosy a náhrady zaměstnancům, které jsou metodicky zařazeny na Běžný účet platební bilance. V budoucnu může jejich odliv negativně ovlivnit platební bilanci hostitelské země.

Další částí Finančního účtu jsou portfoliové investice, které zahrnují mezinárodní transakce s majetkovými a dlužnými cennými papíry vlády a centrální banky, bank a podniků. Majetkové cenné papíry se týkají vlastnictví nižšího než 10 %. Dlužné cenné papíry zahrnují hlavně obligace, směnky, nástroje peněžního trhu a finanční deriváty. Jejich hlavním cílem je získání výnosu. Jde tedy o 2 typy financování: nedluhové a dluhové. Zatímco majetkové cenné papíry spadají do první kategorie, dlužné CP jsou součástí druhé skupiny, která způsobuje růst zahraničního zadlužení. Vliv na ekonomiku není natolik přímý a na první pohled patrný jako u FDI, jejich význam je však skryt jinde. Stávají se možným zdrojem prostředků pro firmy, které potřebují kapitál a rozhodnou se ho získat navýšením jmění akcií či vydáním dluhopisů (v tomto případě je nutno počítat s navrácením prostředků včetně úroku). S přílivem či odlivem těchto investic pak dále dochází k tlakům na měnový kurz, což může mít za následek spekulativní útoky a krize. Pozitivním efektem je tlak na konkurenci na finančním trhu a na zlepšení jeho efektivnosti (OeNB, 2002). V neposlední řadě je nutné zmínit, že v okamžiku, kdy investují v dané zemi, zahraniční investoři věří, že se jim vynaložené finanční prostředky vrátí. Příliv portfoliových investic je tedy jakýmsi ukazatelem důvěry investorů v danou ekonomiku – stát, podniky, že budou schopni (u dlužných cenných papírů) dostát svým závazkům.

Krátkodobý kapitál je součástí položky Ostatní investice Finančního účtu. Zahrnuje především dodavatelské a bankovní úvěry, půjčky, depozita, v tomto případě krátkodobého charakteru. Pohyby tohoto kapitálu svědčí o existenci podmínek vhodných pro krátkodobé

investice, jako například úrokového diferenciálu, fixního směnného kurzu či jiných dočasných příležitostí. Jejich pozitivní vliv na ekonomický růst je opět skryt v možnosti využít tento kapitál domácími subjekty k investicím či jiným účelům. Zároveň je však nevýhodou jejich dluhový charakter, vliv na měnový kurs a právě krátkodobý charakter investic a z něj plynoucí značná volatilita a možné hromadné stahování prostředků ze země či spekulativní jednání.

Poslední částí, kterou se tento příspěvek bude zabývat, je dlouhodobý kapitál, tedy především bankovní úvěry přijaté či poskytnuté ze či do zahraničí. Přijaté úvěry v průběhu transformace sloužily jako zdroje pro investování, a to především pokud nebyla domácí ekonomika tyto zdroje schopna vyprodukovat sama. Jistě tak ekonomický růst ovlivnily a napomohly k transformaci ekonomiky i přes dluhový charakter a nutnost vrácení prostředků včetně úroku.

2. VÝCHOZÍ STAV V ROCE 1990

Po pádu komunismu stála československá ekonomika na počátku 90. let na prahu přechodu z komunistické centrálně plánované ekonomiky k tržnímu hospodářství. Společnost čekala neznámá a pracná cesta od totality k modernímu demokratickému státu. Z předchozího období si přinesla nemálo špatně fungujících institucí, nicméně některé ukazatele a skutečnosti vykazovaly určitou dávku kladných hodnocení a vyspělosti.

2.1. Výchozí stav pohybu kapitálu

Z institucionálního uspořádání československé centrálně plánované ekonomiky (její uzavřenost a forma státního vlastnictví) lze usuzovat, že k pohybům mezinárodního kapitálu v podstatě nedocházelo, nebereme-li v úvahu různé formy pomoci mezi socialistickými státy. Pulpán (1993) při popisu komunistické ekonomiky uvádí, že „přímé investice prakticky ustaly.“ Zahraniční investice soukromého sektoru tedy v podstatě neexistovaly. Nicméně je zapotřebí vzít v úvahu špatnou dostupnost dat z dob komunismu, jež do značné míry znemožňuje absolutně potvrdit toto tvrzení.¹

Je však dosti těžké představit si příchod přímé zahraniční investice do centrálně plánované ekonomiky se státním vlastnictvím a státním monopolem nad zahraničním obchodem. Stačí připomenout, že stát svého majetku nabyl znárodněním, což by případné zahraniční investory zřejmě příliš nelákalo, i kdyby byl jejich příchod možný. Navíc bylo Československo na západ uzavřeno železnou oponou a kontakty se omezily na nezbytný zahraniční obchod. Kontakt s východním blokem se týkal spíše obchodu nežli finančních operací. Z principu věci tudíž bylo obtížné, aby zahraniční subjekt postavil na území Československa například továrnu, neboť by se jednalo o soukromý majetek.

Pohyb portfoliových či jiných investic si lze při neexistenci finančního trhu (Žídek, 2004) těžko představit. Navíc forma akciové společnosti neexistovala, dominovalo uspořádání státních podniků. Pokud podnik potřeboval získat finanční prostředky, dělo se tak prostřednictvím bankovní soustavy (Nepožítková, 2003).

2.2. Výchozí podmínky československé ekonomiky

Mezi příznivé okolnosti, které Československo z předchozího období zdědilo a které jistě měly vliv na pohyb kapitálu, patří především geografická poloha, kvalita lidského kapitálu, relativně vysoká úroveň

¹ Zajímavé je, že hned v roce 1990 byl zaznamenán poměrně vysoký příliv FDI do Československa – 1444 mil. USD, z čehož na Slovensko připadá pouhých 82 mil. USD (United Nations, 2005).

vyspělosti ekonomiky či makroekonomická stabilita. Tyto aspekty zřejmě měly velký vliv především na příliv přímých zahraničních investic. Pro tyto investory patrně hrála důležitou roli dostatečně vzdělaná populace, a to hlavně manuálně v technických oborech. Atraktivitu prostředí zvyšovala geografická blízkost velkého trhu Německa, relativně dobrého dopravního spojení se západní Evropou a celkově výhodná poloha uprostřed Evropy. Navzdory špatné struktuře hospodářství zaměřené na těžký průmysl patřilo Československo mezi nejvyspělejší země východního bloku, i když při srovnání se západními zeměmi bylo dosti chudé. Co se týče makroekonomické stability, zdědilo Československo nízkou inflaci, nízký veřejný dluh, nízké vnější zadlužení a vyrovnanou platební bilanci (Žídek, 2004), z čehož se dá usuzovat, že možnost případné makroekonomické nestability byla nižší. Důležitým motivem pro zahraniční investory byla zřejmě také možnost četných investičních příležitostí spojených s otevíráním nových trhů, které transformující se ekonomika poskytuje a které nabízejí možnosti vysokých zisků, i když za cenu zvýšeného rizika.

Přesto však je nutné uvést i negativní aspekty, které snižovaly atraktivitu Československa pro zahraniční investory. Jde především o zděděnou centrálně řízenou ekonomiku bez tržních signálů v podobě cen, společné vlastnictví, dále pak technologické zaostávání, potlačený sektor služeb, špatný právní systém a jiné. Pohyb kapitálu taktéž zhoršovala nemožnost investovat v zahraničí a zpočátku i omezené možnosti investování u nás (Žídek, 2004).

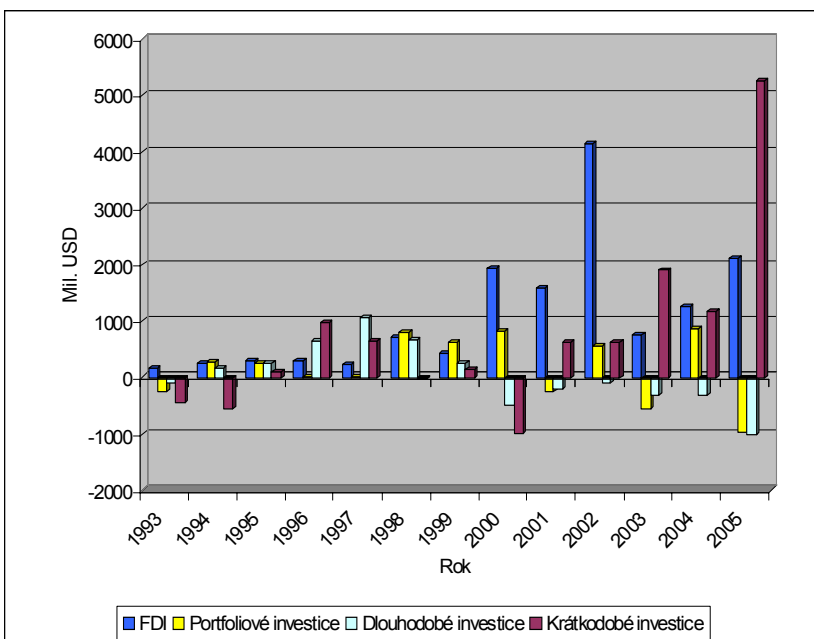
Důležitým prvkem vzhledem k tématu je stav bankovního sektoru, který vedle kapitálových trhů pomáhá transformovat úspory na investice. Centrálně plánovaná ekonomika fungovala na systému jednostupňové bankovní soustavy, která zajišťovala jak makroekonomické, tak mikroekonomické funkce. Ke změně na dvoustupňovou bankovní soustavu došlo k 1.1.1990. Tímto paradoxně zvoleným datem dvoustupňová bankovní soustava vstoupila již do transformace ekonomiky v demokratickou společnost, která následně ovlivnila strukturu a celý systém bankovního sektoru (Nepožítková, 2003). Centrální banka byla oddělena od obchodních bank, které měly začít fungovat s cílem dosažení zisku. Co se týče kapitálového trhu, tak žádný neexistoval (Žídek, 2004).

Můžeme tedy shrnout, že na začátku transformace existovalo mnoho kladných a záporných skutečností, které investory lákaly nebo naopak právě odrazovaly. Mezi hlavní pozitiva lze zařadit určitou vyspělost země a vzdělání obyvatel či neomezené příležitosti na vznikajícím trhu. Mezi nejvýznamnější negativa lze řadit zaostalost země, její částečnou uzavřenost či relativní nestabilitu. Přesto však s institucionálními změnami v Československu a posléze i na Slovensku docházelo k postupnému přílivu kapitálu, který na konkurenceschopnost ekonomiky vliv měl.

3. VÝVOJ POHYBU KAPITÁLU V PRŮBĚHU TRANSFORMACE

Než se budeme zabývat analýzou jednotlivých složek zahraničního kapitálu, jejich pohybem a jeho příčinami, dopady na ekonomiku a konkurenční schopnost, povšimněme si, jakých hodnot dosahovaly čisté přílivy uvedených veličin. Z grafu vyplývá, že přímé zahraniční investice tvoří nemalou část přílivu kapitálu, nicméně na první pohled patrný zásadní podíl je možné zaznamenat až v roce 2000. Jelikož se teorie nejvíce zabývá přímými zahraničními investicemi a analýzami jejich pozitivních a negativních dopadů na ekonomiku, jelikož je jejich efekt na růst ekonomiky zřejmě největší a nejpatrnější a je v teorii popsán nejpodrobněji (kromě kapitálu přinášejí taktéž know-how, manažerské schopnosti, technologie...), bude podstatná část tohoto příspěvku věnována právě jim. Pozornosti však neujdou ani ostatní položky, jelikož také dosahují nemalých hodnot.

Graf č. 1: Jednotlivé složky Finančního účtu platební bilance Slovenska v letech 1993–2005 (v mil. USD)



Poznámka: V letech 1993–1996 SNB používala jinou metodiku výkazů platební bilance: Přímé investice nerozlišovala na zahraniční plynoucí do SR a slovenské plynoucí do zahraničí; dlouhodobý kapitál představuje rozdíl mezi dlouhodobými úvěry poskytnutými do zahraničí a přijatými ze zahraničí; krátkodobý kapitál evidovala jako Čistý krátkodobý finanční účet.

Zdroj: SNB, 2006

3.1. Hlavní obecné faktory ovlivňující pohyb kapitálu

Na pohyb kapitálu v průběhu transformace mělo vliv mnoho faktorů. Předně vznikající tržní hospodářství nabízí veliké množství příležitostí jak pro občany dané země, tak postupně s otevíráním se světu i zahraničním subjektům. Proti těmto možnostem vystupuje riziko spojené s možnou nestabilitou dané země. Je potřeba zdůraznit, že právě stabilita či nestabilita (jak ekonomická, tak politická) v průběhu transformace byla důležitým prvkem pohybu kapitálu. Pohnutky investorů v rozhodování o lokalizaci investice sumarizuje např. Žďárek (2005). Dělí je na obecné a specifické faktory. Mezi obecné řadí politický rámec (stabilita prostředí v širším smyslu, pravidla pro vstup a působení v zemi, obchodní a daňová politika atd.) a kvalitu podnikatelského prostředí (existence podpory investic a zvláště FDI, institucionální a sociální prostředí apod.) včetně podpory podnikání (sehrává významnou úlohu ve většině lokalizačních rozhodnutí). Za specifické považuje motivy ekonomického charakteru jako situaci na trhu, jeho struktura, možnost zlepšení efektivnosti a specifika dané země (levná pracovní síla, specifické suroviny pro výrobu, know-how atd.).

Hošková (2001) uvádí: „Za nejvýznamnější podnět pro zahraniční investory se považuje úroveň politické stability a výkonnost ekonomiky, a to především pro velké investice, které potřebují dlouhodobé politicky spolehlivé a ekonomicky efektivní prostředí. V roce 1993 provedla Bank Austria/WIFO mezi potenciálními investory průzkum, z něhož vyplynulo následující seřazení preferencí motivů investorů do středoevropské a východní oblasti:

Tabulka č. 1: Určující faktory FDI ve státech východní Evropy

pořadí	faktor
1.	politická stabilita
2.	významný domácí trh
3.	finanční stabilita
4.	kvalifikovaná pracovní síla
5.	potenciální ziskovost
6.	geografická poloha
7.	konkurenceschopné náklady
8.	měnová konvertibilita
9.	dopravní síť/infrastruktura
10.	legislativa
11.	potenciální exportní základna
12.	výhodný daňový systém

Zdroj: Stankowsky, J.: Direktinvestitionen in Osteuropa. Wien, Bank Austria / WIFO 1996, s. 26-27, In: Hošková, A.: Vplyv priamych zahraničných investícií na Slovensku, 2001

Politická stabilita se umístila na prvním místě tohoto žebříčku. Proto se pojdme ve stručnosti podívat, jak mohl politický vývoj na Slovensku pohyb kapitálu ovlivnit, a to v negativním smyslu. Politická scéna se vyznačovala bouřlivějším vývojem. Od roku 1992 vládla na Slovensku koalice 2 stran – Hnutie za demokratické Slovensko (HZDS) v čele s Vladimírem Mečiarom a Slovenská národná strana (SNS). Volební období skončilo předčasně; již v roce 1994 se uskutečnily předčasné volby. V dubnu 1993 jim předcházela odchod části poslanců HZDS z poslaneckého klubu a odmítnutí SNS podílet se na vládě.

V roce 1994 byla sestavena nová vláda v čele s Vladimírem Mečiarom, jehož některé kroky vyvolaly silné reakce jak na domácí, tak na zahraniční politické scéně. Již ustanovující schůze Národní rady SR vyvolala řadu negativních ohlasů. Během dvoudenního setkání vyměnila vládní koalice činitele v mnoha významných státních institucích a úřadech: členy Rady STV a Rozhlasové rady, předsedu a místopředsedu Nejvyššího kontrolního úřadu, generálního prokurátora, členy Prezídia a Dozorčí rady FNM. V roce 1996 byl poslanec F. Gaulieder proti své vůli nezákonně zbaven poslaneckého mandátu. Další kauzou bylo zmaření referenda týkajícího se vstupu do NATO a volby prezidenta v roce 1997, jejímž vyvrcholením bylo převzetí pravomocí prezidenta vládou. Vladimír Mečiar jako předseda vlády využil prezidentské amnestie a od trestního stíhání osvobodil únosce prezidentova syna a ministra, který referendum zmařil. V dalším roce se HZDS pokusila o změnu volebního zákona, jejímž cílem bylo zbavit se svého nejsilnějšího protivníka. Tento politický vývoj si vysloužil kritiku z mnoha stran včetně samotné EU, o členství v níž Slovensko usilovalo.

V roce 1998 se vláda ujala koalice bez účasti HZDS v čele s Mikulášem Dzurindou. Rázně se vyslovila pro vstup do EU a NATO, nicméně jako koalice složená ze 4 levicových a 5 pravicových stran vedla v ekonomických otázkách mnoho sporů. V dalších volbách v roce 2002 se HZDS k moci opět nedostala, vládní koalice však prošla několika krizemi. Přesto však prosadila mnoho odvážných ekonomických reforem.

3.2. Přímé zahraniční investice (FDI)

Definice

Pojem „přímé zahraniční investice“ (FDI) lze charakterizovat několika způsoby. Za přímé zahraniční investice se v souladu s definicí Mezinárodního měnového fondu považují vklady zahraničních investorů do podniků a společností, které představují minimálně 10 % základního kapitálu nebo nejméně 10 % hlasovacích práv. Podmínkou je trvalý zájem investora na společnosti a jeho podíl na řízení (Český statistický úřad, 2006).

Sofistikovanější, leč obsahově totožná verze uváděná na serveru Finance.cz uvádí: „Definice stanovená OECD v souladu s EUROSTATem a MMF říká, že tato investice odráží záměr rezidenta jedné ekonomiky získat trvalou účast v subjektu, který je rezidentem v ekonomice jiné než ekonomice investora. Trvalá účast přitom zahrnuje existenci dlouhodobého vztahu mezi přímým investorem a přímou investicí a významný vliv na řízení podniku. Přímá investice zahrnuje jak původní transakci mezi oběma subjekty, tak všechny následující kapitálové transakce mezi nimi a mezi afilovanými podniky. Za přímou zahraniční investici je považován podnik, v němž zahraniční investor vlastní 10 a více procent akcií (podílu) nebo hlasovacích práv.“

Přímé zahraniční investice jsou z hlediska teorie obvykle považovány za pozitivní prvek ovlivňující hospodářství, a to především proto, že mohou ovlivnit ekonomický růst. Hošková (1999) ze NBS je dokonce označuje za nejefektivnější formu zahraničního kapitálu. Aktivně napomáhají transformaci ekonomiky a přispívají k institucionálním reformám, které ovlivňují ekonomický vývoj. Jsou zdrojem přílivu kapitálu, technologií, manažerských dovedností, know-how či zkulturnění ekonomického prostředí. Přes všechny tyto pozitivní dopady existují i opačné názory. O různých přístupech pojednává například Sass (2003). Ve výčtu jednotlivých pozitivních a negativních důsledků není u odborné veřejnosti větších rozporů. Uvádějí je například Tomšík, Plojhar, Srholec (2001) či Benáček (2000). Mezi největší kladné aspekty přílivu FDI a potažmo konkurenceschopnosti lze tedy zařadit:

- zaplnění mezery nedostatečných úspor,
- příliv technologií,
- příliv manažerských dovedností,
- zlepšení institucionálního prostředí,
- vliv na životní prostředí, snadnější přístup k zahraničnímu kapitálu, navázání kontraktů s domácími firmami a jiné.

Negativa spojená s přílivem FDI:

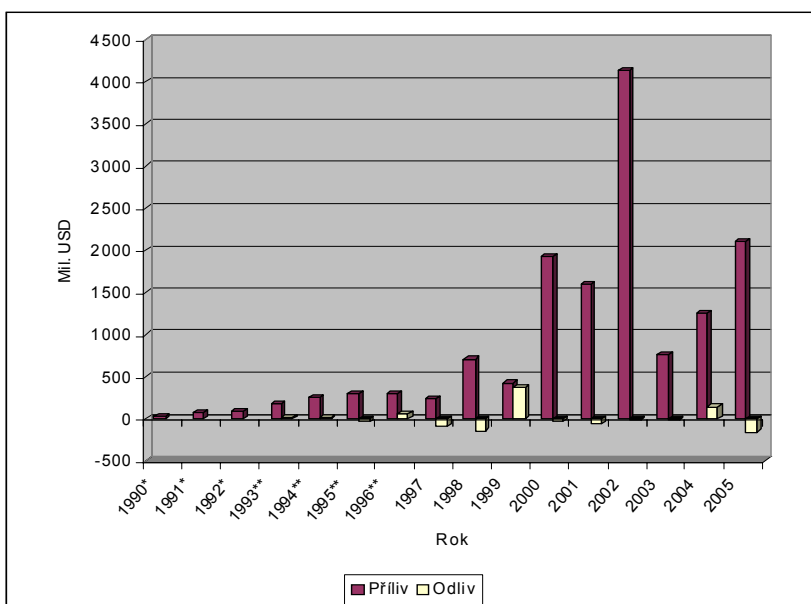
- možnost nepřátelského převzetí domácí firmy a útlum její činnosti,
- vytěsnění domácích úspor zahraničními,
- apreciacie měny v důsledku přílivu FDI,
- rozvoj kapitálově náročné výroby vede k útlumu a nezaměstnanosti v pracovně náročných výrobcích, nicméně tento jev lze považovat za součást restrukturalizace,
- vyšší mzdy v zahraničních firmách se mohou přelévat do firem domácích, které však nedosahují odpovídající produktivity práce,
- inflační tlaky způsobené růstem peněžní zásoby,
- repatriace zisků a možné následné problémy s platební bilancí,

- vznik duální ekonomiky – zvýšení produktivity ve společnostech se zahraniční účastí nemá vliv na růst produktivity domácích firem – dochází tak k riziku postupnému vytlačení domácích firem.

3.2.1 Vývoj pohybu FDI v průběhu transformace

Z následujícího grafu je patrné, že významnějších hodnot nabyly FDI až v roce 2000. Následující části se zaměří na příliv FDI, protože v porovnání s přílivem byl a je odliv nevýznamný. Důvodem je také skutečnost, že zpětný pohyb dividend a remitence zisků je sledována na Běžném účtu platební bilance.

Graf č. 2: Vývoj přílivu a odlivu FDI na Slovensku v letech 1990–2005 (v mil. USD)



Poznámka: *V letech 1990–1992 je použit zdroj: Mikelka, 1995.

**V letech 1993–1996 SNB používala jinou metodiku a data nerozdělovala na investice plynoucí do SR a ze SR.

Zdroj: SNB, 2006; SNB, 2001; Mikelka, 1995

V prvních letech od rozdělení Československa byl příliv FDI hodně nízký. Národní banka slovenská (NBS) (1999) uvádí, že dle MMF šlo v letech 1993–1998 do Polska, Maďarska, Česka, Slovenska a Slovinska 49,3 mld. USD přímých zahraničních investic, přičemž na Slovensko pouze 4 % této částky. Situaci dále popisují například Marcincin a Lubyová ve zprávě *EU-monitoring* z roku 2002. Uvádějí, že nízký příliv FDI v devadesátých letech je jedním z indikátorů a zároveň důvodů přetrvávání strukturálních problémů ekonomiky SR. Mezi hlavní důvody řadí především politickou nestabilitu, ale také

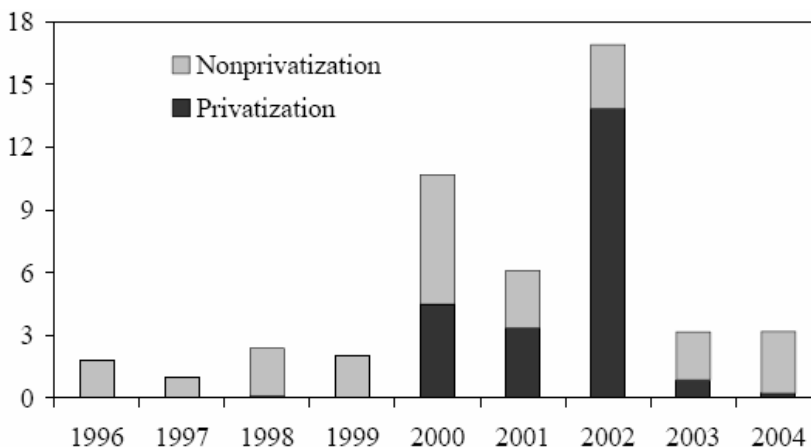
nepřehledné podnikatelské a legislativní prostředí. Překážky vstupu FDI na Slovensko v roce 1998 sumarizují následovně:

- nestabilní vnitřní politické prostředí,
- nedostatečná infrastruktura,
- neexistující cílená investiční propagace země,
- daňové zatížení,
- netransparentní legislativní a podnikatelské prostředí,
- nedostatky v základních zákonech vytvářejících rámec podnikání (Obchodní zákoník, Zákon o konkurzu a vyrovnání, Zákoník práce),
- nepružnost a pomalost státní správy při komunikaci a spolupráci s významnými zahraničními investory,
- komplikovaný proces zakládání podniků na Slovensku a vyřízení povolení k pobytu pro cizince,
- absence připravených průmyslových zón,
- konkurenční nabídky Polska, Maďarska, České republiky,
- Slovensko nebylo v NATO a bylo aktuálně zařazeno do druhé integrační skupiny EU,
- vysoká úroveň korupce.

V březnu roku 1999 slovenská vláda schválila koncepci strategie podpory FDI a o rok později vznikla Slovenská agentura pro rozvoj investic a obchodu (SARIO), jež se zabývá poskytováním konzultačních a informačních služeb pro investory zajímající se o investování na Slovensku. Od roku 2001 začaly platit daňové úlevy pro zahraniční investory, následovaly zákony o podpoře zřízení průmyslových zón a investičních pobídkách. Jde především o pomoc na počáteční investice, příspěvky na nová pracovní místa a na rekvalifikaci zaměstnanců (Marcinčin, Lubyová, 2002). Tyto aktivity vláda vyvíjela i přesto, že jsou teorií považovány za dosti kontroverzní.

Oproti 90. létům došlo v roce 2000 k výraznému zvýšení přílivu FDI, jehož bylo dosaženo především díky privatizaci státních monopolů. Došlo k prodeji 51 % podniku Slovenské telekomunikácie, 49 % společnosti Transpetrol (správa ropovodu a přeprava ropy) a 49 % Slovenského plynárenského priemyslu (správa plynovodů, distribuce a přeprava plynu). Lze tedy konstatovat, že zvýšený příliv FDI v prvních letech po zavedení pobídek nezpůsobily aktivity vlády v této oblasti, ale odprodej státního majetku. Jakých podílů na přílivu FDI privatizace dosahovala ukazuje následující graf.

Graf č. 3: Struktura přílivu FDI na Slovensko (v % HDP)



Poznámka: Rok 2004 je odhad IMF.

Zdroj: IMF, 2005

Vysoký příliv pokračoval i v následujících 2 letech, nicméně v roce 2003 došlo k významnému poklesu přílivu FDI, což vyvolalo zejména snížení objemu privatizací ze 150 mld. Sk v roce 2002 na 10,4 mld. Sk (NBS, 2003). V tomto období a později již docházelo zejména k investicím „na zelené louce“. Významnými „úlovky“ Slovenska se staly např. PSA Peugeot-Citroen, KIA-Hyundai či jejich dodavatelé: Getrag Ford, Continental Teves či VALEO (Žďárek, 2005).

Na závěr je nutné vzpomenout zavedení razantní daňové reformy z ledna 2004, jež může být vnímána jako snaha o přilákání dalších zahraničních investorů. Slovensko zavedlo tzv. rovnou daň, čímž daň z příjmu právnických osob klesla z 25 % na 19 %. Dále došlo také ke zrušení daně z dividend (Zeman, 2006). Názory na účinek těchto či podobných opatření se však různí. Jak právě Zeman dále uvádí, žádný překotný příliv FDI na Slovensko se nekonal. Naopak, investoři upřednostňují investiční pobídky (které často obsahují několikaleté „daňové prázdniny“) před rovnou daní, což dokazuje vyšší příliv FDI do Česka a Polska, ačkoliv tyto země rovné zdanění nezavedly.

3.2.2 Dopady přílivu FDI na slovenskou ekonomiku

Dopady na zaměstnanost, tržby, produktivitu práce

Mezinárodní srovnání vlivu podniků se zahraniční účastí nabízí sledování zaměstnanosti, tržeb a produktivity práce. I když úplná data nejsou dostupná, můžeme získat orientační přehled, jak si firmy s FDI stojí. Více ukazuje následující tabulka:

Tabulka č.2: Ukazatele za podniky s FDI ve zpracovatelském průmyslu na Slovensku

zaměstnanost			index změny v % ¹	tržby			index změny v % ¹
1996	1998	2001		1996	1998	2001	
13,0	18,5	36,4	280,0	21,6	36,2	59,3	274,5
produktivita práce ²			index změny v % ¹				
1996	1998	2001					
1,66	1,96	1,63	98,2				

Poznámka: ¹ rok 2001 oproti roku 1996, ² oproti domácím firmám.

Zdroj: Žďárek, V.: Vliv přímých zahraničních investic a problém vzniku duální ekonomiky (na příkladu ČR a SR), 2005

Zaměstnanost se v období mezi léty 1996 a 2001 v podnicích s FDI zvýšila o 280 %. Jde o důkaz, že FDI na Slovensko přicházejí a zaměstnávají čím dál větší procento lidí. Jelikož ve stejném období celková nezaměstnanost vzrostla, lze usuzovat, že podniky s FDI mohly stát za nižším růstem nezaměstnanosti, nežli ve skutečnosti byl. Příznivě se jeví i velký nárůst zisků těchto podniků, což však v budoucnu negativně ovlivní obchodní bilanci. Nejvýznamnějším ukazatelem tabulky je však produktivita práce, jelikož se začala snižovat mezera mezi domácími a zahraničními firmami. Co se týče hrubé přidané hodnoty ve zpracovatelském průmyslu, tak ta činila v roce 2002 40 % z celku. Jedná se tedy o důkazy, že firmy s FDI se významně podílejí na aktivitě ekonomiky.

Propojení FDI na domácí ekonomiku

Efektům vstupu zahraničních firem na Slovensko je propojení FDI s domácím průmyslem. Dochází k obchodní spolupráci s domácími firmami a ke zvyšování tzv. nepřímé zaměstnanosti. O kvantifikaci propojení se pokusila Hošková (2001) z NBS. Jelikož údaje všech podniků s FDI nebyly k dispozici, byly vybrány následující společnosti, a to tak, aby byly zastoupeny společnosti z hlediska velikosti (malé, střední, velké) a z různých odvětví (strojírenství, elektro, potravinářství, chemie):

Tabulka č. 3: Vklady zahraničních investorů do organizací s FDI v roce 1999

Volkswagen	339 mil. DM
Siemens	250 mil. DM
Henkel	870 mil. Sk
Coca-Cola	2702 mil. Sk (rok 1998)
RAJO	520 mil. Sk (rok 2000 – půlrok)

Zdroj: Hošková, A.: Vplyv priamych zahraničných investícií na ekonomiku Slovenska, 2001

K nepřímé zaměstnanosti Hošková uvádí, že existuje, a to především ve strojírenských oborech. Např. sama společnost Coca-Cola uvádí, že dle zkušeností z Polska a Rumunska připadá na jednoho jejího pracovníka 7–9 pracovníků v navazujících oborech. Dalším příkladem je francouzský výrobce automobilů Peugeot-Citroen, u něhož se předpokládalo, že zaměstná 3500 přímých zaměstnanců, a v důsledku jeho působení vznikne jednou tolik pracovních příležitostí ve stavebnictví, službách, dopravě a dojde k zapojení menších strojírenských podniků při výrobě součástek (Sabol, Hošková, 2004).

Propojení prostřednictvím obchodní spolupráce je dle Hoškové také nezanedbatelné. Sdružení subdodavatelů automobilového průmyslu na Slovensku uvádí, že v roce 1999 bylo od slovenských podniků nakoupeno za více než 31 mld. Sk automobilových součástek, z čehož 19 mld. Sk odebral VW Bratislava. Tyto díly byly použity především na výrobu automobilů značek VW, Audi, Škoda, Seat a jiné. Hošková (2001) dále uvádí, že touto formou spolupráce postupují i další firmy, např. Henkel, Volkswagen, Coca Cola, Rajo, Danone a jiné. Typickým příkladem je Volkswagen, který v roce 2004 zapojoval zhruba 150 středních a menších firem, které mu dodávají součástky tvořící cca 58 % dílů na novějších modelech vyráběných automobilů (Sabol, Hošková, 2004).

Dopady na platební bilanci

Vzhledem k velikosti slovenského trhu se dá předpokládat, že značná část zahraničních investic je exportně orientována. Z toho plyne význam pro obchodní a platební bilanci. Podíl společných podniků (podniky s částečným nebo 100 % zahraničním vlastnictvím) na vývozu a dovozu ukazuje následující tabulka. Z ní plyne, že podniky s FDI se hojně zapojují do zahraničního obchodu (a do tvorby HDP) – tvoří vysoký poměr celkového vývozu a nepatrně vyšší čísla u dovozu. Očistíme-li však tato data od obchodní činnosti, export mírně převyšuje import, což pozitivně zlepšuje obchodní bilanci.

K přesnější kvantifikaci vlivu FDI na slovenskou ekonomiku by samozřejmě bylo potřeba získat více studií zaměřujících se na vyšší počet ukazatelů, nicméně i z těchto uvedených dat lze vyvodit, že se zahraniční investoři zapojují do ekonomické aktivity na Slovensku a že se podílejí na vytváření HDP. Nicméně přesná kvantifikace jejich podílů by si vyžádala rozsáhlý průzkum, který překračuje možnosti autorů.

Tabulka č. 4: Vývoz a dovoz za vybraný soubor organizací v SR (v mil. Sk)

rok	společné podniky				Slovensko celkem	
	vývoz	podíl na celkovém vývozu v %	dovoz	podíl na celkovém dovozu v %	vývoz	dovoz
1994	63649	37	65703	42	171972	156042
1995	85564	34	89953	36	254099	252311
1996	96523	36	131700	39	270628	335165
1997	108229	37	152821	44	295574	345049
1998	120671	32	158554	35	375921	456713
1999	131933	31	157440	34	422344	468031
2000	168339	31	237478	40	548372	590728
2001		56		54		

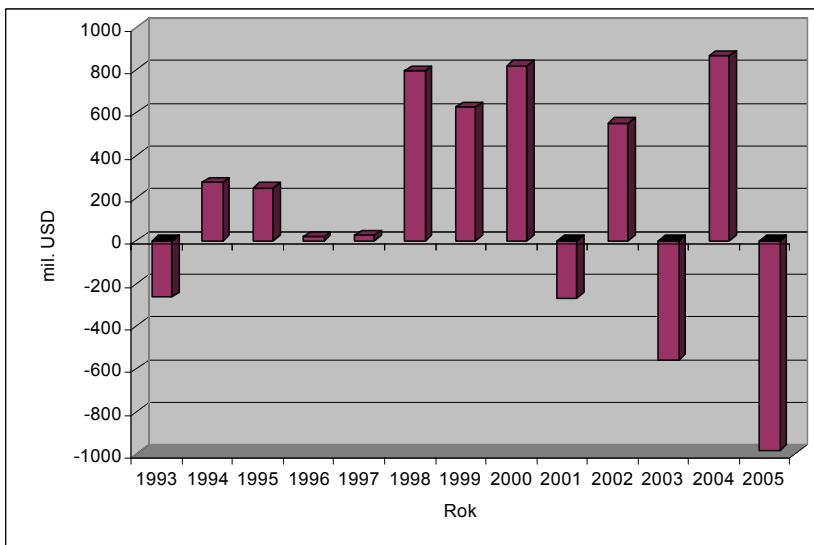
Poznámka: data z roku 2001 jsou z: Sabol, Hošková, 2004.

Zdroj: Hošková, 2001

3.3. Portfoliové investice

V průběhu let 1993–2005 procházely portfoliové investice nerovnoměrným vývojem, což ukazuje následující graf. Oproti FDI jsou citlivější na výnosy z cenných papírů, úrokové změny a spekulace (Hošková, 1999). Výše čistých přílivů se v některých letech vyrovnaly objemu FDI, v jiných tvořily méně než 20 %. V roce 1999 dokonce příliv FDI značně převýšily.

Graf č. 4: Vývoj čistých portfoliových investic na Slovensku v letech 1993–2005 (v mil. USD)



Zdroj: NBS, 2006

V prvních letech existence Slovenska nedocházelo k ucelené evidenci portfoliových investic. Nejucelenější evidenci o obchodu cenných papírů vedlo Středisko cenných papírů SR. NBS portfoliové investice sledovala na základě údajů poskytnutých z podnikové sféry a obchodních bank. Dle metodik MMF je začala evidovat až v roce 1998. Ještě v roce 1999 sama NBS uváděla, že jí chyběly údaje od jednotlivých brokerů a nebyl vyřešen problém možné duplicity s podnikovou sférou, nebyla jasně stanovena pravidla pro ohlašovací povinnost respondentů a nevyklučovala možné chyby v evidenci krátkodobých investic a jejich duplicit.

Burza cenných papírů Bratislava začala podíl zahraničních investorů na obchodech se slovenskými akciemi sledovat až v roce 1996. V prvních letech se jejich podíl pohyboval okolo 10 % všech obchodů. Data však nezahrnovala obchody RM Systému (Hošková, 1999). Z výše uvedených důvodů je nutné vzít tyto metodické problémy v úvahu při posuzování výše portfoliových investic v prvních letech po rozpadu Československa.

Nízká úroveň portfoliových investic do roku 1997 mohla být způsobena nezájmem zahraničních investorů, a to z důvodů, které uvádí Hošková (1999):

- nízký rating politické stability Slovenska,
- nízká transparentnost trhu,
- nedostatečná dostupnost důležitých informací, absence cenotvorného trhu, nízká informační hodnota oficiálních kurzů,
- absolutní nedostatek systému ochrany práv investorů, především minoritních akcionářů,
- málo hodnověrná a nedostatečně účinná regulace trhu,
- extrémně nízká likvidita a z ní vyplývající velmi omezené možnosti portfoliového investování,
- netransparentní privatizace s následnou deformací tržních cen.

Vysoký příliv portfoliových investic v letech 1998–2000 byl dosti poznamenán aktivitami vlády a vydáváním jejích obligací, což mělo za následek kladné hodnoty přílivu portfoliových investic, avšak zároveň i růst státního dluhu (NBS, 2006).

V následujících letech byla zaznamenána vysoká volatilita. V roce 2001 se projevil zvýšený zájem tuzemských komerčních bank o zahraniční cenné papíry, což se odrazilo v čistém odlivu portfoliových investic. Vládní obligace zaznamenaly odliv i příliv, takže čisté toky ve větší míře neovlivnily. Rok 2002 se vyvíjel opačně. Zaznamenaný čistý příliv způsobený snížením investic do zahraničních cenných papírů a růstem nákupu slovenských dlužných papírů vystřídal v roce 2003 čistý odliv způsobený především bankovní a podnikovou sférou. Banky investovaly do zahraničních obligací, podniky pak do nástrojů peněžního trhu. V pozadí čistého přílivu v roce 2004 stojí vládní aktivity

a investice zahraničních investorů do vládních dlužných cenných papírů. Významný odliv v roce 2005 mají na svědomí slovenští investoři, kteří ve velké míře investovali do zahraničních obligací. Vláda zároveň nevydala státní dluhopisy, což omezilo příliv investorů do tohoto sektoru. V prvním pololetí roku 2006 opět došlo ke změně trendu a k čistému přílivu portfoliových investic. Poklesl podíl domácích subjektů na držení zahraničních obligací a slovenská vláda emitovala státní cenné papíry, což samozřejmě zvýšilo příliv investic (NBS, 2001–2006).

Máme-li zhodnotit vývoj pohybu portfoliových investic, musíme konstatovat, že na jejich pohyb měla významnou roli aktivita vlády a její emise dlužných cenných papírů a aktivita slovenských subjektů (podniky, banky) v investování do zahraničních obligací. Co se týče vlivu na konkurenceschopnost, zdůrazněme právě aktivitu slovenských rezidentů a bank. Především investice slovenských podniků do zahraničních cenných papírů se do země vrátí zvýšené o úrok, což je zřejmě lepší, než kdyby firmy volné prostředky neinvestovaly vůbec (*ceteris paribus*). Opačně působí dlužné cenné papíry, které jsou zdrojem prostředků pro firmy a investování, ale musejí být v budoucnu splaceny včetně úroku a je jimi zvyšováno zadlužení země.

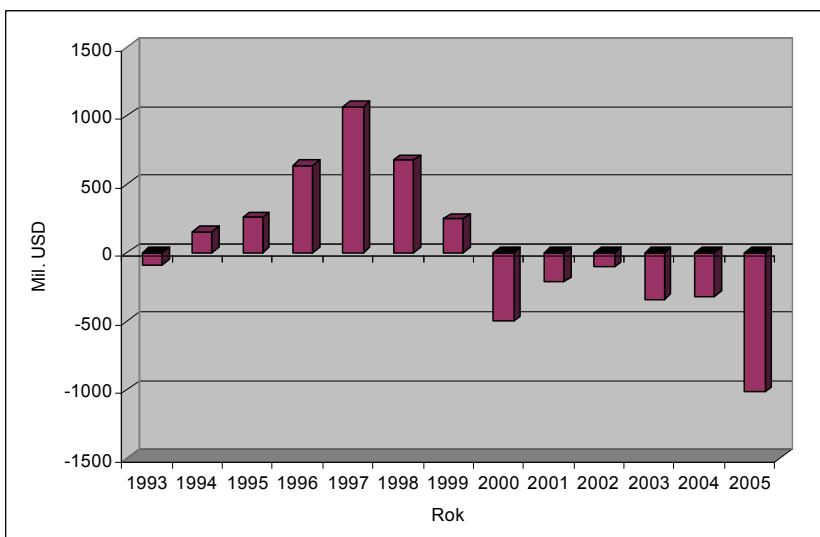
3.4. Dlouhodobý kapitál

Dlouhodobý kapitál sice znamená přísun prostředků do země a do firem, které potřebují kapitál, nicméně po nějaké době tyto prostředky musejí být vráceny, a to včetně úroku (což samozřejmě platí pro každou investici). Aby byly produktivní, musí výnosy z investice, na kterou byly použity, přesáhnout i úrokovou míru. Navíc se dá předpokládat, že ne každá investice je takto produktivní a její návratnost koresponduje s délkou úvěru. Nicméně minimálně ovlivňují konkurenceschopnost tak, že je to jeden z možných finančních zdrojů pro podniky, a tudíž se tyto půjčené peníze mohou stát zdrojem výnosné investice.

V průběhu devadesátých let bylo Slovensko čistým dovozcem dlouhodobých půjček. Situace se obrátila v roce 2000 a od té doby se Slovensko vyznačuje odlivem dlouhodobého kapitálu.

Z hlediska platební bilance a kapitálových toků dosahoval dlouhodobý kapitál významných hodnot v devadesátých letech. Od roku 2000 jsou jeho hodnoty v porovnání s ostatními položkami platební bilance relativně nižší, rozhodně však ne nevýznamné.

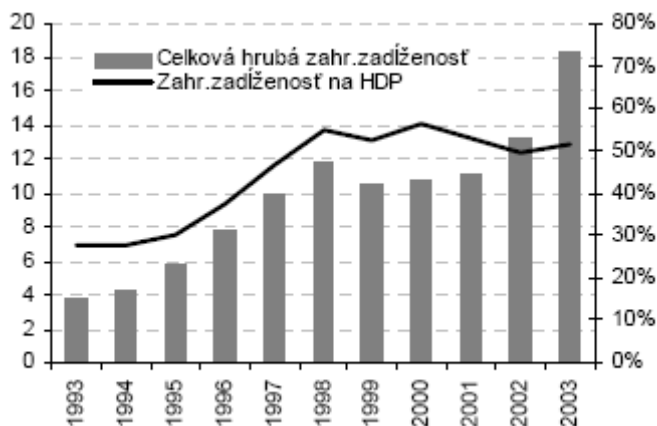
Graf č. 5: Čistý příliv dlouhodobého kapitálu na Slovensko v letech 1993–2005 (v mil. USD)



Zdroj: NBS, 2006

Dlouhodobé půjčky dominovaly Finančnímu účtu právě v letech 1996–1998. Ve větší míře se jednalo o úvěry pro podnikový sektor, ovšem v roce 1998 už mírně převýšilo zadlužení vládní. Jak ukazuje následující tabulka, postupně došlo k významnému zadlužení země. Uvedená data zahrnují taktéž krátkodobou zadluženost. Ta např. v roce 2003 tvořila 40 % celkové zadluženosti.

Graf č. 6: Celková hrubá zadluženost (v mld. USD)



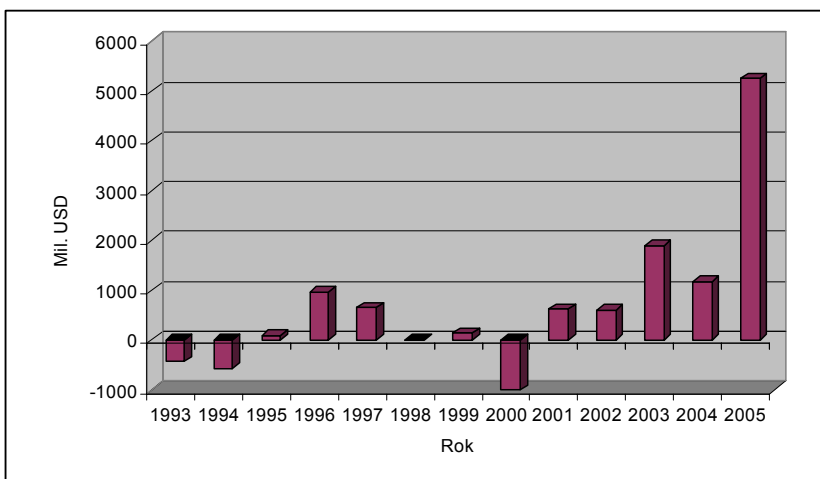
Zdroj: Ministerstvo financí SR, 2004

Za poklesem čistého přílivu dlouhodobého kapitálu po roce 1999 stojí především vysoké splátky dřívějších úvěrů. V roce 2000 se čísla poprvé dostala do čistého odlivu, který pokračoval až do roku 2005. Projevil se tak nárůst dlouhodobých vkladů komerčních bank v zahraničí a hlavně splácení dřívějších úvěrů, které převyšovaly čerpání nových úvěrů. Dalším důvodem bylo obstarávání zahraničního kapitálu formou emisí obligací na zahraničních trzích.

3.5. Krátkodobý kapitál

Funkce krátkodobého kapitálu je podobná jako u dlouhodobého. Stávají se zdrojem peněžních prostředků v dané zemi. Jejich největší nevýhodou však je právě jejich krátkodobost a tedy nestálost. Tyto investice často reagují na momentální stav na trhu.

Graf č. 7: Čistý příliv krátkodobého zahraničního kapitálu na Slovensko v letech 1993–2005 (v mil. USD)



Zdroj: NSB, 2006

V průběhu devadesátých let byl zaznamenán nerovnoměrný vývoj. Za povšimnutí stojí výkyv z roku 2000, za kterým stojí splácení krátkodobých úvěrů podnikovým sektorem a odliv vkladů u bank. Od roku 2001 však už čísla dosahují kladných hodnot. Způsobuje to především převýšení čerpání krátkodobých úvěrů nad splácením. Za vyšším přílivem oproti předešlým létům v roce 2003 stojí příliv kapitálu do obchodních bank od jejich mateřských společností. Příliv v roce 2004 má na svědomí zvýšení vkladů nerezidentů v komerčních bankách z důvodu očekávané apreciacie kurzu. Tyto aktivity pokračovaly i v roce 2005, nicméně v prvním pololetí 2006 již došlo k odlivu vkladů z bank.

4. SOUČASNÝ STAV PŘÍLIVU KAPITÁLU

Slovensko provedlo v posledních letech řadu ekonomických reforem. V současné době zaznamenává vysoký ekonomický růst, pokles nezaměstnanosti, a tím i relativně příznivé období. I přes zavedení rovné daně v roce 2004 se však boom příchodu přímých zahraničních investic nekonal. Zemánek (2006) uvádí, že Slovensko oproti Česku v přílivu FDI stále zaostává (do Česka proudí 2x více FDI na osobu než na Slovensko), ale zároveň dodává, že díky nízkým daním tento deficit investičních finančních prostředků bez problémů vykrývají slovenské firmy.

Portfoliové investice a jejich vývoj budou v blízké budoucnosti zatíženy splácením dřívějšího vládního zadlužení. V letech 2001–2004 dosahovaly deficity státního rozpočtu hodnot mezi 4–5,3 %. Podobný vývoj zřejmě ještě nějakou dobu ovlivní i dlouhodobé investice.

Shrneme-li na závěr jak v současné době vypadá trh s kapitálovými toky, je nutné konstatovat, že je liberalizován. Lze tedy očekávat tržní chování subjektů s nimi obchodujícími.

5. ZÁVĚR

Slovensko prošlo transformací ekonomiky s mírně bouřlivějším politickým vývojem, lze ho však stejně jako ostatní okolní státy považovat za fungující tržní demokratický stát.

V období před zavedením investičních pobídek plynulo na Slovensko velmi málo FDI - zájem investorů se soustředil do jiných středoevropských zemí. Důvodů bylo více: ne zrovna stabilní politický vývoj, absence investičních pobídek, celkově špatné podnikatelské prostředí. Po roce 1999 došlo k oživení přílivu FDI, důvodem však byla zvýšená privatizace státního majetku, po jehož ukončení následoval pád přílivu FDI. Od roku 2004 rostou FDI mírným tempem, přesto v porovnání s okolím jsou na nižší úrovni, a to i přes zavedení rovné daně. FDI zvýšily zásobu kapitálu v zemi a lze tedy konstatovat, že napomáhají růstu ekonomiky, i když je přesná kvantifikace velice obtížná.

I přes nízké hodnoty FDI na Slovensku existují, a jak bylo dokázáno výše, zapojují do svých aktivit i další slovenské firmy. Produktivita práce ve podnicích s FDI značně převyšuje domácí podniky, bylo však zaznamenáno zmenšení této mezery. Tyto firmy zaměstnávají pracovníky, vytvářejí HDP a jistě přispěly i k restrukturalizaci ekonomiky. Přesná kvantifikace vlivů FDI na slovenské hospodářství je velice obtížná, přesto si myslíme, že FDI jsou spíše pozitivním prvkem v hospodářství nežli záporným.

Portfoliové investice procházely v 90. letech podobným vývojem – v prvních letech nízkým přílivem. Ke konci desetiletí vydala vláda značné množství dluhopisů, což vedlo k oživení přílivu portfoliových investic, ale i k zadlužení. Od roku 2000 je vývoj poznamenán značnou volatilitou. Je tedy opět obtížné kvantifikovat, jak mohly konkurenceschopnost ovlivnit. A to ať už plynuly do země (tedy mohly být využity k investicím) nebo ze země (přinášely výnos).

Dlouhodobý kapitál v 90. letech do země plynul, od roku 2000 zaznamenáváme čistý odliv. V počátcích napomohl k rozvoji země nahrazením chybějícího úspor, tudíž lze vyvodit, že vliv na ekonomiku byl pozitivní. Druhou stranou mince zůstává právě dluhový charakter a nutnost splatit zapůjčené prostředky včetně úroků, což má mimo jiné za následek vývoj po roce 2000. Krátkodobý kapitál se vyvíjel víceméně volatilně, opět je zde nebezpečí dluhového financování a hlavně jeho nestálost může způsobit značné přesuny ovlivňující měnový kurs či jiné problémy.

6. POUŽITÁ LITERATURA

BENÁČEK, V. (2000): Přímé zahraniční investice v české ekonomice: praxe, teorie a aplikace. Praha, Institut ekonomických studií, Univerzita Karlova, 2000.

CZESANÝ, S. (2005): Specifika hospodářského cyklu ve vybraných tranzitivních ekonomikách. Praha, Český statistický úřad, 2005.

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD (2005): Statistická ročenka české republiky 2005. Praha, Český statistický úřad, 2005.

CLAYTON, W. J. (2007): Business in Russia. The Pennsylvania State University, 2007.

DITLBACHER, U. – FIDRMUC, J. – WALTER, P. (2002): Private Capital Flows to Emerging Markets in the 1990s and Their Impact on Financial Market. Vídeň, Oesterreichische National Bank (OeNB), 2002.

DLOUHÝ, V. (2002): Situace české ekonomiky. Praha, CEP, 2002.

FEHIMOVIČ, N. (2006): Zahraniční investice k nám stále proudí. Server Finance.cz, Praha.

HÁJEK, L. – HYNEK, J. – JANEČEK, V. (2005): Hodnocení investic do vyspělých technologií. Hradec Králové, Gaudeamus, 2005.

HOŠKOVÁ, A. (1999): Portfóliové investície na Slovensku. BIATEC 1999, č. 2, Národná banka Slovenska, Inštitút menových a finančných studií NBS, 1999.

HOŠKOVÁ, A. (2001): Vplyv priamych zahraničných investícií na ekonomiku Slovenska. BIATEC 2001, č. 9, str. 7–10, 2001.

HOŠKOVÁ, A. (2001): Vplyv priamych zahraničných investícií na ekonomiku Slovenska. Bratislava, Národná banka Slovenska, Inštitút menových a finančných studií NBS, 2001.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2005): Slovak Republic: Selected Issues and Statistical Appendix. Washington, D. C., International Monetary Fund, 2005.

MARCINČIN, A. – LUBYOVÁ, M. (2002): EÚ-monitórning I. Bratislava, Slovak Foreign Policy Association, Friedrich Ebert Stiftung, 2002.

MIKELKA, E. (1995): Foreign direct investments in the Slovak republic. Bratislava, Slovenská akadémia vied, 1995.

MINISTERSTVO FINANCIÍ SR (2004): Hospodársky vývoj SR v rokoch 1993–2003. Bratislava, Ministerstvo financií SR, 2004.

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA (2006): Platobná bilancie SR 1993–2005. Bratislava, Národná banka Slovenska, 2006.

- NÁRODNA BANKA SLOVENSKA (1998): Správa o menovom vývoji v SR v roku 1998. Bratislava, Národná banka Slovenska, 1998.
- NÁRODNA BANKA SLOVENSKA (1999): Správa o menovom vývoji v SR v roku 1999. Bratislava, Národná banka Slovenska, 1999.
- NÁRODNA BANKA SLOVENSKA (2000): Správa o menovom vývoji v SR v roku 2000. Bratislava, Národná banka Slovenska, 2000.
- NÁRODNA BANKA SLOVENSKA (2001): Správa o menovom vývoji v SR v roku 2001. Bratislava, Národná banka Slovenska, 2001.
- NÁRODNA BANKA SLOVENSKA (2002): Správa o menovom vývoji v SR v roku 2002. Bratislava, Národná banka Slovenska, 2002.
- NÁRODNA BANKA SLOVENSKA (2003): Správa o menovom vývoji v SR v roku 2003. Bratislava, Národná banka Slovenska, 2003.
- NÁRODNA BANKA SLOVENSKA (2004): Správa o menovom vývoji v SR v roku 2004. Bratislava, Národná banka Slovenska, 2004.
- NÁRODNA BANKA SLOVENSKA (2005): Správa o menovom vývoji v SR za 1. polrok 2005. Bratislava, Národná banka Slovenska, 2005.
- NÁRODNA BANKA SLOVENSKA (2006): Správa o menovom vývoji v SR za 1. polrok 2006. Bratislava, Národná banka Slovenska, 2006.
- NEPOŽITKOVÁ, I. (2003): Přejchod jednostupňového bankovního systému na dvoustupňový v České republice. Olomouc, Univerzita Palackého v Olomouci, 2003.
- PŮLPÁN, K. (1993): Nástin českých a československých hospodářských dějin do roku 1990, I. díl. Praha, Univerzita Karlova, 1993.
- SABOL, T. – HOŠKOVÁ, A. (2005): Priame zahraničné investície a ich vplyv na výkonnosť výrobných podnikov v Slovenskej republike. Ekonomický časopis 2004, č. 52, str. 181–195, 2004.
- SASS, M. (2003): Competitiveness and Economic Policies Related to Foreign Direct Investment. Budapešť, Ministry of Finance, Hungary, 2003.
- THE ECONOMIST (2002): Průvodce ekonomickými ukazateli: jak porozumět ekonomii. Praha, Scientia, 2003.
- TOMŠÍK, V. – PLOJHAR, M. – SRHOLEC, M. (2003): Efekty přímých zahraničních investic na platební bilanci. Praha, Newton Holding, a. s., 2003.
- TOMŠÍK, V. – PLOJHAR, M. – SRHOLEC, M. (2001): Přímé zahraniční investice: Přístup z pohledu teorie. Praha, Newton Holding, a. s., 2001.

ZEMAN, M. (2006): Je Slovensko skutečně rájem investorů? Praha, server Aktualce.cz, sekce Finance, 2006.

ZEMÁNEK, J. (2006): Slovensko – stále ještě malý, avšak čím dál rychlejší evropský ekonomický tygr. Praha, server Euroekonom.cz, 2006.

ŽDÁREK, V. (2005): Přímé zahraniční investice a problém vzniku duální ekonomiky (na příkladu ČR a SR). Praha, Centrum ekonomických studií VŠEM, 2005.

ŽÍDEK, L. (2004): Česká ekonomika v 90. letech. Brno, Masarykova univerzita, 2004.

V roce 2005 vyšlo:

WP č. 1/2005

Petr Chmelík: Vliv institucí přímé demokracie na hospodářskou politiku ve světle empirického výzkumu

WP č. 2/2005

Martin Kvizda – Jindřiška Šedová: Privatizace a akciové společnosti – k některým institucionálním aspektům konkurenceschopnosti české ekonomiky

WP č. 3/2005

Jaroslav Rektořík: Přístup k inovacím v České republice. Současný stav a možné směry zlepšení.

WP č. 4/2005

Milan Víturka – Vladimír Žítek – Petr Tonev: Regionální předpoklady rozvoje inovací

WP č. 5/2005

Veronika Bachanová: Analýza kvality regulace České republiky

WP č. 6/2005

Hana Zbořilová – Libor Žídek: Washingtonský konsenzus v české ekonomické praxi 90. let

WP č. 7/2005

Osvald Vašíček and Karel Musil: The Czech Economy with Inflation Targeting Represented by DSGE Model: Analysis of Behaviour

WP č. 8/2005

Zdeněk Tomeš: Je stárnutí populace výzvou pro hospodářskou politiku?

WP č. 9/2005

Ladislav Blažek – Klára Doležalová – Alena Klapalová: Společenská odpovědnost podniků

WP č. 10/2005

Ladislav Blažek – Alena Klapalová: Vztahy podniku se zákazníkem

WP č. 11/2005

Ladislav Blažek – Klára Doležalová – Alena Klapalová – Ladislav Šiška: Metodická východiska zkoumání a řízení inovační výkonnosti podniku

WP č. 12/2005

Ladislav Blažek – Radomír Kučera: Vztahy podniku k vlastníkům

WP č. 13/2005

Eva Kubátová: Analýza dodavatelských vztahů v kontextu inovací

WP č. 14/2005

Ladislav Šiška: Možnosti měření a řízení efektivnosti a úspěšnosti podniku

V roce 2006 vyšlo:

WP č. 1/2006

Tomáš Otáhal: Je úplatkářství dobrá cesta k efektivnějšímu vymáhání práva?

WP č. 2/2006

Pavel Breinek: Vybrané institucionální aspekty ekonomické výkonnosti

WP č. 3/2006

Jindřich Marval: Daňová kvóta v ČR

WP č. 4/2006

Zdeněk Tomeš – Daniel Němec: Demografický vývoj ČR 1990–2005

WP č. 5/2006

Michal Beneš: Konkurenceschopnost a konkurenční výhoda

WP č. 6/2006

Veronika Bachanová: Regulace a deregulace v ČR v období 1990–2005

WP č. 7/2006

Petr Musil: Tendence na českém trhu práce v období transformace

WP č. 8/2006

Zuzana Hrdličková: Vliv sociální politiky na konkurenceschopnost české ekonomiky

WP č. 9/2006

Pavína Balcarová – Michal Beneš: Metodologie měření a hodnocení makroekonomické konkurenceschopnosti

WP č. 10/2006

Miroslav Hloušek: Czech Business Cycle Stylized Facts

WP č. 11/2006

Jitka Doležalová: Vliv politiky na konkurenceschopnost České republiky

WP č. 12/2006

Martin Chromec: Dlouhodobé efekty monetární politiky: může ČNB ovlivnit ekonomický růst?

WP č. 13/2006

Tomáš Paleta: Strukturální změny české ekonomiky ve světle privatizace a podpory malého a středního podnikání

WP č. 14/2006

Tomáš Otáhal: Vývoj korupce v ČR v období transformace

WP č. 15/2006

Jan Jonáš: Ekonomická svoboda a konkurenční schopnost české ekonomiky

WP č. 16/2006

Michal Tvrdoň: Regulace trhu práce v ČR

WP č. 17/2006

Martina Vašendová: Pohyb kapitálu v průběhu transformace a jeho vliv na konkurenceschopnost české ekonomiky

WP č. 18/2006

Ondřej Moravec: Hospodářská soutěž a její vliv na konkurenceschopnost české ekonomiky

WP č. 19/2006

Milan Víturka – Viktorie Klímová: Globálně orientované hodnocení konkurenční pozice krajů České republiky

WP č. 20/2006

Monika Jandová: Vývoj komoditních, teritoriálních a institucionálních aspektů zahraničního obchodu ČR

WP č. 21/2006

Vladimír Žítek – Josef Kunc – Petr Tonev: Vybrané indikátory regionální konkurenceschopnosti a jejich vývoj

WP č. 22/2006

Aleš Franc: Hlavní tendence ve vývoji pracovních migrací v České republice

WP č. 23/2006

Osvald Vašíček – Karel Musil: Behavior of the Czech Economy: New Open Economy Macroeconomics DSGE Model

WP č. 24/2006

Jaroslav Rektourek: Zapojení vysokých škol do přípravy a realizace strategických dokumentů regionů – podmínka rozvoje inovačních aktivit

WP č. 25/2006

Ladislav Šiška: Analýza finanční úspěšnosti tuzemských podniků

WP č. 26/2006

Daniel Němec: Demografický vývoj SR 1990–2005

V roce 2007 vyšlo:

WP č. 1/2007

Nada Voráčová: Maďarská fiskální politika a hospodářský růst

WP č. 2/2007

Martin Chromec: Monetární politika a její dopad na konkurenceschopnost Slovenské republiky

WP č. 3/2007

Martina Vašendová: Pohyb zahraničního kapitálu v průběhu transformace a jeho vliv na konkurenční schopnost slovenské ekonomiky