



WORKING PAPER č. 11/2008

# **Zahraniční kapitál a konkurenceschopnost vybraných zemí EU**

Monika Jamborová

Červen 2008



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](mailto:slany@econ.muni.cz), tel.: +420 549491111



# ZAHRANIČNÍ KAPITÁL A KONKURENCESCHOPNOST VYBRANÝCH ZEMÍ EU

## *Abstract:*

This paper analyses foreign capital flows to Slovenia, Latvia, Estonia, Lithuania, Bulgaria and Romania. It aims to identify its links to competitiveness of their economies. The first part of the text focuses on the general foreign capital trends starting from the initiation of the transition process until today. Special attention is given to the foreign direct investment and its role in the gross fixed capital formation. The paper then turns to the analysis of the specific countries investment position, its characteristics and a mutual comparison.

## *Abstrakt:*

Tento text analyzuje pohyb zahraničního kapitálu ve Slovinsku, Lotyšsku, Estonsku, Litvě, Bulharsku a Rumunsku a snaží se o posouzení jeho dopadu na konkurenceschopnost ekonomik těchto zemí. V první části textu jsou uvedeny obecné tendence vývoje přílivu kapitálu do těchto zemí od opuštění centrálního plánování dodnes. Pozornost je věnována zejména vývoji přímých zahraničních investic a jejich roli při financování hrubé tvorby fixního kapitálu. Poté je více přiblížen vývoj v jednotlivých zemích, jejich specifika a vzájemná komparace.

## Recenzoval:

doc. Ing. Libor Žídek, Ph.D.

# 1. ÚVOD

V souvislosti s pádem komunistických režimů na přelomu 80. a 90. let minulého století a posléze rozpadem Sovětského svazu stála řada zemí na prahu přechodu k tržnímu hospodářství. Mezi ně patřily i pobaltské státy – Lotyšsko, Litva a Estonsko, dvě země jihovýchodní Evropy – Bulharsko a Rumunsko a už v té době relativně vyspělé Slovinsko. Před těmito zeměmi stál nelehký úkol přechodu k fungujícímu tržnímu hospodářství. Vzhledem k tomu, že kapitálová i technologická vybavenost jejich ekonomik i úroveň domácích úspor byly nízké, existovala v těchto zemích akutní potřeba zahraničního kapitálu. Ten do nich začal záhy plynout a stal se významným faktorem jejich ekonomické konvergence a růstu životní úrovně. V tomto příspěvku se pokusíme zhodnotit a do určité míry blíže identifikovat vztah zahraničního kapitálu a konkurenceschopnosti ekonomik těchto zemí. Struktura příspěvku bude následující: nejdříve zhodnotíme některé obecné trendy, které platily pro sledované země a jednotlivé formy zahraničního kapitálu od zahájení přechodu k tržnímu hospodářství až dodnes. Poté se blíže zaměříme na jednotlivé země jejich specifika. Pozornost přitom bude věnována zejména vývoji přímých zahraničních investic a jejich roli při financování hrubé tvorby fixního kapitálu.

## 2. ZAHRANIČNÍ KAPITÁL A KONKURENCESCHOPNOST OBECNĚ

Kapitál je ekonomy považován za jeden z klíčových faktorů ekonomického růstu a rozvoje. Je výrobním faktorem, který ovlivňuje produkční možnosti ekonomiky a tedy i její konkurenceschopnost krátkodobě i dlouhodobě. Mnoho ekonomických teorií má kapitál ve svém středu, ať už se jedná o Harrod-Domarův model postavený na keynesiánských základech či později Solowův model růstu (Waheed, 2007). Taktéž námi sledované země se na počátku své transformace nacházely v situaci, kdy úroveň domácích úspor značně omezovala investiční možnosti jejich hospodářství. Zahraniční kapitál se tak v následujících letech stal jedním z hlavních zdrojů financování hrubé tvorby fixního kapitálu (dále jen GFCF) a tím i ekonomického růstu. I když ponecháme stranou jeho přímé dopady, přináší s sebou zahraniční kapitál i mnoho nepřímých pozitivních efektů. Jedná se o transfer nových technologií, manažerských dovedností, know-how a jiných, pro konkurenceschopnost hospodářství nutných předpokladů.<sup>1</sup>

Ačkoliv je zahraniční kapitál intuitivně a teoreticky pozitivní pro hospodářství, empirické studie na vznikajících trzích často dospívají k nejednoznačným výsledkům (např. Prasad et al., 2006). To je ovlivněno i tím, že globální přesuny kapitálu mezi rozvinutými zeměmi a vznikajícími trhy často porušují obecnou ekonomickou logiku. Podle ní by kapitál měl plynout do méně rozvinutých zemí, které ho mají relativně nedostatek ze zemí vyspělých, které jsou na kapitál poměrně bohaté. Jak se často ukazuje na příkladu vysokého přebytku běžného účtu platební bilance Číny a deficitu v USA, v realitě se tento předpoklad vždy nenaplnil. Na druhou stranu studie na zemích střední a východní Evropy zaujímají k zahraničnímu kapitálu zpravidla velmi pozitivní postoje. Vlivná studie IMF z minulého roku potvrzuje, že příliv zahraničního kapitálu do těchto zemí byl od počátku transformace jedním z hlavních příčin jejich ekonomické konvergence (IMF Survey, 2007).

Nyní se tedy podíváme na obecné tendence vývoje tohoto kapitálového přílivu.

---

<sup>1</sup> Více o pozitivních efektech zahraničního kapitálu a jeho dopadu na ekonomický růst a konkurenceschopnost je uvedeno v dřívějších publikacích CVKS – viz Vašendová (2007) či Slaný a kol. (2007).

### 3. VÝVOJ KAPITÁLOVÝCH TOKŮ JAKO CELKU

V této části příspěvku se budeme zabývat vývojem kapitálových toků ve sledovaných zemích – Slovinsku, Lotyšsku, Estonsku, Litvě, Rumunsku a Bulharsku. Je tomu tak proto, že v oblasti pohybu kapitálu existují některé trendy, které můžeme vztáhnout ke všem těmto zemím. Nejdříve se zaměříme na obecné tendence vývoje kapitálových přesunů a jejich liberalizace a posléze na jednotlivé formy zahraničního kapitálu.

#### 3.1. Obecné tendence

Výchozí stav sledovaných zemí na počátku jejich transformačního procesu byl pochopitelně do značné míry determinován předchozím obdobím centrálního plánování. Výchozí stav ekonomik analyzovaných zemí se tak do určité míry lišil. Stejně tak se lišily i hlavní faktory ovlivňující kapitálové toky. Mezi ty literatura týkající se tranzitivních zemí obecně řadí např. průběh reformem, přijatou privatizační strategii, liberalizaci kapitálu v rámci finančního a kapitálového účtu platební bilance apod.<sup>2</sup> Nemělo by nás tedy překvapovat, že jak jejich hospodářské výsledky, tak dopad zahraničního kapitálu na jejich ekonomiky se v čase lišil. V této podkapitole stručně shrneme obecné vývojové tendence v oblasti zahraničního kapitálu od opuštění centrálního plánování dodnes, které můžeme ve sledovaných zemích najít.

Před opuštěním centrálního plánování měly tyto země se zahraničním kapitálem jen malé zkušenosti. Výjimkou bylo Bulharsko, které si půjčovalo na západních finančních trzích už v 80. letech. Vnější pozice ostatních zemí byla relativně vyrovnaná – na pobaltské země se vztahovala ujednání v rámci zemí bývalého SSSR o zrušení vzájemných dluhů (Claessens et al., 1998). Ceauceskovo Rumunsko splatilo své vnější dluhy ještě před jeho svržením. V prvních letech po zahájení transformačního procesu soukromý zahraniční kapitál spíše váhal (Lankes a Stern, 1997).<sup>3</sup> První vlna zahraničního kapitálu tak měla spíše oficiální charakter – tedy pocházela od ostatních vlád a mezinárodních organizací. Tyto zdroje však byly (s výjimkou Bulharska a Rumunska) poměrně rychle vystřídány kapitálem soukromým.

---

<sup>2</sup> Např. Claessens et al. (1998) identifikuje jako hlavní determinanty kapitálového přílivu do tranzitivních zemí reformní úsilí, privatizační strategii, úrokový diferenciál, makroekonomickou a politickou stabilitu, finanční otevřenost a stabilní finanční trhy a konečně nízké agregátní úspory.

<sup>3</sup> Dle Lankese a Sterna (1997) vstupoval zpočátku soukromý kapitál spíše opatrně zejména kvůli poměrně vysokým regulačním a makroekonomickým rizikům v tranzitivních zemích obecně. Ne všude se také dalo mluvit o politické stabilitě.

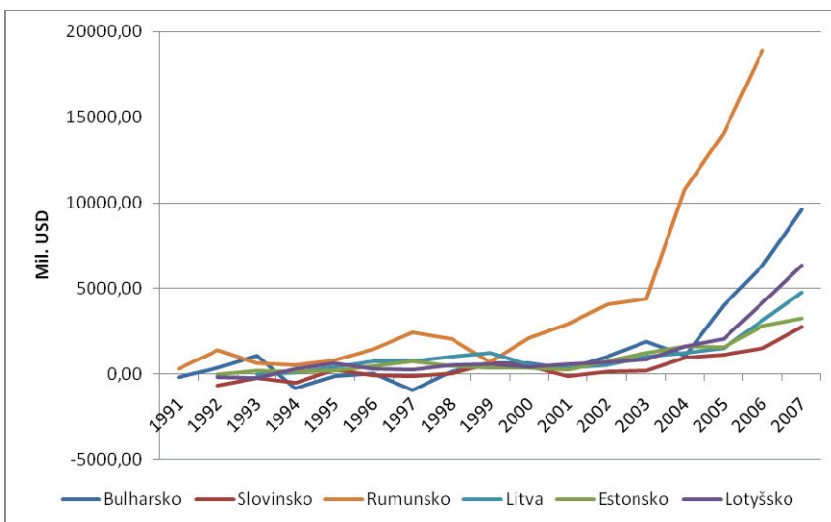
Lane a Milesi-Ferretti (2007) uvádí, že jednotlivé druhy zahraničního kapitálu přicházely do těchto zemí v následujícím chronologickém sledu – nejdříve oficiální půjčky, posléze došlo k přílivu přímých zahraničních investic (dále jen PZI), poté soukromých zahraničních úvěrů bez státních garancí a nakonec i k přílivu investic portfoliových.<sup>4</sup> Nicméně opět se jedná o určité zjednodušení – např. Estonsko bylo schopno nalákat značné množství PZI do země dříve než země ostatní zejména vlivem své ochoty k přímým prodejm státních aktiv do rukou zahraničních investorů. Poměr PZI a portfoliových investic na HDP zde už v roce 1994 činil více než 10 % (Lane a Milesi-Ferretti, 2007).

Jak jsme již uvedli, příliv zahraničního kapitálu se v jednotlivých zemích lišil např. v závislosti na rychlosti reform, zvolené privatizační strategii či obecném postoji vlád směrem k zahraničním investorům. Můžeme však obecně říci, že v druhé polovině 90. let docházelo k vysokým nárůstům přílivu zahraničního kapitálu již téměř výhradně soukromého. Tento příliv byl v souladu s ekonomickou teorií i obecnými očekáváními, vzhledem k nízké zásobě kapitálu, jeho vysokým očekávaným výnosům, možnostem ekonomické konvergence, geografické blízkosti západním trhům, vysoké úrovni lidského kapitálu v těchto zemích i institucionální kotvě předpokládaného členství v EU (Lane a Milesi-Ferretti, 2007). Tento příliv také umožnil financování velkých deficitů běžného účtu platební bilance, které se v následujících letech staly pro sledované země charakteristické. Tomu odpovídají i přebytky finančního účtu, které vidíme v následujícím grafu.

---

<sup>4</sup> Definice jednotlivých druhů kapitálu je uvedena v dřívějších publikacích CVKS – viz Vašendová (2007) či Slaný a kol. (2007).

Graf č. 1: Saldo finančního účtu platební bilance v analyzovaných zemích mezi lety 1991 až 2007 v milionech USD



*Poznámka: U Slovinska, Estonska a Lotyšska centrální banky neposkytují hodnoty roku 1991, centrální banka Litvy neposkytuje hodnoty roku 1992, DSI neposkytuje data Rumunska data z roku 2007.*

*Zdroj: s výjimkou Rumunska centrální banky jednotlivých zemí - Bank of Slovenia, 2008; Bank of Estonia, 2008; Bulgarian National Bank, 2008b; Bank of Lithuania, 2008; Latvijas Banka, 2008; data Rumunska získána z DSI Data Service & Information, 2008*

Z grafu je patrné, že všechny země se ke konci sledovaného období staly čistým importérem kapitálu. Jak je vidět, kapitálový příliv je v současné době v absolutním vyjádření nejvyšší u Rumunska a Bulharska. Na druhou stranu je patrné, že u Slovinska nebyl kapitálový příliv nikdy v absolutním vyjádření velmi významný a země byla několikrát dokonce čistým exportérem kapitálu.

Dle Lanea a Milesi-Ferrettiové (2007) tento kapitálový příliv umožnil rychlejší ekonomickou konvergenci těchto zemí, než by bylo jinak vzhledem k tvorbě domácích investic možné. Navíc velká část tohoto přílivu měla formu PZI se všemi pozitivními efekty, které s sebou tento druh kapitálu přináší.<sup>5</sup> Nicméně co se týče velikosti kapitálového přílivu, byly mezi sledovanými zeměmi rozdíly. Na jednu stranu spektra bychom mohli umístit Estonsko (roční deficit běžného účtu zde v období mezi roky 1995 a 2004 činil průměrně 8,4 % HDP). Na druhou stranu Slovinsko, bylo vždy, co se týče vnější rovnováhy poměrně umírněné a dnes je zde přebytek finančního účtu platební bilance nejnižší ze sledovaných zemí (Lane a Milesi-Ferretti, 2007).

<sup>5</sup> Více o konkrétních pozitivních dopadech PZI na ekonomiku např. Vašendová (2007).



Jak je patrné i z grafu č. 1, poslední dekáda přinesla prudký nárůst finanční integrace těchto zemí do globálních finančních trhů.<sup>6</sup> Rychlost liberalizace pohybu kapitálu přes hranice je přitom jedním z hlavních bezprostředních determinantů kapitálových toků. Co se týče otevírání se zahraničnímu kapitálu, mezi zeměmi byly opět jisté rozdíly. Námi sledované země by se v souladu s přístupem Árvaiové (2005) daly rozdělit na dvě základní skupiny dle rychlosti liberalizace kapitálových toků. Mezi země, které se otevřely zahraničními investořům poměrně záhy, můžeme zařadit pobaltské republiky, zatímco Slovinsko, Bulharsko a Rumunsko v tomto ohledu zaostávaly. To – jak následně uvidíme – se promítlo na pohybu zahraničního kapitálu i jeho dopadu na konkurenceschopnost těchto ekonomik. Není nicméně překvapivé, že obecně se země k liberalizaci kapitálových toků odhodlávaly nejdříve u PZI a dlouhodobých zdrojů a posléze krátkodobých a portfoliových investic. Podobně nejdříve u kapitálového přílivu a až posléze u kapitálového odlivu.<sup>7</sup>

Analogicky by se daly zkoumané země strukturovat i dle dalších determinantů kapitálových toků. Kromě politické a makroekonomické stability země zde hraje roli rychlost privatizace a způsob jejího provedení resp. její dominantní metoda. Privatizace je totiž jedním z faktorů, které ovlivňují pohyb zahraničního kapitálu, zejména pak PZI (např. Krkoska, 2001). Zatímco např. u Slovinska dosahoval podíl soukromého sektoru na HDP v roce 1998 relativně nízkých 50 %, a významné podniky tedy nadále zůstávaly ve státních rukou, v Estonsku již v tento ukazatel dosahoval 75 % (Kalotay, 2005). Tedy i zde můžeme analyzované země s jistou mírou zjednodušení rozčlenit na dvě základní skupiny dle rychlosti privatizace. Na základě zmíněného ukazatele bychom označili pobaltské země za relativně rychlé (změna podílu soukromého sektoru na HDP mezi lety 1990 a 1998 kolem 60 %) a za „opozdilce“ Slovinsko, Bulharsko a Rumunsko („pouze“ kolem 40 %).<sup>8</sup> Jednotlivé země se také lišily, co se týče politické podpory vstupu zahraničních investorů.

Kdybychom měli posoudit postavení analyzovaných zemí na mezinárodním trhu kapitálu, můžeme říci, že jsou nyní jednou z hlavních destinací pro zahraniční kapitálové toky. Vzhledem k relativně malé velikosti jejich trhů (s výjimkou Rumunska), si v mezinárodním srovnání s ostatními vznikajícími regiony vedou velmi slušně, jak ukazuje následující graf. Na něm je zobrazen vývoj nejvíce sledované komponenty zahraničních kapitálových toků – PZI za celý

---

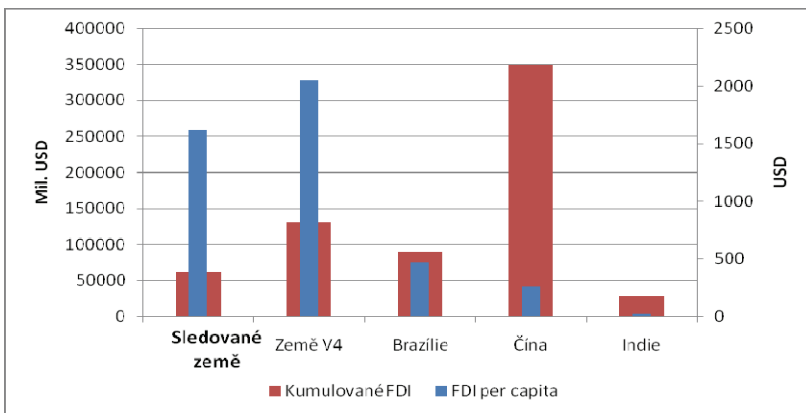
<sup>6</sup> Svou roli zde hrálo i přidělení investičního ratingu společnostmi Moody's a Standard & Poor's Rumunsku, Litvě, Lotyšsku a Bulharsku v letech 1996 a 1997.

<sup>7</sup> Vzhledem k tomu, že volný pohyb výrobních faktorů patří mezi hlavní principy EU, vstupující země musí mít pohyby na kapitálovém a finančním účtu platební bilance plně liberalizovány nejpozději k datu vstupu.

<sup>8</sup> Data získána z Kalotay (2005).

sledovaný region mezi lety 2000 a 2006 ve srovnání s ostatními významnými světovými destinacemi PZI.

Graf č. 2: Kumulovaný čistý příliv PZI mezi lety 2000 až 2006 (v milionech USD) a kumulované PZI na hlavu (v USD) – srovnání sledovaných zemí a ostatních vznikajících trhů



Zdroj: UNCTAD, 2008; vlastní výpočty

Na globálním trhu kapitálu jsou sledované země pochopitelně schopny přilákat v absolutním vyjádření daleko méně PZI než např. Čína, avšak vzhledem k obrovským rozdílům ve velikosti trhu a populace jsou na tom při posouzení lépe vypovídajícího ukazatele PZI na hlavu analyzované země jen o málo hůře než země Visegrádské čtyřky. Na druhou stranu v posledním vydání žebříčku indexu důvěry PZI společnosti A.T.Kearney, se žádná z analyzovaných zemí nevešla do první pětadvacítky (ATKearney, 2007).

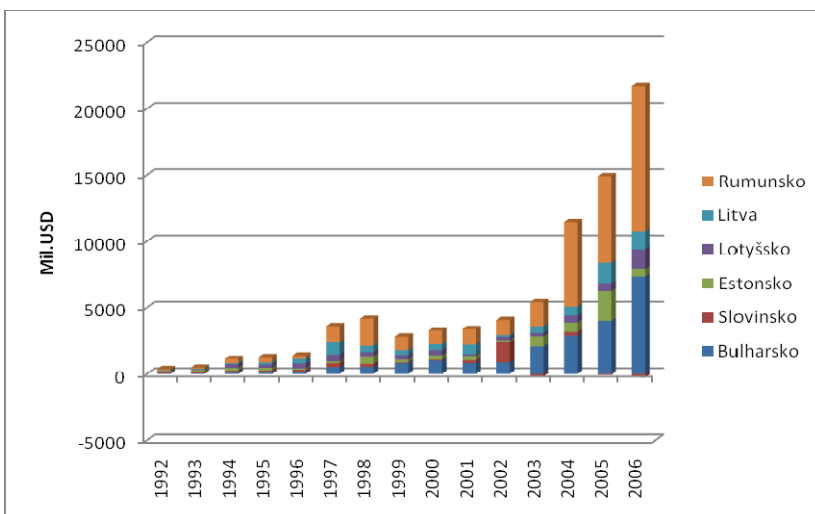
Jaké konkrétní faktory ovlivnily pohyb zahraničního kapitálu v jednotlivých zemích, bude předmětem příští kapitoly. Nyní se však podíváme na obecné tendence vývoje jednotlivých podskupin zahraničního kapitálu ve sledovaném období.

### 3.2. Vývoj jednotlivých forem zahraničního kapitálu<sup>9</sup>

Nejdříve se tradičně podíváme na PZI, které jsou nejvíce sledovanou a nejlépe dokumentovanou položkou mezinárodních kapitálových toků. Vývoj PZI ve sledovaném období nám znázorňuje následující graf.

<sup>9</sup> Snad i z metodologických důvodů se odhady hodnot jednotlivých forem kapitálu mezi různými zdroji liší. V tomto příspěvku jsou použita data především od centrálních bank jednotlivých zemí.

Graf č. 3: Kumulovaný čistý příliv PZI za sledované země jako celek mezi lety 1992 až 2006 v milionech USD

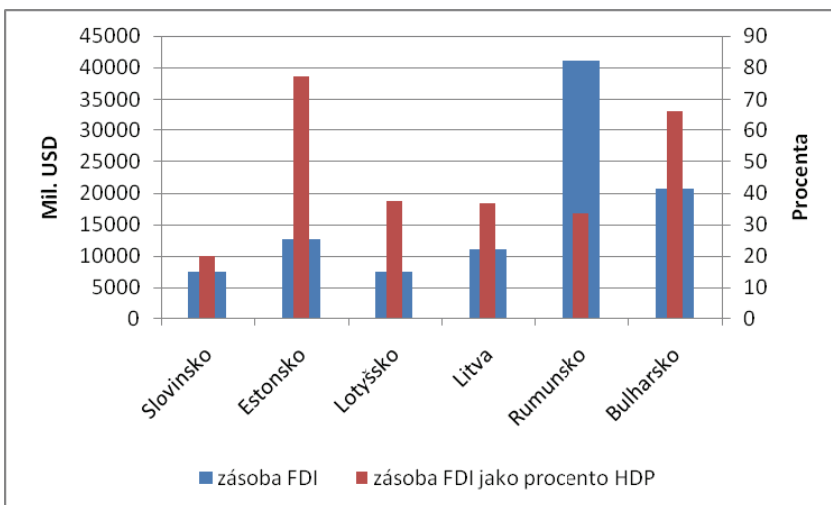


*Poznámka: centrální banka Litvy neposkytuje hodnoty roku 1992.*

*Zdroj: s výjimkou Rumunska centrální banky jednotlivých zemí - Bank of Slovenia, 2008; Bank of Estonia, 2008; Bulgarian National Bank, 2008b; Bank of Lithuania, 2008; Latvijas Banka, 2008; data Rumunska získána z DSI Data Service & Information, 2008*

Z grafu č. 3 je patrný silný a stabilní trend růstu přílivu PZI do sledovaných zemí jako celku. Vývoji PZI je většinou vlastní relativně nízká úroveň v první polovině 90. let vlivem nejistoty spojené s opuštěním centrálního plánování. V druhé polovině 90. let je patrný růst, který můžeme přičíst makroekonomické a politické stabilizaci a privatizaci ve většině zemí, přerušen je nejistotou plynoucí z krize v Rusku. U zemí jihovýchodní Evropy svou roli mohla hrát i nejistota investorů spojená s konfliktem v Kosovu. Naopak globální pokles investiční aktivity na přelomu tisíciletí se sledovaným zemím téměř zcela vyhnul (Vaknin, 2003). Silný příliv PZI je patrný zejména v posledních letech, kde je tažen Rumunskem a Bulharskem a privatizací velkých podniků v některých zemích. Právě Rumunsko a Bulharsko dokázaly v posledních letech přilákat značné množství PZI v absolutním vyjádření, i když vyjádření relativní nám dává jiný obrázek.

Graf č. 4: Zásoba PZI v absolutním vyjádření (v milionech USD) a jako procento HDP v roce 2006

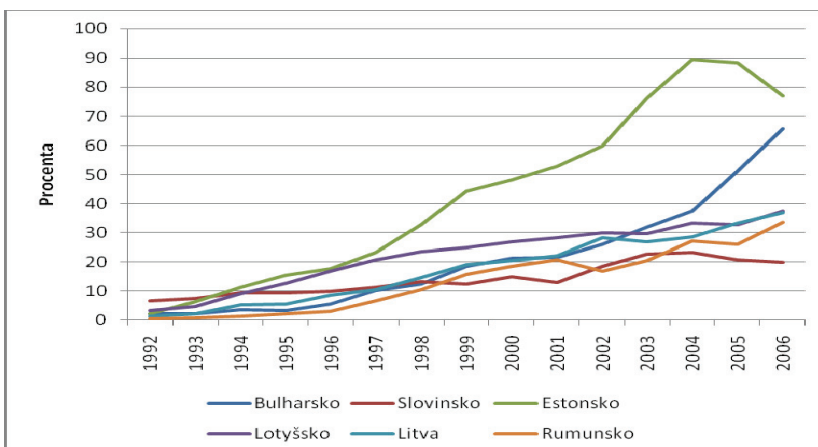


Zdroj: UNCTAD, 2008

Z grafu je patrné, že ačkoliv je zásoba PZI na velkém rumunském trhu úctyhodná, v relativním vyjádření ve vztahu k HDP ho předčí všechny sledované země s výjimkou Slovinska. Relativně neúspěšnější zemí regionu co se týče schopnosti nalákat PZI je jednoznačně Estonsko. Christie (2003) se v souvislosti s tím domnívá, že za relativně nízkou úroveň PZI na hlavu v Bulharsku a Rumunsku mohly v minulosti stát zejména nedostatky v podnikatelském a investičním prostředí (které kvantifikuje pomocí indexu ekonomické svobody).

To, jak se tento často uváděný ukazatel – podíl zásoby FDI na HDP u jednotlivých zemí – vyvíjel v čase, nám ukazuje následující graf.

Graf č. 5: Zásoba PZI jako procento HDP mezi lety 1992 až 2006



Zdroj: UNCTAD, 2008

Graf opět potvrzuje dominanci Estonska co se týče schopnosti přilákat PZI vzhledem k jeho ekonomické síle, přestože v posledních letech tento ukazatel klesá. Hodnotám Estonska se začíná přibližovat také Bulharsko. Na druhé straně i v tomto grafu je Slovinsko zemí, která je v oblasti PZI mezi sledovanými zeměmi na posledním místě.

Co se týče pravděpodobného dopadu PZI na ekonomický růst a konkurenceschopnost ekonomik sledovaných zemí, pozitivní teoretické efekty PZI byly potvrzeny i empirickým výzkumem. Bhandari et al. (2007) zkoumali vztah mezi PZI a ekonomickým růstem kromě zemí V-4 také na ekonomikách pobaltských států. Ve své studii potvrdili pozitivní efekt PZI na ekonomický růst v těchto zemích. Podobně Krkoska (2001) zkoumal otázku, do jaké míry byly PZI zdrojem financování GFCF u tranzitivních zemí v 90. letech vzhledem k ostatním formám kapitálu. Ve své studii potvrzuje, že PZI byly pozitivně korelovány s GFCF. Uvádí, že empiricky 1 % nárůst PZI byl doprovázen 0,7% nárůstem GFCF zatímco u ostatních druhů kapitálu – portfoliových investic či dluhových zdrojů se tato hodnota pohybovala pouze kolem 0,2 a 0,1 %.<sup>10</sup> Také studie Kornecki a Rhoadesové (2007) statisticky potvrdila pozitivní dopad PZI na ekonomický růst v zemích střední a východní Evropy.

Když si položíme otázku, kde byl dopad PZI na rekapitalizaci hospodářství, potažmo na jeho konkurenceschopnost nejvyšší, mnoho nám napoví právě podíl PZI na GFCF.<sup>11</sup> V současnosti hrají PZI největší roli v Bulharsku, kde tento ukazatel dosahuje více než 60 %. Zároveň s předstihem nejmenší roli hrají PZI ve Slovinsku, kde tento ukazatel v současnosti nedosahuje ani 5 %, jak je vidět v následující tabulce.

---

<sup>10</sup> Krkoska (2001) dále uvádí, že to, do jaké míry se PZI promítne do GFCF, závisí mimo jiné i na investičním klimatu a obecném podnikatelském prostředí v zemi, což mohlo být faktorem zejména u Bulharska a Rumunska.

<sup>11</sup> Pro plné posouzení dopadu kapitálu na celkový produkt ekonomiky bychom museli zohlednit ještě podíl GFCF na HDP. Zdrojem financování tvorby kapitálu v hospodářství však není pouze zahraniční kapitál, ale samozřejmě i domácí úspory. Proto se budeme v tomto příspěvku při posuzování dopadu zahraničního kapitálu na konkurenceschopnost zaměřovat, jak je standardem, právě na podíl (přímých) zahraničních investic na GFCF.

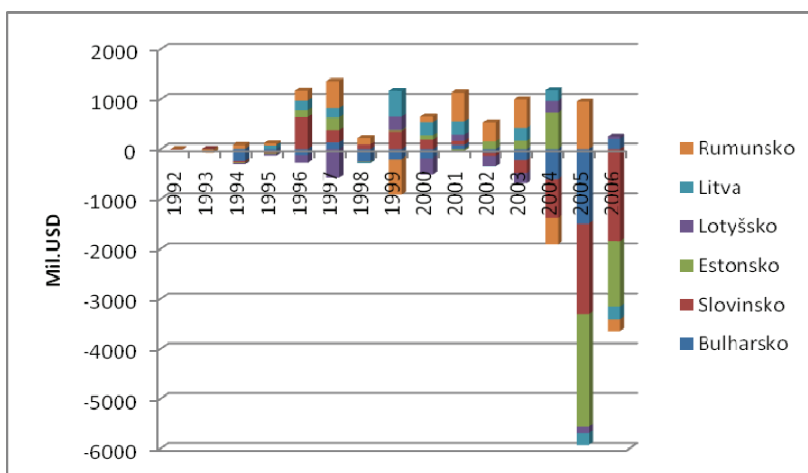
Tabulka č. 1: Příliv PZI do analyzovaných zemí jako procento GFCF – průměr hodnot 2005 a 2006

země	% GFCF
Bulharsko	62,8
Estonsko	55,0
Rumunsko	33,1
Litva	22,5
Lotyšsko	19,8
Slovinsko	4,8

Zdroj: UNCTAD, 2008; vlastní výpočty

Nyní se blíže podíváme na vývoj portfoliových investic v regionu. Jejich vývoj je daleko méně stabilní než u PZI, jak je patrné z následujícího grafu.

Graf č. 6: Kumulovaný čistý příliv (odliv) portfoliových investic za sledované země jako celek mezi lety 1992 až 2006 v milionech USD



Poznámka: centrální banka Litvy neposkytuje hodnoty roku 1992.

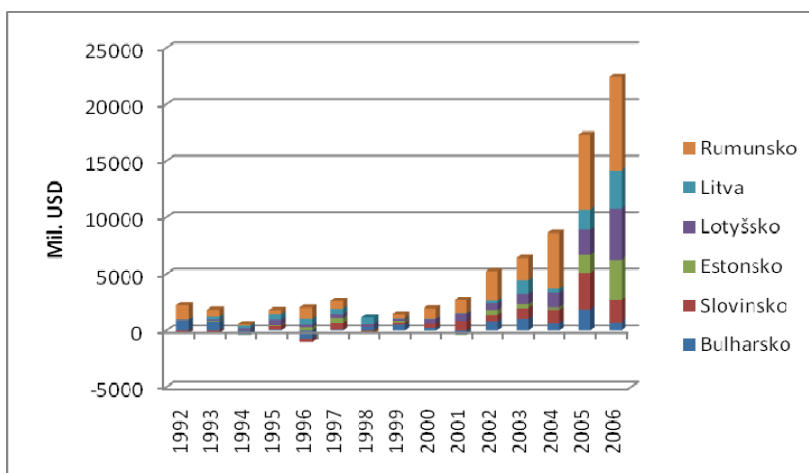
Zdroj: s výjimkou Rumunska centrální banky jednotlivých zemí - Bank of Slovenia, 2008; Bank of Estonia, 2008; Bulgarian National Bank, 2008b; Bank of Lithuania, 2008; Latvijas Banka, 2008; data Rumunska získána z DSI Data Service & Information, 2008

Portfoliové investice jsou v absolutním vyjádření nejmenší složkou kapitálového přílivu. V grafu č. 6 vidíme, že jejich kumulovaný čistý příliv dosahoval po celé sledované období maximálních hodnot kolem jedné miliardy USD. Čistý příliv PZI byl naproti tomu v roce 2006 více než dvacetkrát vyšší, stejně jako čistý kumulovaný příliv ostatních investic (viz grafy č. 3 a 7). Co se týče jejich vývoje, je zde poměrně těžké najít trendy či jejich vysvětlení platné pro všechny sledované země jako celek. Portfoliové investice jsou ze své podstaty více volatilní než investice přímé a hrají funkci „barometru“ ekonomiky

a důvěry investorů v její vyspělost a stabilitu. V grafu č. 5 můžeme vidět celkový nárůst čistého přílivu portfoliových investic v druhé polovině 90. let, přerušeno v roce 1998 nejistotou spojenou s krizí v Rusku. K dalšímu přílivu docházelo po přelomu tisíciletí. V posledních letech je jasně patrný trend odlivu portfoliových investic, a to zejména ze Slovinska a Estonska, které se staly samy významnými investory v zahraničí. Obecně není literatura jednotná ohledně významnosti portfoliových investic ve sledovaném období. Lane a Milesi-Ferretti (2007) se domnívají, že tento druh investic nehrál v analyzovaných zemích jako celek (a především v 90. letech) významnou roli. To vysvětlují relativně nízkou úroveň corporate governance a malou vyspělostí kapitálových trhů. Zejména v počátečních transformačního procesu se navíc nedalo mluvit o dobře fungujících, likvidních a vyspělých burzovních systémech, jejichž vývoj je spíše dlouhodobou záležitostí. Árvaiová (2005) zmiňuje také poměrně malou velikost firem, které získávají zdroje spíše prostřednictvím bankovního systému než pomocí emisí na kapitálových trzích. V budoucnu můžeme pravděpodobně očekávat spíše odliv portfoliových investic z pobaltských zemí, kterým ekonomové předpovídají pokles ekonomického růstu. Naopak investice směřující do Rumunska a Bulharska mohou dále pokračovat s tím, jak se zvyšuje důvěra investorů v jejich ekonomiky.

Nyní se podíváme na poslední, avšak nikoliv nevýznamnou položku finančního účtu platební bilance – na ostatní investice. V grafu č. 6 vidíme poměrně jasný a stabilní trend růstu, který pro přelomu tisíciletí platí pro všechny sledované země.

Graf č. 7: Kumulovaný čistý příliv (odliv) ostatních investic za sledované země jako celek mezi lety 1992 až 2006 v milionech USD



Poznámka: centrální banka Litvy neposkytuje hodnoty roku 1992.

*Zdroj: Zdroj: s výjimkou Rumunska centrální banky jednotlivých zemí - Bank of Slovenia, 2008; Bank of Estonia, 2008; Bulgarian National Bank, 2008b; Bank of Lithuania, 2008; Latvijas Banka, 2008; data Rumunska získána z DSI Data Service & Information, 2008*

Vidíme, že tyto investice dosahovaly v první polovině 90. let poměrně skromných hodnot. Vyšší hodnoty vidíme u Bulharska a Rumunska, které byly mezi lety 1990 až 1996 největšími příjemci oficiálních půjček, tedy úvěrů od ostatních vlád či mezinárodních organizací (Claessens, 1998). Poté docházelo k jistým přílivům s tím, jak byly postupně v některých zemích odstraňovány překážky pohybu tohoto druhu kapitálu. V roce 1998 je opět čitelný vliv ruské krize. Od přelomu tisíciletí opět dochází k silnému nárůstu vnějšího zadlužení téměř u všech sledovaných zemí. Objem ostatních investic v posledních letech dokonce mírně přesahuje objem PZI, jak je vidět z grafů č. 3 a 7. A jaké faktory měly na tomto nárůstu podíl? Dle Árvaiové (2005) se jedná zejména o odstranění překážek pohybu kapitálu u „opozdílčů“ spolu s celkovou makroekonomickou stabilizací. Vstup zahraničních bank tak umožnil přístup k zahraničním úvěrovým zdrojům. Nedokončená restrukturalizace domácího bankovního sektoru a jeho zatížení neproduktivními půjčkami také obecně působily na růst poptávky podniků po zahraničních bankovních úvěrech. Do většiny zemí totiž ostatní kapitál přichází právě prostřednictvím bankovního systému, nikoliv přes přímé půjčování podniků v zahraničí. Svou roli jistě hrál i efekt vstupu do EU, který se promítá do snížení rizikových marží. Silný příliv ostatních investic v posledních letech je v analyzovaných zemích protějškem vysokých deficitů běžného účtu. Přitom obecně platí, že čím více je deficit běžného účtu financován přílivem PZI a méně úvěry, tím méně skýtá makroekonomických nebezpečí (např. von Hagen a Siedschlagová, 2008). Rychlý nárůst přílivu úvěrových zdrojů je tak dnes častým předmětem ekonomických debat zejména u pobaltských republik. Ty se momentálně nacházejí v nebezpečné situaci dluhově financovaného vysokého deficitu běžného účtu platební bilance, přehřívající se ekonomiky a fixního směnného kurzu.



## 4. ZAHRANIČNÍ KAPITÁL A KONKURENCESCHOPNOST JEDNOTLIVÝCH ZEMÍ

V této kapitole se blížeji podíváme na jednotlivé země. Budeme se snažit identifikovat faktory ovlivňující vývoj jednotlivých forem zahraničního kapitálu ve sledovaném období. Budeme se také snažit posoudit jeho pravděpodobný dopad na konkurenceschopnost jejich hospodářství.

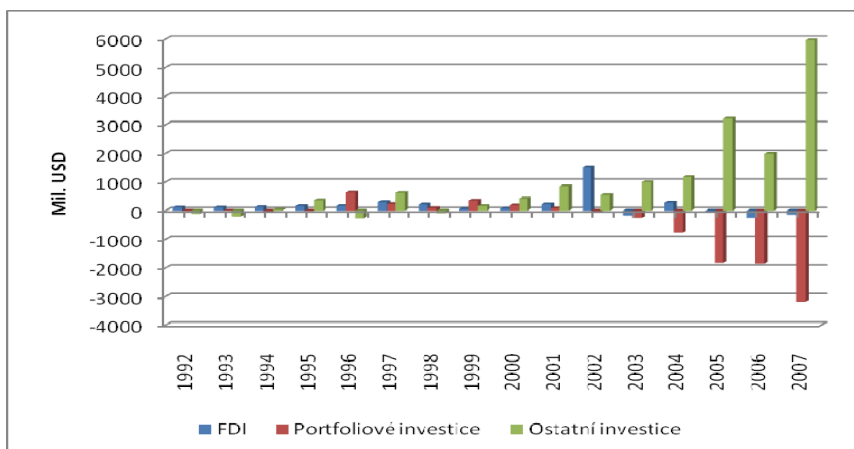
### 4.1. Slovinsko

Naši analýzu jednotlivých zemí započneme u Slovinska, jelikož zdejší vývoj byl do jisté míry specifický a odlišný od ostatních analyzovaných zemí. Co se týče stavu slovinské ekonomiky na počátku transformačního procesu, Slovinsko mělo prominentní postavení jak mezi zeměmi bývalé Jugoslávie, tak mezi zeměmi námi analyzovanými. Např. Samaryová (2002) uvádí, že relativně dobré výchozí podmínky hospodářství mohly mít svůj podíl na následně nízké podpoře prodeje státních aktiv do zahraničních rukou. Také co se týče privatizace literatura zmiňuje, že zejména ve srovnání pobaltskými zeměmi sledovalo Slovinsko poměrně gradualistický scénář a nepřijalo legislativu podporující příliv PZI, jako se stalo např. v Estonsku (Árvai, 2005).<sup>12</sup> Jak bylo již uvedeno výše, změna podílu soukromého sektoru na HDP mezi lety 1990 a 1998 byla „pouze“ 35 procentních bodů (Kalotay, 2005). Kalotay dále uvádí, že ve slovinské privatizační strategii do roku 1998 hrály dominantní roli prodeje „insiderům“ a manažerům z komunistické éry. Toto se následně pravděpodobně odrazilo i na vývoji PZI i zahraničního kapitálu obecně.

---

<sup>12</sup> Zahraniční vlastnictví nebylo v politických kruzích považováno za žádoucí zejména ve sféře finančního zprostředkovatelství, kdy k privatizaci velkých státních bank došlo až po přelomu tisíciletí (Árvai, 2005).

Graf č. 8: Jednotlivé čisté složky finančního účtu platební bilance Slovinska v letech 1992 až 2007 v milionech USD



Zdroj: Bank of Slovenia, 2008

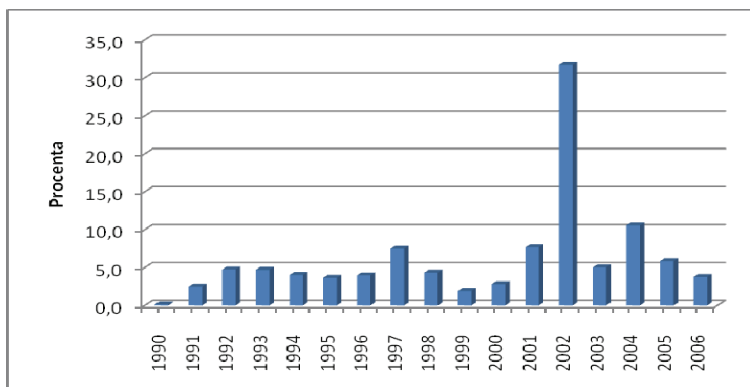
V grafu vidíme, že PZI ve Slovinsku nikdy nebyly (s výjimkou roku 2002) dominantní položkou kapitálového přílivu. I ostatní druhy investic dosahovaly poměrně skromných hodnot po celou první dekádu transformace. To odpovídá tomu, že Slovinsko sáhlo po poměrně striktních kapitálových kontrolách. Árvaiová (2005) uvádí, že byly zavedeny v roce 1995 v reakci na vývoj první poloviny 90. let, kdy si banky i jednotlivci hojně půjčovali v zahraničí kvůli příznivému úrokovému diferenciálu.<sup>13</sup> Kapitálové kontroly pravděpodobně způsobily čistý odliv ostatních investic v roce 1996, ale názory na jejich účinnost se liší, např. vzhledem k poměrně vysokému přílivu investic portfoliových. Na jejich pohyb byly také zavedeny kontroly, nicméně přesto u nich došlo v roce 1996 k významnému přílivu. K uvolňování kapitálových kontrol pak docházelo od roku 1999. V roce 2002 byl pak pohyb kapitálu zcela liberalizován, na což zareagovaly ostatní investice přílivem, který trvá dodnes.

Ale podívejme se na jednotlivé formy kapitálu blíže. Co se týče PZI, tento druh investic hrál po celé námi sledované období menší roli než v ostatních analyzovaných zemích. Výjimkou je rok 2002, kdy došlo k převzetí farmaceutické společnosti Lek a také k dlouho oddalované privatizaci bankovního systému (např. Vahter, 2004). Následný vývoj potvrzuje tezi o vztahu mezi vyspělostí země a vyrovnávání kapitálového odlivu a přílivu (např. WIIW, 2007), kdy Slovinsko bylo častěji než ostatní sledované země čistým exportérem kapitálu. Zatímco v současnosti do Slovinska přichází PZI nejvíce z Rakouska,

<sup>13</sup> Byla např. zavedena povinnost bank vyvažovat své zahraniční závazky zahraničními pohledávkami, což prakticky znamenalo zákaz zahraničního půjčování (Árvai, 2005).

Švýcarska a Holandska, kapitál je exportován zejména do zemí bývalé Jugoslávie (Bank of Slovenia, 2007). Při pohledu na následující graf, kde je zobrazen vývoj podílu PZI na GFCF, vidíme, že s výjimkou již zmíněného roku 2002 zde nehrál příliv PZI významnější roli. A to zejména ve srovnání s ostatními analyzovanými zeměmi.

Graf č. 9: Příliv PZI do Slovinska jako procento GFCF mezi lety 1990 až 2006



Zdroj: UNCTAD, 2008

Pro příliv zahraničních PZI může být v budoucnosti výzvou fakt, že nízké náklady práce zde již nejsou konkurenční výhodou. Bartlett (2007) uvádí, že jsou již dnes srovnatelné např. s Taiwanem. Na druhou stranu je produktivita práce stále vysoká – Kalotay (2005) řadí Slovinsko dle konkurenceschopnosti jeho ekonomiky (měřeno vývojem růstu nominálních mezd a produktivity práce) ze všech námi sledovaných zemí na druhé místo za Estonsko.

U portfoliových investic je v grafu č. 8 patrný jejich silný odliv v posledních letech. Bank of Slovenia (2007) uvádí, že za tímto stojí činnost podílových fondů, kterým byly zrušeny limity na zahraniční investice.

I ostatní investice mají v posledních letech jasně viditelný trend růstu. To Bank of Slovenia (2007) přičítá bankovnímu sektoru, který v současnosti financuje své úvěrové aktivity zejména zahraničními zdroji.

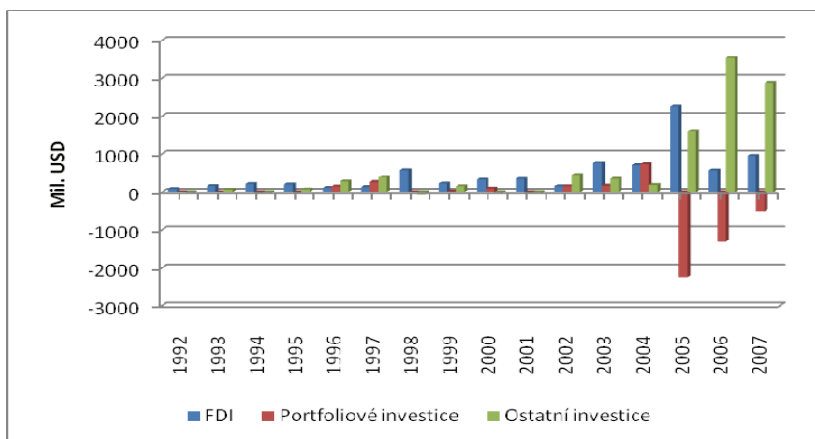
## 4.2. Pobaltské země

Estonsko, Lotyšsko a Litvu se autorka rozhodla zařadit do společné podkapitoly z důvodu relativní podobnosti jejich ekonomik a pohybu zahraničního kapitálu (s některými specifiky u Estonska). V této podkapitole se tak nejdříve podíváme na vývoj PZI v těchto zemích a posléze zmíníme i tendence vývoje portfoliových a ostatních investic.

Mezi charakteristiky společné všem třem zemím můžeme zařadit relativně rychlou liberalizaci kapitálových toků. Poměrně liberálně

naladěné Estonsko odstranilo překážky pohybu kapitálu už do konce roku 1994 a Litva s Lotyšskem následovaly brzy poté. Nárůst čistého přílivu kapitálu po liberalizaci transakcí na finančním účtu platební bilance je do jisté míry patrný v následujícím grafu.

Graf č. 10: Jednotlivé čisté složky finančního účtu platební bilance Estonska v letech 1992 až 2007 v milionech USD

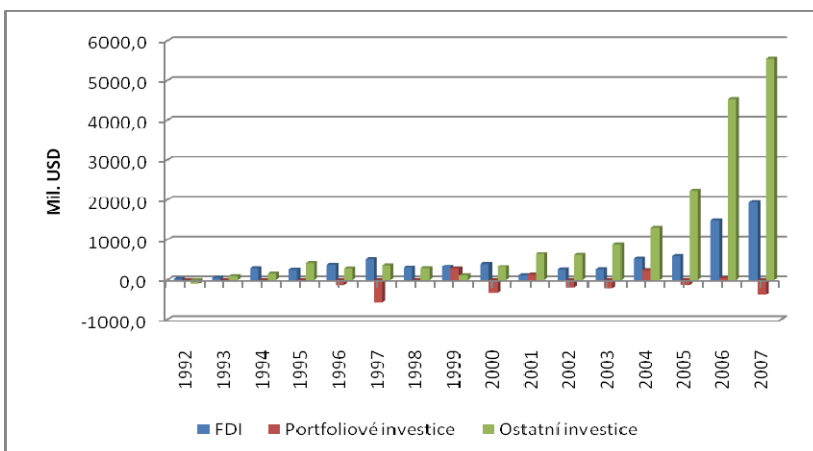


Zdroj: Bank of Estonia, 2008

Jak bylo patrné z grafu č. 4, Estonsko je z trojice pobaltských republik i ze všech sledovaných zemí nejúspěšnější co se týče podílu PZI na HDP. Tento vývoj je odrazem poměrně aktivních politik, majících za cíl přilákat PZI. Ty jsou zároveň charakteristické i pro Lotyšsko a v menší míře Litvu.<sup>14</sup> Mezi lety 1990 a 1998 také u Estonska došlo k nárůstu podílu soukromého sektoru na tvorbě HDP o téměř 65 %, což je největší změna ze všech sledovaných zemí. Dá se předpokládat, že za tímto vývojem stojí poměrně razantní privatizační úsilí, při kterém byla uplatněna i metoda přímých prodejů státních aktiv do rukou zahraničních investorů (Kalotay, 2005). Obdobně za nárůstem PZI v roce 2005 můžeme pravděpodobně vidět prodeje státních aktiv v tomto roce, což předznamenalo i jejich pokles v posledních dvou letech (WIIW, 2007). Růst prodejů státního majetku přišel v Lotyšsku a Litvě v roce 2006 a 2007, takže i zde můžeme vidět vrchol čistého přílivu PZI – viz grafy č. 11 a 12. Dle Bank of Estonia (2007) přichází PZI do Estonska nejvíce ze Švédska, Finska a Velké Británie a směřuje především do sektoru finančního zprostředkovatelství. Estonsko je také poměrně aktivní co se týče přímého investování za hranicemi – zejména v sousedním Lotyšsku a Litvě, na které se podíváme nyní.

<sup>14</sup> Vahlter (2004) uvádí příklady těchto politik v Estonsku - jednalo se např. o dložení daně z příjmů právnických osob na reinvestované zisky atd.

Graf č. 11: Jednotlivé čisté složky finančního účtu platební bilance Lotyšska v letech 1992 až 2007 v milionech USD

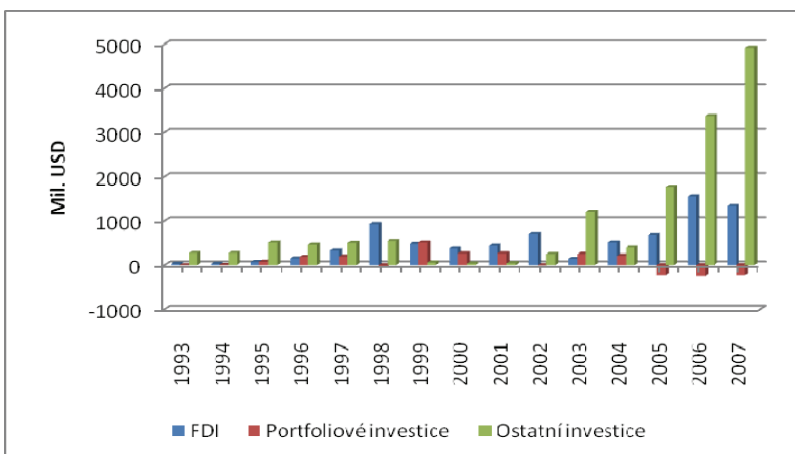


Zdroj: Latvijas Banka, 2008

I Lotyšsko přijalo u PZI poměrně agresivní strategii, jak uvádí např. Financial Times (2005). Nízké zdanění korporací a různé jiné pobídky měly za následek příliv PZI v letech po kapitálové liberalizaci.

Další nárůst přílivu PZI je patrný po vstupu do EU. Dle Latvijas Banka (2007) sem plyne zejména z Finska, Dánska a Lucemburska. Jelikož se však obecně soudí (např. The Economist, 2008), že makroekonomická rizika jsou nejvyšší právě v Lotyšsku, pravděpodobně se nedá očekávat, že bude tento kapitálový příliv trvat i v budoucnu. I Litva byla schopna přilákat úctyhodné množství PZI, jak můžeme vidět v následujícím grafu.

Graf č. 12: Jednotlivé čisté složky finančního účtu platební bilance Litvy v letech 1993 až 2007 v milionech USD

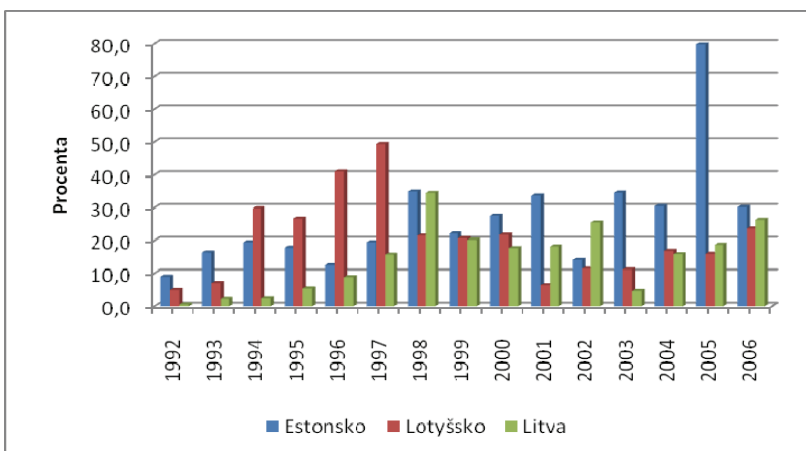


Zdroj: Bank of Lithuania, 2008

V grafu (podobně jako u ostatních dvou zemí) vidíme nárůst PZI v druhé polovině 90. let, který je tažen pravděpodobně zejména privatizačním procesem. Posléze je patrný nárůst po vstupu od EU. Dle Bank of Lithuania (2007) sem PZI přicházejí zejména z Polska, Dánska a Švédska a směřují především do zpracovatelského průmyslu.

Faktorem, který může u pobaltských států v budoucnu působit na pokles přílivu PZI (či je jejich přesun do Rumunska a Bulharska), jsou kromě makroekonomických rizik i náklady práce. Ty v pobaltských zemích vzrostly mezi lety 2000 a 2006 o více než 100 % (AT Kearney, 2007). To je nicméně stále kompenzováno vysokým růstem produktivity práce v těchto zemích (např. Bartlett, 2007). Co se týče podílu PZI na GFCF, z následujícího grafu vidíme, že dopad PZI na konkurenceschopnost těchto zemí je značný. V tabulce č. 1 jsme viděli, že jediná země, která byla v posledních letech schopna v tomto ukazateli předstihnout Estonsko, je Bulharsko. Nicméně všechny pobaltské země jsou v tomto ohledu daleko před Slovinskem, které dosahuje pouze hodnoty 4,8 % (viz tabulka č. 1).

Graf č. 13: Příliv PZI do Estonska, Lotyšska a Litvy jako procento GFCF mezi lety 1992 až 2006



Zdroj: UNCTAD, 2008

Nyní krátce zhodnotíme vývoj i u ostatních dvou hlavních forem kapitálu. Co se týče portfoliových investic, v grafech č. 10 až 12 jsou opět vidět jisté trendy společné všem třem pobaltským republikám. Především je to jejich čistý odliv v posledních letech, který zejména u Estonska dosahuje poměrně vysokých hodnot. Za tímto vývojem můžeme vidět několik faktorů. Jednak je tu silný ekonomický růst v těchto zemích v posledních letech, který vytvořil prostředky pro soukromé i vládní portfoliové investice v zahraničí. Je však možné, že za odlivem stojí také vyšší nervozita zahraničních investorů v reakci na makroekonomická nebezpečí a očekávaný pokles ekonomického růstu v těchto zemích. Svou roli mohou hrát i obavy investorů z toho, že by zde mohlo dojít k devalvacím měny – všechny tři pobaltské republiky totiž svoje měny v současnosti fixují k euru.

Co se týče ostatních investic, při pohledu na grafy č. 10 až 12 je okamžitě viditelný silný trend nárůstu (zejména bankovních) zahraničních úvěrů v posledních letech, který je nejsilnější u Lotyšska. Všechny tři země totiž mají dlouhodobý sklon k deficitům běžného účtu platební bilance, který jde proti obecnému teoretickému předpokladu, že PZI zvyšuje exportní kapacity v zemích, do kterých plyne. Zdrojem financování tohoto deficitu jsou právě ostatní investice. Není vcelku pochyb o tom, že ekonomický růst byl v těchto přehřívajících se ekonomikách tažen do značné míry právě zahraničním kapitálem (Financial Times, 2005). Avšak zadlužený bankovní sektor se může stát v budoucnu ohniskem makroekonomických potíží.

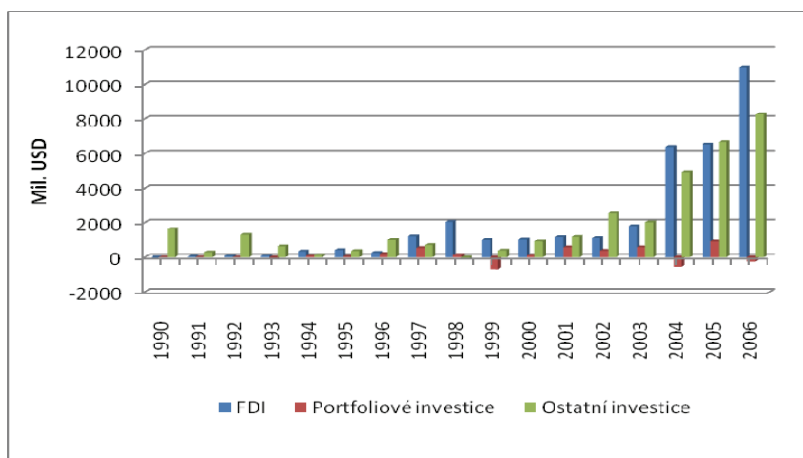
### 4.3. Rumunsko a Bulharsko

Tyto dvě země v jihovýchodní Evropě jsou v současnosti rekordmany mezi sledovanými zeměmi co se týče dovozu kapitálu. V posledních

letech byly schopny přilákat v absolutním vyjádření více kapitálu než země ostatní (viz graf č. 1 a 4). Jak jsme viděli v grafu č. 4, absolutně nejvyšším příjemcem PZI a kapitálu obecně je momentálně Rumunsko. Na druhé straně měřeno podílem PZI na HDP jej Bulharsko předčí. Tak jako tak se nízké náklady práce, optimismus investorů plynoucí z členství těchto zemí v EU a liberalizace kapitálových toků v posledních letech zasloužily o to, že zájem o investování zde zažívá boom. ATKearney (2007) např. uvádí, že evropští investoři řadí Rumunsko na šesté a Bulharsko na 13. místo nejlákavějších destinací pro PZI, zatímco Polsko je na místě pátém a Česká Republika obsadila až 12. místo.

Podívejme se nejdříve blíže na Rumunsko. Vývoj pohybu zahraničního kapitálu v něm máme zachycen v následujícím grafu.

Graf č. 14: Jednotlivé čisté složky finančního účtu platební bilance Rumunska v letech 1990 až 2006 v milionech USD



*Poznámka: DSI zatím neposkytuje data pro rok 2007.*

Zdroj: DSI Data Service & Information, 2008

Co se týče PZI, z grafu je patrné, že ty nehrály po většinu 90. let ve finanční bilanci Rumunska významnější roli, obzvláště vzhledem k velikosti země. Výchozí podmínky rumunské ekonomiky totiž na počátku 90. let nebyly nejlepší a k pozitivním změnám v hospodářské politice docházelo až ke konci dekády. Nárůst PZI v roce 1998 můžeme vztáhnout k privatizaci v bankovním sektoru a telekomunikacích (WIIW, 2002). V dalších letech pak docházelo k další makroekonomické stabilizaci a kapitálové liberalizaci. Byla také provedena privatizace automobilového průmyslu – ten má dnes v Rumunském hospodářství významné postavení.<sup>15</sup>

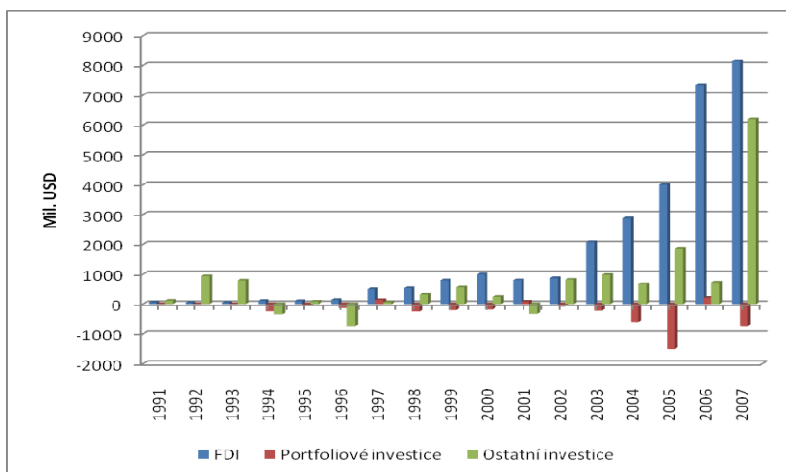
<sup>15</sup> V této souvislosti můžeme zmínit i vstup Renaultu na rumunský trh v roce 2006.



Privatizace byla v obou zemích relativně pomalá a prodej státních aktiv má na kapitálový příliv pravděpodobně dopad až dodnes. V Rumunsku můžeme vidět vysoké nárůsty PZI od roku 2004, za čímž stojí privatizace stejně jako nové investiční příležitosti v sektoru finančního zprostředkování,<sup>16</sup> obchodu i realit (WIIW, 2007). Tradičním magnetem investic v Rumunsku je nyní i již zmíněný automobilový průmysl. Nemalelou měrou se přílivu PZI podílí vstup do EU k 1. 1. 2007 a s ním spojená pozitivní očekávání. UNCTAD (2007) uvádí, že v rámci přípravy na vstup do EU muselo jak Rumunsko, tak Bulharsko přijmout reformy směřující ke zlepšení stavu justice, infrastruktury, snížení korupce a organizovaného zločinu, což se projevilo na zlepšení obecného investičního a podnikatelského prostředí v těchto zemích. Jak jsme již naznačili, svou roli hrají i nízké náklady práce – průměrné platy v Rumunsku dosahují dle ATKearney (2007) 12 % průměru ostatních zemí EU. Na stejném místě ATKearney uvádí, že faktory přílivu PZI do Rumunska a Bulharska obnáší také velikost a strategickou pozici jejich trhů, relativně vzdělanou pracovní sílu spolu s lepšími se infrastrukturou (2007). PZI sem plyne zejména z Rakouska, Holandska a Německa (National Bank of Romania, 2007).

Do jisté míry podobný obrázek poskytuje i vývoj PZI v sousedním Bulharsku.

Graf č. 15: Jednotlivé čisté složky finančního účtu platební bilance Bulharska v letech 1991 až 2007 v milionech USD



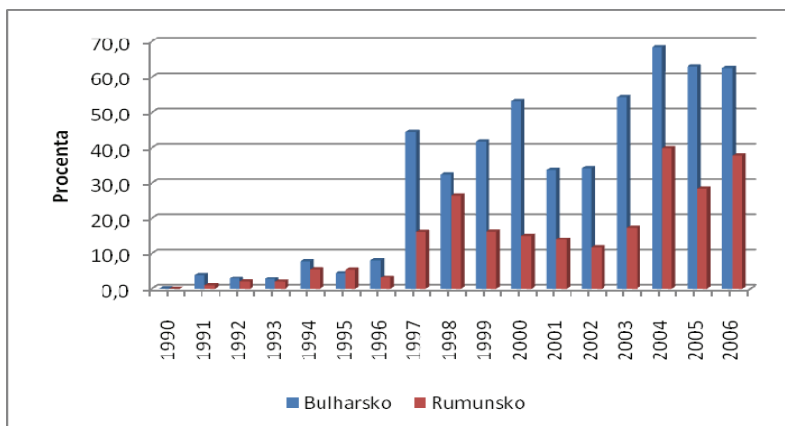
Zdroj: Bulgarian National Bank, 2008b

<sup>16</sup> V této souvislosti můžeme zmínit i vstup Erste Bank na rumunský finanční trh v roce 2006.

Z grafu je také patrný nárůst PZI po odeznění finanční krize v letech 1996 a 1997. Tehdy došlo k nárůstu PZI, a to i přesto, že se na bulharské ekonomice projevila nejistota spojená s krizí v Rusku (UNCTAD, 2000). V roce 1997 byl zaveden měnový výbor a v legislativě byla zakotvena podpora PZI, což zvýšilo atraktivitu Bulharska pro zahraniční investory (Jordanova, 1999). Na přelomu tisíciletí byl nárůst PZI tažen i privatizacemi velkých firem – např. v odvětví telekomunikací. Největší boom nicméně PZI zažívají v posledních zhruba pěti letech, kde se opět kromě zvýšeného privatizačního úsilí projevuje vstup do EU a reformy s ním spojené. Krátce před přistoupením do EU bulharská vláda navíc snížila daň z příjmů právnických osob na jednotných 10 % - nejnižší hodnotu v EU (ATKearney, 2007). Mezi firmami, které od té doby vstoupily na bulharský trh, můžeme zmínit např. Carrefour v oblasti obchodu, cementárnu Italcementi, či některé velké hráče v oblasti energetiky. Dle Bulgarian National Bank (2008a) momentálně PZI plynou do Bulharska nejvíce z Rakouska, Lucemburska a Řecka. Příliv PZI je momentálně hlavním zdrojem krytí bulharského deficitu běžného účtu.

Kdybychom měli srovnat dopad PZI na konkurenceschopnost bulharské a rumunské ekonomiky, můžeme opět využít ukazatel podílu přílivu PZI na GFCF. Zde je jednoznačně na prvním místě Bulharsko, jak je patrné z následujícího grafu.

Graf č. 16: Příliv PZI do Bulharska a Rumunska jako procento GFCF mezi lety 1990 až 2006



Zdroj: UNCTAD, 2008

I přesto, že v absolutním vyjádření je příliv PZI v posledních letech vyšší v Rumunsku, z grafu je patrné, že téměř po celou sledovanou dobu hrálo PZI v Bulharsku větší roli při rekapitalizaci ekonomiky než v sousedním Rumunsku.

Nyní se ještě krátce zastavíme u zbylých druhů kapitálu – u ostatních a portfoliových investic. Co se týče portfoliových investic, z grafu č. 13

a 14 vidíme, že v obou ekonomikách dosahovaly téměř po celé sledované období pouze skromných hodnot. To je pravděpodobně způsobeno nízkou vyspělostí jejich kapitálového trhu.

U ostatních investic můžeme vidět jejich čistý příliv na počátku transformačního procesu. Již bylo zmíněno, že Bulharsko a Rumunsko byly v první polovině 90. let největšími příjemci oficiálních půjček. U Bulharska je dále patrný čistý odliv ostatních investic s tím, jak docházelo k jejich splácení (spolu s vysokým dluhovým břemenem zděděným z doby komunismu). V posledních letech je vidět silný příliv ostatních investic do obou zemí. Na rozdíl od pobaltských republik však ostatní investice nejsou dominantním zdrojem financování deficitu běžného účtu. Tím jsou relativně bezpečné PZI. Tento příliv je pravděpodobně způsoben intenzivním rozvojem a restrukturalizací podniků a tedy i jejich vyšší poptávkou po zahraničních úvěrech.

## 5. ZÁVĚR

Ve všech sledovaných zemích došlo po opuštění centrálně plánovacího hospodářství do současnosti k silnému kapitálovému přílivu. Ten pomohl vybavit tyto ekonomiky tolik potřebným kapitálem pro transformaci jejich hospodářství. Jeho dominantní forma – PZI – zajistila i technologickou a znalostní modernizaci. Druhou hlavní položkou kapitálového přílivu byly úvěry v rámci položky ostatní investice finančních účtů platební bilance. Ty do těchto ekonomik plynuly zejména prostřednictvím privatizovaného bankovního sektoru se zahraniční majetkovou účastí. Portfoliové investice nehrály v analyzovaných zemích po většinu sledovaného období větší roli. Je tomu tak pravděpodobně díky nepřilíš rozvinutým burzovním systémům a relativně malé velikosti domácích podniků. Zahraniční kapitál a zejména PZI v těchto zemích umožnil růst produkčních kapacit, vyšší efektivitu hospodářství, pokles nezaměstnanosti a větší spotřebu krytím deficitů běžného účtu platební bilance. Snad s výjimkou Slovinska patří zahraniční kapitál mezi hlavní zdroje ekonomické konvergence a růstu konkurenceschopnosti těchto ekonomik. Zdrojem tohoto kapitálu byly přitom zejména západoevropské země. Na druhou stranu kapitálový příliv v posledních letech představuje výzvu i pro hospodářskou politiku v těchto zemích. Zatímco pozitivní dopad PZI na exportní kapacity ekonomiky je v literatuře i praxi hojně dokumentován, u všech sledovaných ekonomik dosud nebyl schopen zajistit snížení deficitů běžného účtu. Ty zejména u pobaltských republik dosahují alarmujících hodnot. Zde tedy můžeme vidět potenciální ohnisko makroekonomických problémů, které by se nutně projeví i na budoucích kapitálových tocích. Faktorem poklesu PZI by se ve Slovinsku a pobaltských republikách mohly stát i náklady práce, ve kterých má Rumunsko a Bulharsko na globálních trzích kapitálu v současnosti značnou konkurenční výhodu.

## 6. POUŽITÁ LITERATURA

ÁRVAI, Z. (2005): Capital Account Liberalization, Capital Flow Patterns, and Policy Responses in the EU's New Member States. IMF Working Paper, No. WP/05/213, IMF, 2005.

ATKearney (2007): New Concerns in an Uncertain World - The 2007 A.T. Kearney Foreign Direct Investment Confidence Index. 2007.

BANK OF ESTONIA (2007): Estonia's International Investment Position and Gross External Debt. March 2007.

BANK OF ESTONIA (2008): Statistical Indicators. Dostupné online na <http://www.bankofestonia.info/pub/en/dokumendid/statistika/tabelid/>, zobrazeno 9.5.2008.

BANK OF LITHUANIA (2007): Balance of Payments of the Republic of Lithuania. Vilnius: Bank of Lithuania, 2007, ISSN 1392-3161.

BANK OF LITHUANIA (2008): Statistics. Dostupné na <http://www.lb.lt/statistics/statbrowser.aspx?group=7232&lang=en&orient=vert>, zobrazeno 6.5.2008.

BANK OF SLOVENIA (2007): Direct Investment Report 2006. Ljubljana: Bank of Slovenia, 2007, ISSN 1408-3264.

BANK OF SLOVENIA (2008): Data Series. Dostupné online na [http://www.bsi.si/pxweb/Dialog/Database/ang/serije/03\\_ekonomski\\_od\\_nosi/01\\_placilna\\_bilanca/01\\_placilna\\_bilanca.asp](http://www.bsi.si/pxweb/Dialog/Database/ang/serije/03_ekonomski_od_nosi/01_placilna_bilanca/01_placilna_bilanca.asp), zobrazeno 12.5.2008.

BARTLETT, D. (2007): Best Practice: Central & Eastern Europe – Eastern Promise. Foreign Direct Investment. London: June, 2007, 1 pp.

BHANDARI, R. et al. (2007): Foreign Aid, PZI and Economic Growth in East European Countries. Economics Bulletin, Vol. 6, No. 13, 2007, pp. 1-9.

BULGARIAN NATIONAL BANK (2008a): Balance of Payments of Bulgaria Bulletin, January 2008. Dostupné online na <http://www.bnb.bg/bnb/home.nsf/fsWebIndex?OpenFrameset>, zobrazeno 1.6.2008.

BULGARIAN NATIONAL BANK (2008b): Statistics. Dostupné online na [http://www.bnb.bg/bnb/dd/BP\\_Standard.nsf/fsWebIndexEN](http://www.bnb.bg/bnb/dd/BP_Standard.nsf/fsWebIndexEN), zobrazeno 8.5.2008.

CHRISTIE, E. (2003): Foreign Direct Investment in Southeast Europe. WIIW Working Paper, No. 24, March 2003.

CLAESSENS, S. – OKS, D. – POLASTRI, R. (1998): Capital Flows to Central and Eastern Europe and Former Soviet Union. World Bank Working Paper No. 11/4/98, 1998.

DSI DATA SERVICE & INFORMATION: databáze statistických údajů IMF, OECD, Eurostat, nahlíženo květen 2008.

FINANCIAL TIMES (2005): PZI – Upward trends in eastern Europe. March 3, 2005.

IMF SURVEY (2007): Capital Flows Speed Catch-up in Europe. IMF Survey Online, 13.6.2007, dostupné online na <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2007/CAR0613C.htm>, zobrazeno 22.5.2008.

KALOTAY, K. (2005): The Role of Foreign Direct Investment in Transition. Annual Forum Presentation (After Fifteen Years of Market Reforms in Transition Economies: New Challenges and Perspectives for the Industrial Sector. UNECE, Geneva, 24-25 May 2005.

KORNECKI, L. – RHOADES, D. (2007): How FDI facilitates the globalization process and stimulates economic growth in CEE. Journal of International Business Research, Vol. 6, No. 1. 2007.

KRKOSKA, L. (2001): Foreign direct investment financing of capital formation in central and eastern Europe. EBRD Working paper, No. 67, 2005.

LANE, P. R. – MILESI-FERRETTI, G. M. (2007): Capital flows to central and Eastern Europe. Emerging Markets Review, Vol. 8, No. 2, May 2007, pp. 106-123.

LANKES, H. P. – STERN, N. (1997): Capital flows to eastern Europe and the former Soviet Union. EBRD Working paper, No. 27, 1997.

LATVIJAS BANKA (2007): Latvijas Balance of Payments 2007 – Quarterly Bulletin. Riga: Latvijas Banka, 2007, ISSN 1407-0642.

LATVIJAS BANKA (2008): Statistics. Dostupné online na [http://www.bank.lv/LMB/LMB\\_en.php](http://www.bank.lv/LMB/LMB_en.php), zobrazeno 3.5.2008.

SAMARY, C. (2002): Foreign investment and capitalist enterprise. International Viewpoint Online Magazine, IV338, March 2002.

SLANÝ a kol. (2007): Faktory konkurenceschopnosti – Komparace zemí V-4. CVKS. Brno, Masarykova Univerzita, 2007.

THE ECONOMIST (2008): Eastern Europe's Economies - Coming in to Land. 14/02/2008.

UNCTAD (2000): Foreign Investment Increases to Central and Eastern Europe, Topped by Poland and Czech Republic. UNCTAD Press Release No. TAD/INF/PR/059, October 2000.

UNCTAD (2007): World Investment Report 2007 – Transnational Corporations, Extractive Industries and Development. 2007.

UNCTAD (2008): Key Data from WIR Annex Tables. Dostupné online na <http://www.unctad.org/Templates/Page.asp?intItemID=3277&lang=1>, zobrazeno 20.5.2008.

VAHTER, P. (2004): The Effect of Foreign Direct Investment on Labour Productivity: Evidence from Estonia and Slovenia. University of Tartu working paper, 2004, ISBN 9985-4-0413-0.

VAKNIN, S. (2003): Foreign Direct Investment in Central and East Europe. Dostupné online: <http://www.buzzle.com/editorials/1-27-2003-34454.asp>, zobrazeno 21.5.2008.

VAŠENDOVÁ, M. (2007): Pohyb zahraničního kapitálu v průběhu transformace a jeho vliv na konkurenční schopnost polské ekonomiky. CVKS Working paper No. 07/2007, červen 2007.

VON HAGEN, J. – SIEDSCHLAG, I. (2008): Managing Capital Flows: Experiences from Central and Eastern Europe. ADB Institute Discussion Paper No. 103. 2008.

WAHEED, A. (2007): Foreign Public Capital and Economic Growth of Developing Countries. Kapitola č. 6 v India and South Asia: Economic Developments in the Age of Globalization. Editor Anjum Siddiqui. M.E. Sharpe, 2007, ISBN:0765614529.

WIIW Press Release (2007): WIIW Database on Foreign Direct Investment in Central, East and Southeast Europe, 2007: Shift to the East. May 2007.

WIIW (2002): PZI in South-Eastern Europe in the early 2000s. A study commissioned by the Austrian Ministry of Economy and Labour, July 2002.