



## Analýza odlivu zisků: Důsledky pro českou ekonomiku a návrhy opatření

Příspěvek k debatě o udržitelnosti českého hospodářského modelu



## Manažerské shrnutí

ČR by konvergovala se západními státy EU tempem od roku 2004 do začátku hospodářské krize relativně rychle

Rychlost, s jakou česká ekonomika zvyšovala svůj výkon od vstupu do Evropské unie až po začátek globální hospodářské a finanční krize, lze označit za dostatečnou pro konvergenci se západní Evropou v horizontu dvaceti až třiceti let, a to v kupní síle i v nominálním HDP. Intenzita růstu z této doby však byla do velké míry daná jednorázovými faktory, zejména naplňováním investiční kapacity podinvestované ekonomiky a zvyšováním produktivity rozvojem levných technologií a inovací s vysokým mezním užitekem (tzv. *nízko visící ovoce*).

Ekonomika v zahraničním vlastnictví je prakticky jediným zdrojem růstu ČR od roku 1995

Analýza podniků v domácím a zahraničním vlastnictví ukazuje, že prakticky veškerý růst ekonomiky od roku 1995 je dán expanzí zahraničního sektoru. Objem ekonomiky v domácím vlastnictví od roku 1995 zůstal v reálných hodnotách nezměněn. Jedná se o výrazně neintuitivní závěr, dle kterého vesměs celý přírůstek HDP je dán aktivitami v zahraničním vlastnictví, zatímco aktivity v domácím vlastnictví se na růstu HDP téměř nepodílely.



Objem ekonomiky v domácím vlastnictví v reálných hodnotách od roku 1995 nezaznamenal prakticky žádný růst. Ve stejném období vzrostl objem aktivit v zahraničním vlastnictví sedmkrát.

Relativně omezené přelévací efekty PZI na českou ekonomiku dané i absencí návodné strategie v této oblasti

Pozitivní přelévací efekty (*spillovers*) v rozvoji zahraničního vlastnictví na českém území k domácímu vlastnictví tedy nejsou patrné a zjevně dochází k mírné substituci mezi těmito dvěma sektory. Podniky v zahraničním vlastnictví vykazují nižší podíl na zaměstnanosti (daný patrným vyšším nasazením kapitálově náročné výroby), avšak paradoxně nižší míru relativní přidané hodnoty na produkci než podniky v domácím vlastnictví. To poukazuje na realizaci výnosů z pokročilých technologií teritoriálně či účetně mimo ČR. Tyto podniky rovněž vykazují výrazně vyšší ziskovost a zároveň proporcionálně nižší podíl na daních z důchodů, a zejména na mzdách oproti podnikům v domácím vlastnictví. Z vysokého poměru výroby a zaměstnanosti v *high-tech* v porovnání s reálným primárním a aplikovaným výzkumem v této oblasti je rovněž patrná vysoká závislost na vnějších vstupech v oblasti technologií a *know-how* a absence nefinančních přelévacích efektů v této oblasti. Zvýšení pozitivních přelévacích efektů na domácí ekonomiku se přitom komplexně nevěnuje žádná státní hospodářská strategie a není systematickou součástí procesů vzniku a revize hospodářských institucí.

ČR a země střední Evropy se potýkají se situací, kdy odliv výnosů výrazně převyšuje příliv nových investic

V posledních deseti letech a do velké míry nezávisle na globální hospodářské a finanční krizi se členské země EU ze střední a východní Evropy potýkají s výrazným útlumem přílivu přímých zahraničních investic (PZI), zejména z důvodu vzrůstající relativní investiční saturace v sektorech s nejvyššími výnosy. Objem výnosů, které míří do zahraničí, zároveň překračuje objem nových zahraničních investic i reinvestic zhruba od roku 2005, tj. již v období před hospodářskou krizí. Tato diskrepance má rostoucí tendenci.



Odliv výnosů z ČR a ze zemí střední Evropy od roku 2005 převyšuje příliv nových zahraničních investic a reinvestic a dále v poměru k němu stoupá.

Odliv výnosů svědčí o strukturálních problémech ekonomiky pouze v případě, že je neúměrný

Odliv výnosů je přirozeným důsledkem expanze PZI v regionu a nevypovídá sám o sobě o stabilitě a výkonu daného hospodářského modelu. Vysoký odliv výnosů může svědčit o strukturálních problémech ekonomiky pouze v případě, že je neúměrný ekonomickým veličinám, které by měly být dle ekonomické teorie jeho objektivními determinanty.

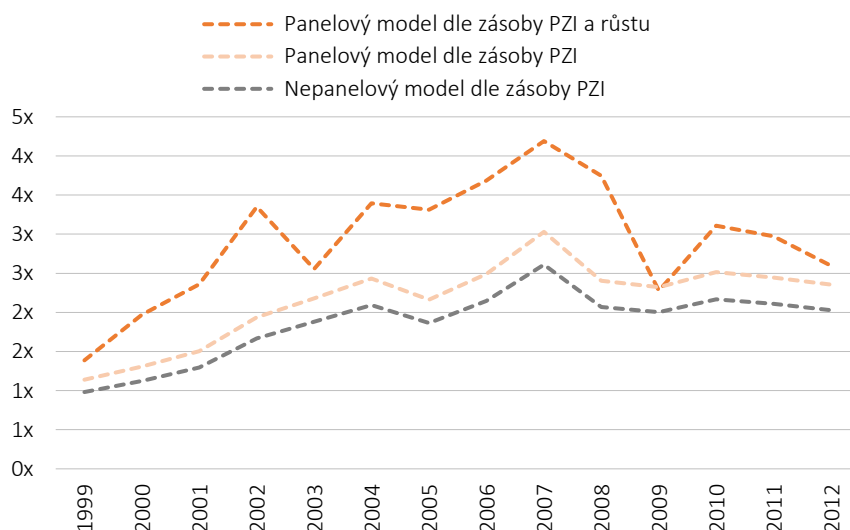
Model predikující úměrnost odlivu má silnou vysvětlující hodnotu v případě západní Evropy, avšak nízkou u nových členských států, a zejména ČR

Studie v kapitole 2.4 vytváří regresní model v několika specifikacích na základě dlouhodobé řady investičních a makroekonomických dat členských států EU, který predikuje míru odlivu odůvodněnou objektivními ekonomickými veličinami. Tento model je robustní ve všech specifikacích a vyjadřuje silnou schopnost predikce každoročního odlivu v zemích západní Evropy. V členských státech EU ze střední a východní Evropy, a zejména v ČR, však vykazuje několikanásobně vyšší odliv, než jaký je predikován tímto modelem.

Vyšší odliv z ČR, než by odpovídalo objektivním makroekonomickým podmínkám

Tento model jednoznačně ukazuje i ve své nejkonzervativnější specifikaci, že míra odlivu výnosů z ČR je více než dvakrát vyšší, než by odpovídalo objektivním makroekonomickým podmínkám, včetně rizikovosti ekonomiky, jejího výkonu a celkové zásoby PZI (viz *Graf 1*).

**Graf 1 – Neúměrnost výnosů z ČR oproti předpokladům**



Zdroj: Model, Eurostat, UNCTAD.



Míra odlivu výnosů z české ekonomiky je dlouhodobě přinejmenším dvakrát vyšší, než by odpovídalo empirickým a teoretickým předpokladům odvozeným ze situace na vnitřním trhu EU.

Třetí nejvyšší neúměrnost odlivu výnosů z ČR v EU a nejvyšší svého druhu

Vyšší neúměrnost než ČR vykazuje pouze Lucembursko, Irsko a v některých specifikacích Kypr. Všechny tyto ekonomiky přitom požívají implicitně speciálního statutu sídel pro korporátní a investiční aktivity, které vysvětlují vysoký výnos i přes nízkou míru počáteční investice. ČR se v charakteristice těmito zemím v ničem neblíží a strukturální důvody neúměrnosti jsou tedy jiné. Jsou podobné jako u ostatních zemí střední a východní Evropy a jsou i potenciálně problematictější.

Analýza odhalila na evropské poměry vysoké výnosy v síťových odvětvích, ale rovněž v některých sektorech zpracovatelského průmyslu.

Studie rovněž přistoupila k sektorové analýze odlivu výnosů a výnosnosti PZI. Na předních příčkách v objemu odlivu se nacházejí odvětví se síťovým charakterem v oblasti finančnictví, energetiky, telekomunikací a malo- a velkoobchodu. Nejsou to však nutně sektory s nejvyšší výnosností na jednotku kapitálu, kde jsou zastoupeny jak síťové, tak některé zpracovatelské sektory, viz kapitola 3. *Sektorová analýza odlivu výnosů.*



Nejvyšší objem odlivu výnosů zaznamenávají sektory se síťovým charakterem: finančnictví, energetika a vodárenství, telekomunikace a maloobchod. Na evropské poměry výrazně nadprůměrnou výnosnost však vykazují i některá zpracovatelská odvětví.

České hospodářské instituce jsou přizpůsobeny a do určité míry jsou závislé na vysokém přílivu finančních zdrojů a know-how, který však vchází do silného útlumu. To představuje vysoké riziko.

Neúměrný odliv výnosů v kombinaci s útlumem nových PZI může pro českou ekonomiku představovat růstové i strukturální riziko. Celá řada hospodářských institucí ČR (od systému financování, přes sektor výzkumu a vývoje po nastavení průmyslových vztahů) je přizpůsobena pravidelnému a systematickému přísunu zdrojů, technologií a know-how ze zahraničí. V případě již dnes patrného útlumu kombinovaného se sníženým potenciálem kapitalizace vlivem kapitálového odlivu je růstový potenciál ČR příliš nízký na to, aby i dlouhodobě mohl aspirovat na konvergenci s vyspělými ekonomikami západní Evropy.

Opatření, které navrhuje tato studie, je možné rozčlenit do šesti oblastí, které jsou v textu dále rozvedeny:

1. Přizpůsobení vnitřních hospodářských institucí ČR, aby byly navzájem návazné a umožnily růst i bez výjimečných zahraničních zdrojů;
2. efektivnější regulace zejména síťových odvětví s cílem eliminace dolování renty v sektorech s oligopolní a monopolní tendencí;
3. zvýšení mzdové úrovně pro vyšší absorpci přidané hodnoty v podnicích s neúměrnými výnosy;
4. omezení nekalé účetní a daňové optimalizace, boj s daňovými ráji a harmonizace daňového základu na úrovni EU;
5. progresivní opatření v daňové oblasti pro snížení dolování renty;
6. debata nad vytvořením rovného prostředí na vnitřním trhu EU.

1. ČR musí učinit své hospodářské instituce návaznými

ČR proto musí v první řadě připravit své hospodářské instituce, aby mohly plnit svou funkci i bez výjimečných či systematických exogenních vstupů, tj. musí své hospodářské instituce učinit návaznými (komplementárními), aby vytvářely optimální prostředí pro růst a zároveň dokázaly nahradit snižující se vliv zahraničních zdrojů. Těmto opatřením se věnuje kapitola 5.1. *Nastavení strukturálních ekonomických institucí komplementárním způsobem.*

Přizpůsobení hospodářských institucí směrem k modelu vyspělých západních ekonomik se silnou průmyslovou základnou

Mezi opatření vedoucí ke zvýšení institucionální návaznosti českých ekonomických institucí patří obecně přizpůsobení se modelu, ke kterému ČR inklinuje silnou průmyslovou základnou a korporativistickým prostředím. Tento model ekonomicky návazných institucí je silně zastoupen např. v Německu a Rakousku a do určité míry i ve skandinávských zemích. Navázání institucí neznámá kopírování těchto modelů, ale jejich přizpůsobení specifikům české ekonomiky.

Některé případy pro zvýšení komplementarity českých hospodářských institucí	Mezi konkrétní příklady patří (i) vytvoření technologické výzkumné instituce schopné poskytovat spolupráci s podnikovou sférou v aplikovaném výzkumu na bázi inkrementálních inovací a poradenství, např. dle německého vzoru Fraunhofer institutu, (ii) zvýšení koordinace dovednostních potřeb podniků se vzdělávacím systémem a zaměstnanci s odpovídajícím rozložením rizik, např. zavedením duálního vzdělávacího systému, (iii) posílení schopnosti domácího finančního systému poskytovat zdroje malým a středním podnikům, např. vytvořením asistující veřejné bankovní kapacity pro jejich rozvoj, či fungujícího kapitálového trhu schopného obhospodařovat domácí ekonomiku a (iv) vyšší participaci zaměstnanců na rozhodnutích týkajících se vzdělávání zaměstnanců a návratnosti vzdělávacích programů.
Hlubší reformy hospodářských institucí jsou krátkodobě nerealizovatelné	Podobné přizpůsobení hospodářských institucí by mělo pomoci dosáhnout odpovídající úrovně růstu i bez výjimečných zahraničních zdrojů. Jejich zavedení je však krátkodobě a v některých případech i střednědobě nerealistické. V mezidobí by neúměrný odliv mohl natolik oslabit schopnost kapitalizace české ekonomiky, že by již nebylo možné dlouhodobě dorovnat rozdíl ve vývoji se západní Evropou. Proto je možné v první fázi či v mezidobí přistoupit k zavedení korekčních mechanismů pro snížení neúměrnosti odlivu výnosu na úměrnou úroveň odpovídající obecné investiční výnosnosti v EU.
2. Efektivnější regulace síťových odvětví	Vzhledem k výraznému odlivu ze sektorů síťového charakteru (telekomunikace, energetika, rozvod vody, ale i finančnictví a maloobchod) je možné, a ve střednědobé perspektivě patrně nutné, přistoupit k efektivnější regulaci těchto sektorů, který by dokázal předejít efektu dolování renty ( <i>rent seeking</i> ) z důvodu oligopolizace či monopolizace těchto odvětví. Role existujících regulačních úřadů a nové efektivnější legislativy jsou v tomto ohledu klíčové.
3. Zvýšení mzdové úrovně pro vyšší absorpci přidané hodnoty v podnicích s neúměrnými výnosy	Analýza mzdové úrovně ukazuje, že poměr mezd na HDP přizpůsobený zaměstnanosti v ČR je zhruba o 20 % a 10 p. b. nižší než v zemích západní Evropy. Pokud by mělo dojít k přizpůsobení výnosnosti zahraničních investic v ČR na průměrnou evropskou úroveň, pak by měly i české mzdy narůst o zhruba pětinu nad rámec současného trendu růstu a to zvláště v sektorech s vysokou výnosností.
4. Omezení nekalé účetní a daňové optimalizace, boj s daňovými ráji a harmonizace daňového základu na úrovni EU	Současná pravidla a praxe v koncernových politikách umožňují strategické oceňování mezi-vstupů pro účely účastní a daňové optimalizace. Jednotná evropská pravidla v této oblasti, která by vedla k větší transparentnosti a objektivitě vnitro-koncernových cenových údajů by vedly k narovnání přehledu o reálné tvorbě přidané hodnoty a umožnily reflektovat vyšší než účetně vykazovanou produktivitu na území ČR. Je proto třeba zavést opatření proti účetní a daňové optimalizaci finančních toků, která je úzce spjatá s bojem s daňovými ráji. Harmonizace daňového základu na úrovni EU by rovněž umožnila efektivnější přehlednost o reálném místě vytváření přidané hodnoty a měla by v případě ČR vést k vyššímu daňovému výnosu a navýšení účetně vykazované přidané hodnoty.
5. Opatření v daňové oblasti skrze sektorovou diferenciaci	V případě, že není možné, efektivní či realistické pomocí regulace předejít neúměrným výnosům v síťových odvětvích daných jejich přirozenou tendencí vytvářet oligopolní či monopolní postavení, je pak možné i v kombinaci s menší či rozdílnou mírou regulace zavést diferenciovaná opatření v oblasti daňové politiky,

např. skrze zavedení rozdílných sazeb dle míry monopolizace daného sektoru do podoby daně ze síťových sektorů či obecně vyššího či nižšího zdanění některých sektorů odpovídající jejich přirozené tendenci vytvářet provozní přebytek za malé míry vnitřní konkurence.

Zavedení progresivní podnikové daně

Vzhledem k vyšším úsporám z rozsahu a efektu sítě u velkých podniků, který vede i k nadprůměrné výnosnosti, je v rámci vytvoření rovného prostředí pro všechny podniky možné podpořit MSP skrze nižší zdanění oproti velkým firmám způsobem, který by činil dělení podniků pro účely optimalizace neefektivním.

6. Debata nad strukturálními nerovnováhami na vnitřním trhu EU a struktuře kohezní politiky

Debatu je rovněž nutné vést na poli vnitřního trhu EU, a to v případě, že neúměrná výnosnost české ekonomiky je dána charakterem vnitřního trhu spíše než domácími faktory. Tato problematika se rovněž dotýká kohezní politiky a její schopnosti podobné nerovnováhy efektivně kompenzovat. K těmto řešením je nutné přistupovat na evropské úrovni a v souladu s principy fungování evropské integrace.

## Obsah

Manažerské shrnutí.....	3
Úvod: Růstový potenciál české ekonomiky.....	10
<b>1 Vyhodnocení přílivu zahraničních investic a pozitivních přelévacích efektů.....</b>	<b>13</b>
1.1 Vývoj zásoby českých PZI v zahraničí v perspektivě zásoby PZI v ČR.....	14
1.2 Vliv sektoru PZI na zbytek ekonomiky.....	15
1.3 Podíl sektoru PZI na významných veličinách národního účetnictví.....	16
1.4 Nefinanční přínosy zahraničních investic.....	18
<b>2 Zmapování odlivu výnosů a vyhodnocení jeho přiměřenosti.....</b>	<b>22</b>
2.1 Porovnání s ostatními členskými státy EU.....	22
2.2 Omezení výpovědní hodnoty růstu hrubého domácího produktu jako míry reálného zvýšení blahobytu v ČR.....	24
2.3 Analýza úměrnosti odlivu výnosů.....	26
2.4 Výsledky regresního lineárního modelu.....	28
<b>3 Sektorová analýza odlivu výnosů.....</b>	<b>32</b>
3.1 Analýza reinvestic.....	34
3.2 Analýza celkového odlivu.....	34
3.3 Teorie monopolů v síťových odvětvích.....	35
<b>4 Rizika spojená s nižším přílivem PZI a odlivem výnosů.....</b>	<b>36</b>
4.1 Rizika pro hospodářský model ze zastavení přílivu PZI a odlivu investic.....	37
4.1.1 Malá financovatelnost domácí ekonomiky jako riziko snížení váhy zahraničních investic.....	37
4.1.2 Riziko omezení transferu technologií pro hospodářský rozvoj.....	38
4.1.3 Riziko obtížnějšího uplatnění absolventů učňovských oborů.....	39
<b>5 Analýza opatření.....</b>	<b>41</b>
5.1 Nastavení strukturálních ekonomických institucí komplementárním způsobem.....	41
5.1.1 Opatření zmírňující rizika nižší komplementarity hospodářských institucí.....	43
5.2 Změny pro posílení konkurence v daných sektorech.....	44
5.3 Sektorová diferenciací v daňových sazbách.....	44
5.4 Progresivní zdanění podniků.....	46
<b>6 Přílohy.....</b>	<b>47</b>
6.1 Použité a zkratky (mimo zemí).....	47
6.2 Glosář (orientační).....	48
Zkratky zemí.....	49



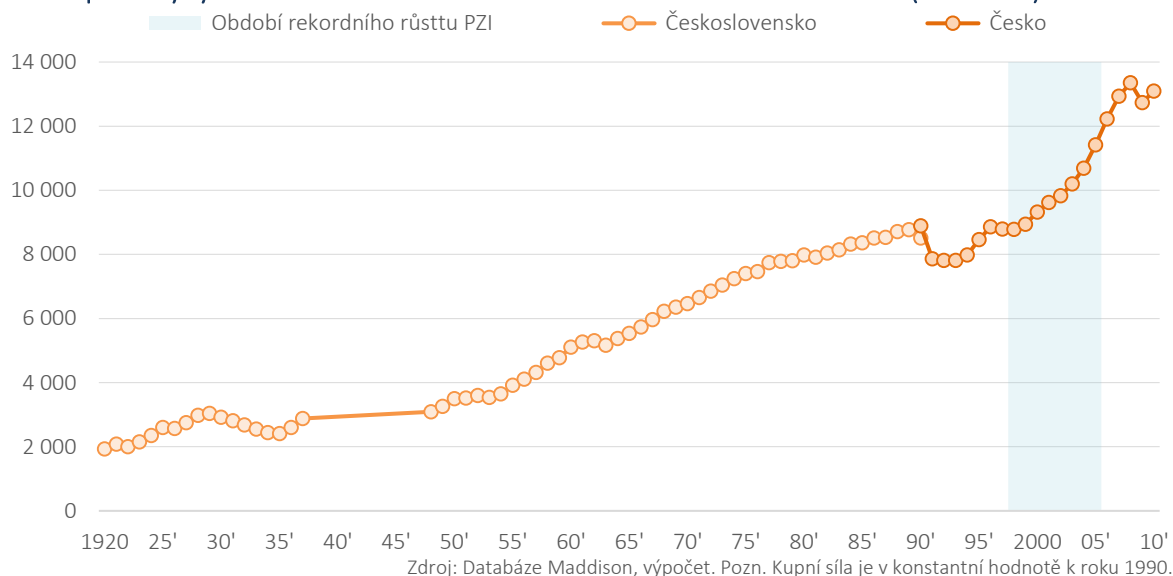
Seznam grafů .....	50
Seznam boxů.....	50
6.3 Definice pro potřeby platební bilance výnosů .....	51
6.4 Deskriptivní model .....	52
6.5 Prediktivní model.....	53
6.6 Středoevropské hospodářské modely.....	56
6.7 Hodnocení stavu hospodářských institucí ČR prizmatem dvou vyvinutých a institucionálně komplementárních hospodářských modelů .....	58

## Úvod: Růstový potenciál české ekonomiky

Silná konvergence během přílivu zahraničních investic

Po transformační recesi a stagnaci v druhé polovině 90. letech vedl růst založený na výrazném přílivu přímých zahraničních investic (PZI) k historicky nejvyššímu tempu růstu české ekonomiky (viz Graf 2). Tento růst vedl s výjimkou období recese ke konzistentní konvergenci se západní Evropou.

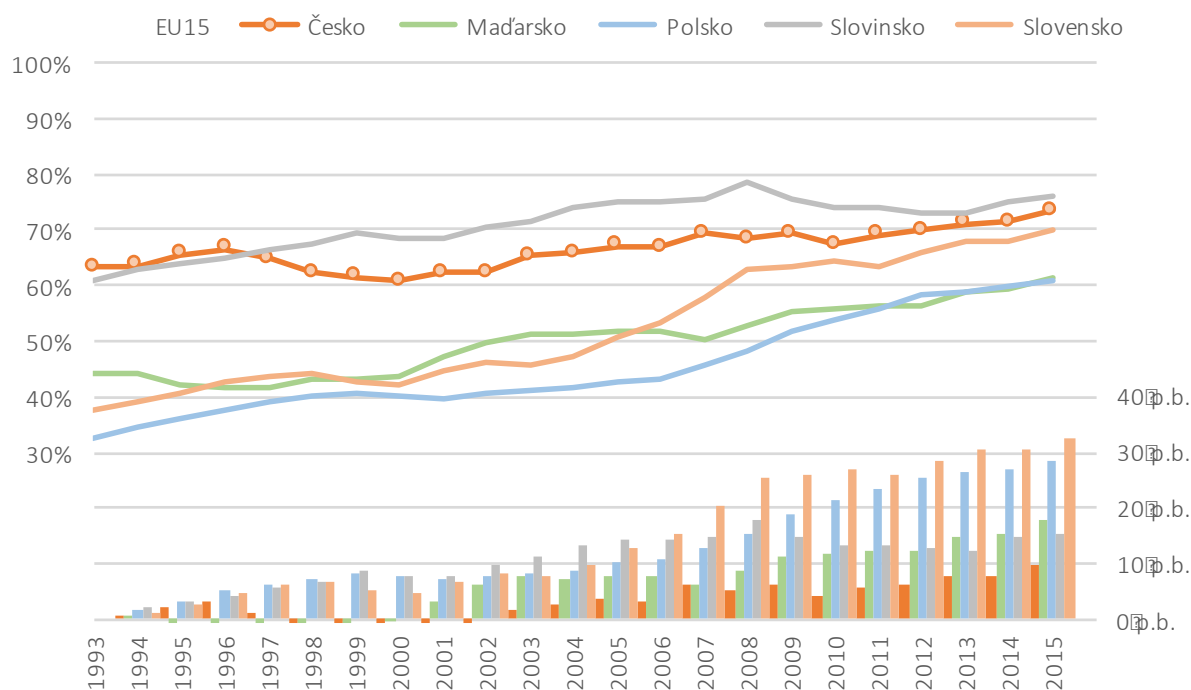
Graf 2 – Hospodářský výkon Československa a Česka v konstantním dolarovém ekvivalentu (1920-2010)



Relativně však pomalá oproti ostatním zemím regionu

Přesto tento významný růst v případě ČR vedl k nejpomalejší konvergenci ze států v regionu (viz Graf 3). Tempo konvergence posledních dvaceti let by nevedlo k vyrovnání životní úrovně západní Evropy ani v horizontu desítek let.

Graf 3 – Hrubý národní důchod v kupní síle jako procento k průměru EU15 v porovnání se státy regionu (levá škála) a kumulativní konvergence od roku 1993 (pravá škála)



Vzájemné přibližování výkonu ekonomik v regionu je rychlejší než přibližování západním ČS

Jako alarmující lze vnímat, že země s nižším příjmem měly tendenci konvergovat výrazně rychleji, zatímco státy s nejvyššími příjmy v rámci Visegrádské čtyřky (V4) rostly pomaleji a měly dokonce tendenci stagnovat i v dobách růstu. Státy regionu V4 se tak v celkovém výkonu národní ekonomiky přiblížily samy sobě výrazněji než průměru západních členských států EU, kdy se relativní standardní odchylka zmenšila mezi roky 1993 a 2015 z 31 % na 10 % (tj. ca na třetinu), zatímco stejná míra se za tuto dobu mezi EU15 a skupinou těchto zemí snížila z 50 % na 27 % (tj. ca na polovinu) a o zhruba stejnou absolutní hodnotu. Z tohoto vyplývá, že konvergence uvnitř regionu V4 patrně nastane výrazně dříve než dosáhnoutí úrovně EU15. Tempem, kterým se státy V4 ekonomicky přibližují od roku 1993 do současnosti, by konvergence uvnitř skupiny V4 a Slovinska nastala již v roce 2027 na úrovni těsně pod 80 % hrubého národního důchodu (HND) EU15 v kupní síle.

Strop dlouhodobého vývoje v rámci současného hospodářského modelu

Podobný scénář lze teoreticky vysvětlit podobností hospodářských modelů těchto zemí zavedených v období transformace a pomalejší konvergence více vyvinutých zemí tohoto regionu (čím více vyvinutá země, tím pomalejší konvergence vzhledem ke společným komparativním výhodám). Je pravděpodobné, že úroveň zhruba 75 % až 80 % HND v kupní síle (a 50 až 60 % v nominálních hodnotách) je i dlouhodobým limitem těchto ekonomik při jejich současném hospodářském modelu a způsobu zapojení do globálních hodnotových řetězců.

Snižující se potenciál přímých zahraničních investic jako nová realita českého hospodářství

V období kolem přistoupení ČR do EU rostl výkon hospodářství dostatečným tempem, aby v řádu dvaceti let dorovnal výkon ekonomik západní Evropy. S příchodem hospodářské krize však bylo toto silné tempo konvergence přerušeno. Toto období přišlo v době, kdy se výrazněji snižoval mezní užitek nových investic v postkomunistických zemích a klesal příliv PZI výrazněji, než by napovídalo efektům krize. Je patrné, že sektory vytvořené díky zahraničním investicím budou v regionu střední a východní Evropy nadále vytvářet významnou a patrně i rostoucí část blahobytu. Potenciál jejich další expanze v tvorbě přidané hodnoty a příspěvku k hospodářskému růstu však bude *ceteris paribus* stále menší.

Tři fáze dlouhodobé hospodářské transformace z pohledu investiční bilance a bilance výnosů

Během dlouhodobé hospodářské transformace středoevropských zemí lze z vývoje investiční bilance předpovídat tři fáze. V první fázi transformující se ekonomika bez dostatečné přítomnosti obchodovatelného kapitálu konsoliduje svou produkční kapacitu ve světle nové konkurence a vzhledem k nízké přítomnosti domácích konkurenceschopných sektorů se stává silným příjemcem PZI. Ty jsou zásadním a v případě České republiky dokonce jediným zdrojem růstu ekonomiky (viz Graf 6).

Druhá fáze v ČR v podobě snižujícího se přílivu PZI a zvyšujícího se odlivu

Dnes se česká ekonomika patrně nachází právě uprostřed této druhé fáze. V ní se příliv nových zahraničních investic dostává v kontextu zralosti ekonomiky – a v současném kontextu i konkurence nově industrializovaných zemí – do útlumu. V druhé fázi se příliv PZI k HDP snižuje a jejich zásoba se stabilizuje. Výnosy z těchto investic jsou repatriovány do zemí původu a částečně reinvestovány. Snižující se dopad přílivu nových investic je tedy umocněn zvýšeným odlivem zisků z těchto investic.

Potenciální třetí fáze a plná vyspělost ekonomiky

Ve třetí fázi, ke které plně nedošlo ještě v žádné z postkomunistických zemí, by se odliv výnosů měl vyrovnat s jeho přílivem z investic uskutečněných domácími subjekty v zahraničí. V této potenciálně poslední fázi by se postkomunistické země měly stát hospodářsky plnoprávnou součástí vyspělých světových ekonomik.

Rizika pro nepřipravený hospodářský model z neschopnosti zachytit přidanou hodnotu PZI na národní úrovni

Zvýšení odlivu výnosů a snížení přílivu investic je přirozený a předpověditelný proces, který vypovídá o určité zralosti české ekonomiky. V případě snižujícího se přílivu nových investic a excesivního odlivu (tj. excesivní výnosností zahraničních investic na úkor kompenzací domácím subjektům, které by je dokázaly kapitalizovat) však může podobný systematický odliv vést k trvalému snížení růstového potenciálu. Jestliže se hospodářský model nedokázal přizpůsobit budoucímu útlumu zahraničních investic během období masivního přílivu a nedokázal zvýšit potenciál růstu z domácích zdrojů, následky útlumu PZI mohou trvale vést k menšímu potenciálu růstu celé ekonomiky, který v důsledku ani dlouhodobě nepovede ke konvergenci s životní úrovní vyspělých ekonomik, jejichž národní důchod je nadto zvyšován právě těmito repatriovanými zisky, čímž dochází k potenciálně vyšší diferenciaci příjmů.

Nalezení udržitelného růstového modelu nezávislého na výjimečné expanzi PZI

Nalezením cesty vyrovnání se s touto situací (tedy nalezením zdrojů pro dostatečně významný vnitřní růst spolu s odpovídající retencí přidané hodnoty z PZI a vyrovnání odlivu výnosů skrze příliv výnosů ze zahraničních investic českých subjektů) by se české hospodářství dostalo do konečné fáze své ekonomické transformace a Česká republika by se tak stala vyspělou ekonomikou, ve které suma zahraničního a domácího potenciálu růstu dává šanci na střednědobou ekonomickou konvergenci s nejvyspělejšími zeměmi světa.

Cíle analýzy

Tato analýza se snaží přispět k diskusi rizik a příležitostí spojených se současnou fází rozvoje české ekonomiky a poukázat na možnosti posílení českého hospodářství na úroveň nejvyspělejších světových ekonomik skrze snížení deficitu bilance výnosů za pomoci konstruktivních a v evropském prostředí běžně používaných nástrojů.

Obsah analýzy

V první kapitole se zabývá přílivem zahraničních investic a zhodnocuje, do jaké míry se podařilo absorbovat přidanou hodnotu a tím se připravit na dobu relativního útlumu. Druhá kapitola, která je stěžejní částí celé analýzy, se zaměřuje na míru odlivu výnosů ze zahraničních investic a skrze existující data z národního účetnictví a platební bilance zhodnocuje, zda dochází k nepřiměřené míře odlivu výnosů. Tato kapitola rovněž vytváří model, který by měl napovědět, jaká část současného odlivu je nepřiměřenou a odpovídá tedy patrně chybnému strukturálnímu nastavení českého hospodářství. Třetí kapitola skrze sektorovou analýzu identifikuje zdroje a pravděpodobné příčiny excesivní míry odlivu. Čtvrtá kapitola nastiňuje důsledky pro českou konvergenci se západní Evropou a upozorňuje na nebezpečné následky, které nezvládnutí druhé fáze rozvoje z pohledu výnosové bilance může mít pro dlouhodobou konvergenci s životní úrovní západní Evropy. Pátá a poslední kapitola nabízí možnosti přizpůsobení se české hospodářské a průmyslové politiky s cílem vyhnout se současným rizikům, zvýšení míry absorpce přidané hodnoty PZI a tím i zvýšení růstového potenciálu na úroveň dostatečnou pro konvergenci s nejvyspělejšími ekonomikami světa.

# 1 Vyhodnocení přílivu zahraničních investic a pozitivních přelévacích efektů

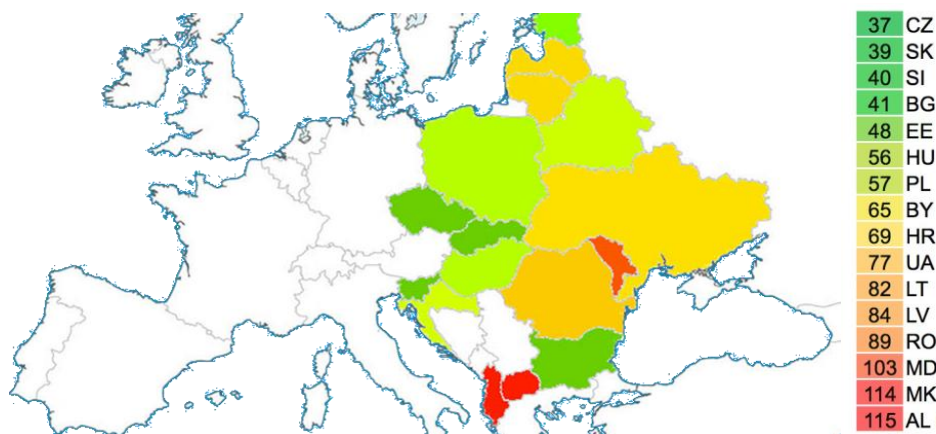
Vysoká atraktivita ČR pro přímé zahraniční investice od konce 90. let a její příčiny

V polovině 90. let se ČR mezi zeměmi střední a východní Evropy umísťovala na předních místech v atraktivitě prostředí pro přímé zahraniční investice (viz Mapa 1). Tato atraktivita pramenila z absence globálně konkurenceschopných podniků, relativně slabé měny s potenciálem budoucího zhodnocení, relativně rozvinuté infrastruktury a vysoké vybavenosti lidským kapitálem kombinované i s reálně nízkými nominálními náklady práce, příznivou geografickou polohou a nízkou rizikovostí politického prostředí.<sup>1</sup>

Přístup do vnitřního trhu jako další faktor přitažlivosti pro PZI

Tuto atraktivitu od roku 1996 ještě zvýšil oficiální proces přístupu k Evropské unii a tedy plánovaný vstup na jednotný evropský trh a zvýšení předpověditelnosti vývoje politických institucí. Zároveň byla orientace na přímé zahraniční investice patrně jedinou cestou hospodářského rozvoje po zničení bývalých produkčních struktur ekonomiky na základě postupu transformačního procesu, zániku méně konkurenceschopných odbytišť a plného otevření se globální konkurenci.

Mapa 1 – Potenciál příchozích přímých zahraničních investic podle žebříčku Konference OSN o obchodu a rozvoji (pořadí mezi hodnocenými zeměmi v roce 1995)



Zdroj: UNCTAD, Inward FDI Potential Index, 1995. Poznámka: Kódy zemí jsou uvedeny v příloze.

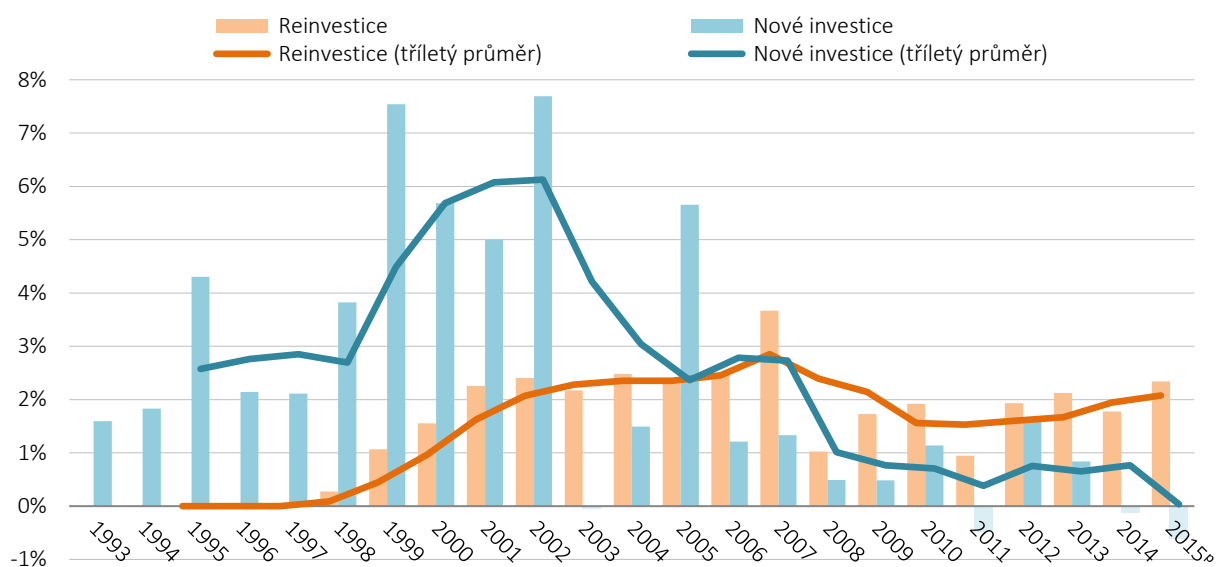
Nárůst přímých zahraničních investic jako důsledek integrace do jednotného trhu EU

Od konce 90. let se tak výrazněji zvýšil objem přímých zahraničních investic plynoucích do české ekonomiky (viz Graf 4). Z pohledu na celkový příliv investic je možné identifikovat koncem 90. let začátek silného investičního cyklu, ve kterém dochází v první řadě k silnému přílivu investic a následně využití reinvestic (znovu investovaných zisků). Druhý vlna přichází spolu s přístupem ČR do Evropské unie, ale je přerušena patrně globální finanční a hospodářskou krizí od roku 2008. Značná část přílivu (60 % do roku 1995) byla spojena s procesem privatizace.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> UNCTAD (1996). *World Investment Report 1996*.

<sup>2</sup> *Ibid.*, str 67.

Graf 4 – Vývoj nových a reinvestovaných přímých zahraničních investic (jako % HDP)



Zdroj: ČNB, vlastní kompilace. Pozn.: Záporná položka znamená ztrátu nebo dezinvestici.  
P = předběžné údaje.

### 1.1 Vývoj zásoby českých PZI v zahraničí v perspektivě zásoby PZI v ČR

Jednou z nejpřímějších možností, jak se vyrovnat s vysokým odlivem kapitálových výnosů je přirozené vybudování dostatečné zásoby PZI domácího původu v zahraničí. Následující podkapitola se věnuje právě stavu odchozích investic z ČR v poměru k příchozím a perspektivě vyrovnání této bilance.

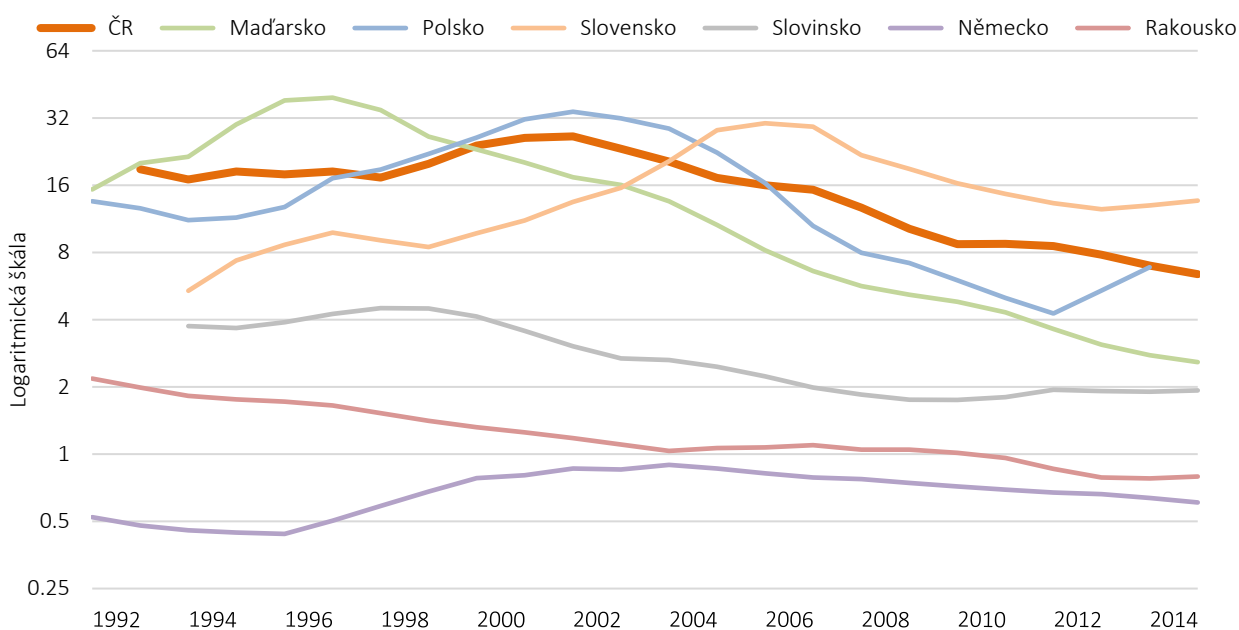
Vývoj zahraničních investic v regionálním kontextu

Pohled na poměr zásoby příchozích zahraničních investic k odchozím jasně ukazuje silný nepoměr odchozích a příchozích investic a tedy specifické prostředí pro transformované ekonomiky střední Evropy oproti relativně stabilní situaci v západní Evropě. Poukazuje rovněž na dlouhodobý horizont, který je nutné brát v potaz při uvažování o definitivním konvergenci transformovaných ekonomik a vyspělých západních ekonomik.

Nemožnost PZI zachytit reálný stav konkurenční vybavenosti ČR

Vývoj PZI sám o sobě nereflektuje vývoj konkurenční vybavenosti nebo investiční zajímavosti ČR v daném momentu. Do statistik PZI jsou započítány zahraniční privatizace velkých společností, které nepoměrně zvyšují výši PZI zejména v počáteční expanzi avšak způsobem, který nevypovídá o konkurenční situaci ČR v následujícím období. Druhým zkreslujícím faktorem je pak hospodářská krize od roku 2008, která snižuje hodnoty kvůli zvýšené averzi investorů k riziku v globální ekonomice jako celku, tedy pod vlivem exogenních faktorů.

Graf 5 – Poměr zásoby vstupních a výstupních přímých zahraničních investic ve střední Evropě (klouzávký průměr)



Zdroj: OECD, UNCTAD. Pozn.: Do roku 2012 byla použita statistika měření FDI dle Benchmark Definition 3th Edition (BMD3). Od roku 2013 byla použita statistika měření FDI dle Benchmark Definition 4th Edition (BMD4).

## 1.2 Vliv sektoru PZI na zbytek ekonomiky

Vývoj sektorů dle rezidentury vlastnictví

Sektor vázaný na přímé zahraniční investice (v národním účetnictví vystupující jako sektor pod zahraniční kontrolou), zažil vysoký růst od konce 90. let. Zároveň byl prakticky jediným přispěvatelem k růstu hrubé přidané hodnoty (HPH) a tím i HDP. Sektor v domácím (národním) soukromém vlastnictví (podniky často označované jako *domáci*) jevil až překvapivou nehnutost. Tento sektor stagnuje od roku 1996 dodnes v překvapivě úzkém rozhraní mezi hodnotami 1,6 a 1,7 bil. Kč v cenách roku 2010. Sektor vázaný na PZI přitom ve stejném období vzrostl sedmkrát ze 160 na 1 140 mld. Kč. Sektor ve veřejném vlastnictví pak zůstal po tuto dobu spíše stabilní mezi 850 a 550 mld. Kč, přičemž jeho přidaná hodnota klesala do roku 2001 a dále stoupala až do roku 2009, aby následně došlo k jeho stagnaci.

Pozitivní vliv PZI na objem domácí (národní) ekonomiky není patrný

Z tohoto čistě mechanického porovnání je patrné, že čistě z hlediska objemu nelze najít výraznější přetékací efekty na domácí ekonomiku. Sektor ekonomiky kromě PZI se totiž od konce transformační recese buď zmenšil nebo zůstal totožný, a to překvapivě i v absolutních hodnotách.



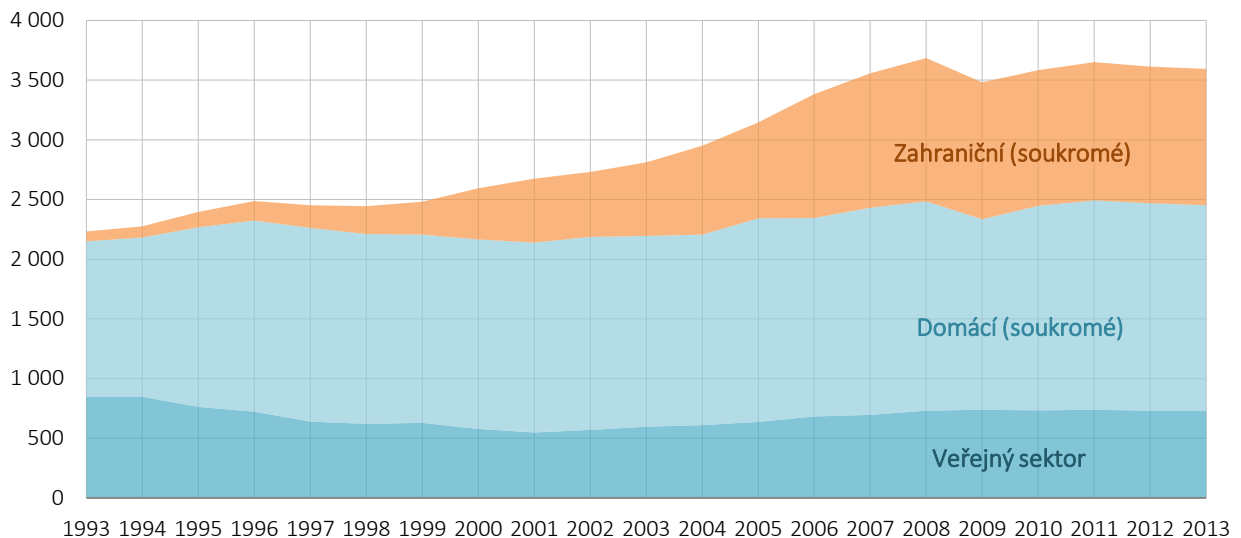
Sektor v zahraničním vlastnictví znásobil svůj reálný objem od roku 1995 sedmkrát. Objem české ekonomiky v domácím vlastnictví v tomto období zůstal téměř nezměněn.

Ve skutečnosti se ve vlivu na objem národní ekonomiky navzájem ruší dvě protichůdné dynamiky

V rámci detailnější sektorové analýzy, která zde není graficky zobrazena, je však možné dojít k závěru, že ve skutečnosti některé části sektorů v domácím vlastnictví postupně přecházejí do zahraničního vlastnictví, zatímco vlivem PZI roste jiná část domácích podniků, zejména skrze subdodavatelské zakázky zahraničních podniků a spotřebu domácností z mezd v zahraničních podnicích. Jedná se tedy o dvě protichůdné dynamiky působící na objem domácí (národní)

ekonomiky. Tyto dvě dynamiky se v posledních dvaceti letech překvapivě silně vyrovnávaly a reálný objem domácího vlastnictví na HPH tedy zůstal prakticky totožný. Závěrem ale opět není možné odvodit jednoznačný pozitivní vliv na sektor v domácím vlastnictví, přinejmenším z hlediska jeho objemu. Naopak dlouhodobě nerostoucí objem národní ekonomiky je možné brát jako výrazné riziko v kontextu menšího přílivu nových PZI.

**Graf 6 - Rozdělení hrubé přidané hodnoty dle vlastnictví v české ekonomice (mld. Kč v cenách roku 2010 dle deflátoru HPH)**



Zdroj: ČSÚ, roční národní účty.

### 1.3 Podíl sektoru PZI na významných veličinách národního účetnictví

Významná část ekonomiky vázaná na minulá PZI zjevně vykazuje vysokou ziskovost a nižší přidanou hodnotu

Mezi lety 1995 a 2012 se zvýšil podíl zahraničního vlastnictví na produkci v nefinančních podnicích z 10 % na 51 %, na přidané hodnotě z 9 % na 45 % a na ziscích z 6 % na 58 % (viz Graf 5). Poměr přidané hodnoty a zisků k obratu poukazuje, že expanze PZI se odehrál v sektorech s nejvyšší přidanou hodnotou na produkci nýbrž s hodnotou mírně podprůměrnou. Zároveň aktivity PZI vykazují systematicky nadprůměrnou ziskovost oproti zbytku ekonomiky.



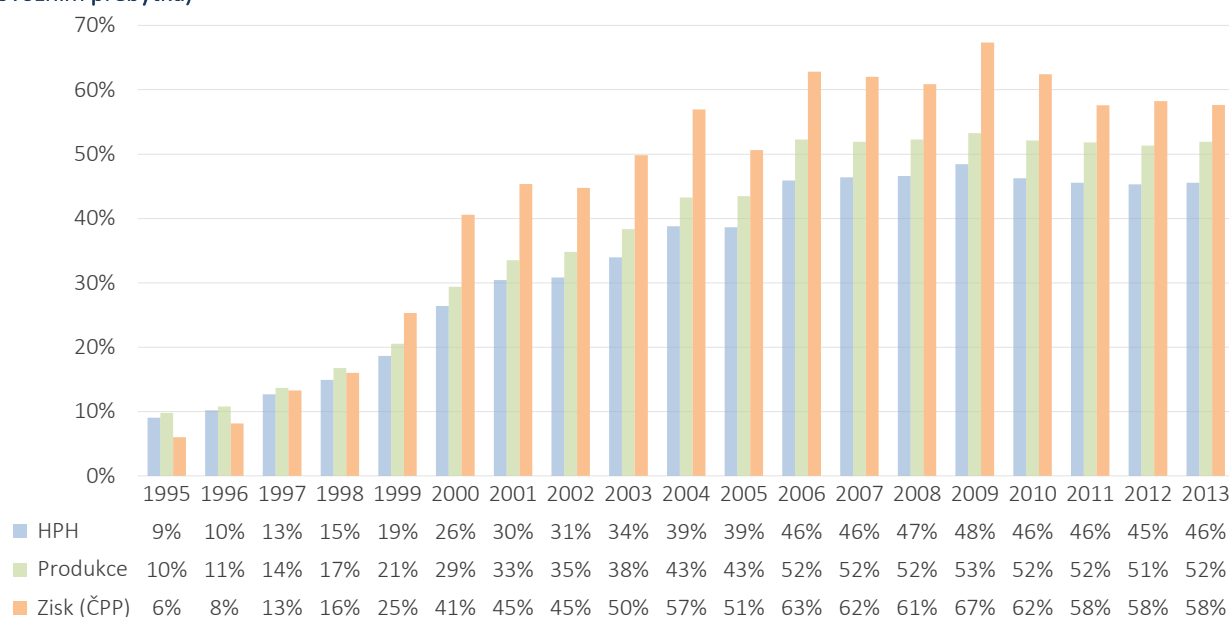
Expanze přímých zahraničních investic se odehrála v aktivitách s mírně nižší přidanou hodnotou, avšak vysokou ziskovostí.

Nutnost porovnávat celkový příspěvek k jednotlivým položkám národních účtů

Samotný růst zahraničního sektoru sám o sobě nesevědí o vlivu na zbytek ekonomiky. Ten je patrný teprve z dlouhodobých poměrů těchto veličin na celkové ekonomice, které mohou napovědět, do jaké míry se zahraniční sektor podílí méně či více na jednotlivých klíčových položkách národního hospodářství (přidaná hodnota, produkce, mzdy, zisk, daně).



**Graf 7 – Podíly nefinančních podniků v zahraničním vlastnictví na hrubé přidané hodnotě, produkci a zisku (čistém provozním přebytku)**



Poznámka.: Graf znázorňuje podíly na hrubé přidané hodnotě, produkci a čistém provozním přebytku. Jedná se o poměr nefinančních podniků pod zahraničním vlastnictvím na všech nefinančních podnicích.

Zdroj: ČSÚ, vlastní kompilace.

Menší část HPH na mzdy a daně

I přes intuitivně vyšší nasazení vyspělých technologií v sektoru přímých zahraničních investic je patrné, že objem přidané hodnoty v sektoru v zahraničním vlastnictví je mírně nižší než produkce. Ač by bylo možné očekávat v sektoru PZI výrazněji vyšší přidanou hodnotu než v domácích podnicích vzhledem k aplikaci pokročilejších technologií, sektor paradoxně vykazuje nižší přidanou hodnotu. Přidaná hodnota vyspělých technologií se tedy zjevně realizuje teritoriálně či účetně mimo ČR.



Přidaná hodnota z intuitivně vyšší aplikace vyspělých technologií v sektoru zahraničních investic se zjevně realizuje teritoriálně mimo Českou republiku.

Pozitivní dopad zahraničních investic může být různý a záleží na nastavení ekonomiky

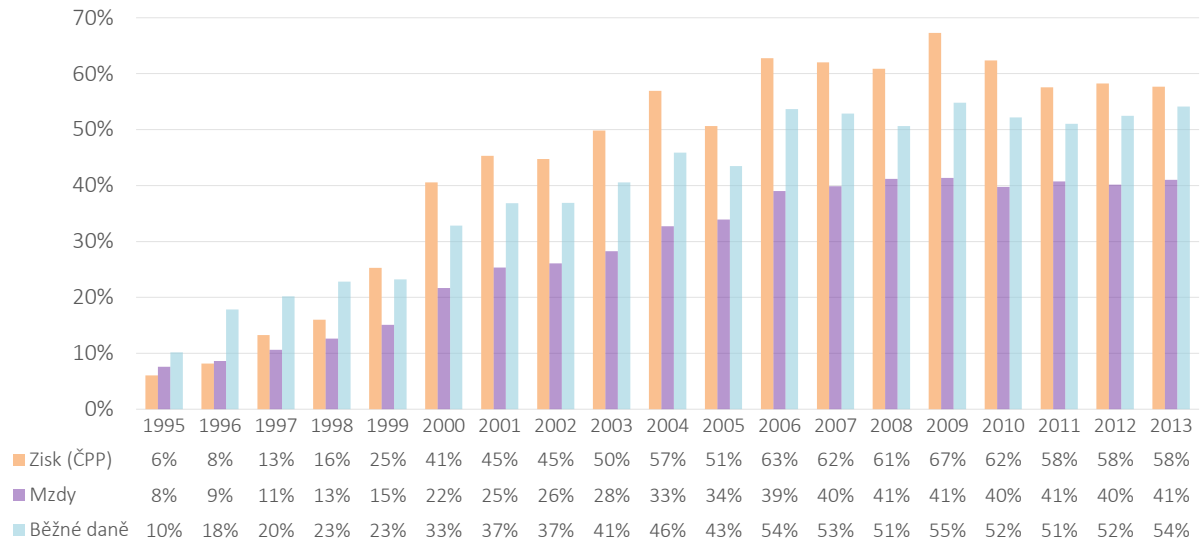
Samotný růst zahraničního vlastnictví finančních a nefinančních podniků by v principu měl mít pozitivní vliv na růst domácí části ekonomiky. Daná ekonomika však musí být schopna absorbovat či kapitalizovat vytvořenou přidanou hodnotu, a tak si udržet potřebné zdroje pro svůj vlastní růst (zejména subdodavatelem přidanou hodnotu, mzdy a daně). Literatura se již delší dobu věnuje případům, kdy ekonomika není schopna tento potenciál zachytit a ten na ni tedy nemá růstově a rozvojově pozitivní vliv.<sup>3</sup> Ač se v českém případě rozhodně nerozvinula plně duální ekonomika, jak je to v některých rozvojových státech, některé veličiny svědčí o slabé absorpci pozitivních dopadů PZI.

<sup>3</sup> Jorgenson, D. W. (1961). The development of a dual economy. *The Economic Journal*, 71(282), 309-334.



Růst zahraničního vlastnictví finančních a nefinančních podniků by v principu měl mít pozitivní vliv na růst části ekonomiky v domácím vlastnictví.

**Graf 8 - Podíly zahraničního vlastnictví na čistém provozním přebytku, mzdách a běžných daních z důchodů (1995-2013) v nefinančním sektoru**



Poznámka: ČPP je čistý provozní přebytek a Běžné daně jsou z důchodů, jmění a jiné. Znovu se jedná o znázornění součtu podílů nefinančních a finančních podniků vlastněných zahraničím na celkové ekonomice ČR.  
Zdroj: ČSÚ, vlastní kompilace.

Vysoký podíl na ziscích, nižší na daních a nízký na mzdách se jeví jako znak malé absorpční kapacity české ekonomiky

Silný růst zahraničního vlastnictví se projevil na nárůstu podílu čistého provozního přebytku v zahraničních rukou, jenž narostl mezi roky 1995 a 2013 z 6 % na 58 % (viz Graf 7). V tomto srovnání mírně nižší nárůst zaznamenal zahraniční podíl na daních z důchodů z 10 % na 54 %. Do roku 1999 podíl na daních převyšoval podíl na ziscích, od roku 2000 pak podíl na ziscích výrazně převyšuje podíl na daních. Ve stejném období však vzrostl podíl na mzdách z 8 % pouze na 41 %, což činí poměr zisku na mzdách výrazněji menší než ve zbytku ekonomiky. Systematicky vyšší podíl zahraničních podniků na ziscích oproti daním a zvláště mzdám může poukazovat na nízkou absorpční schopnost české ekonomiky.



Systematicky vyšší podíl zahraničních podniků na ziscích oproti daním a zvláště mzdám může poukazovat na nízkou absorpční schopnost české ekonomiky.

#### 1.4 Nefinanční přínosy zahraničních investic

Způsoby retence pozitivních dopadů investic

Mezi dva hlavní kanály, kterými zahraniční investice pozitivně ovlivňují důchod celé ekonomiky, patří její schopnost zadržet či využít přidanou hodnotu investičních a na nich napojených sektorů a schopnost využít tzv. nefinančních přínosů zahraničních investic.

Nejistý dopad nefinančních výnosů PZI

Mezi nefinanční faktory, které vstup zahraničních investorů přinesl, patří například zlepšování firemní kultury, tlak na kultivaci podnikatelského prostředí či šíření dobrého jména České republiky v zahraničí. Zvláště důležitý pro

dlouhodobý výkon ekonomiky je pak transfer technologií a podnikatelské praxe. Zásadní dopad těchto nefinančních transferů je však těžce měřitelný.

Patrně omezený transfer technologií a know-how

Právě transfer technologií a know-how patří k jednomu z potenciálně nejzásadnějších přínosů PZI. Podle dostupných informací se však jeví, že právě tento potenciál byl k transformaci ekonomiky České republiky na model znalostní ekonomiky využit pouze částečně, ve větší míře v sektorech s vysokým podílem PZI (bankovníctví či automobilový průmysl), avšak již méně v navázaných tuzemských firmách a dalších hospodářských odvětvích.

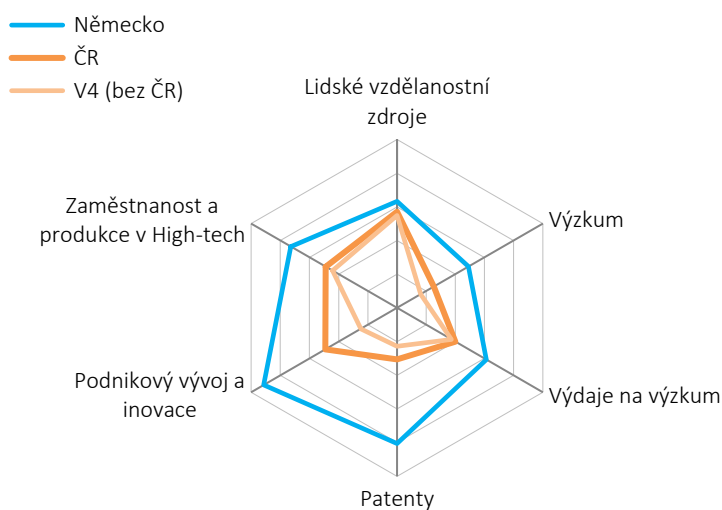
**Graf 9 – Pořadí ČR v rámci EU28 v relevantních inovačních kritériích (za rok 2014)**



Vysoký podíl high-tech výroby a nízký podíl znalostní ekonomiky poukazuje na výrobní procesy inovativních produktů se slabou přidanou hodnotou

Podle DG pro podnikání a průmysl Evropské komise se Česká republika nachází na nadprůměrném místě v zaměstnanosti v *high-tech* výrobě a exportu středních a *high-tech* výrobků mezi státy Evropské unie (prakticky exkluzivně vycházejících z PZI). Přítomnost výroby v *high-tech* však sama o sobě nesvědčí o umístění její přidané hodnoty, může se tedy jednat o relativně málo kvalifikovanou a špatně ohodnocenou část výrobního procesu. Česká republika se nachází na 18. místě v patentových žádostech a na 20. místě v hodnocení vědeckých publikací, což poukazuje na slabou propustnost PZI do obecného výzkumu a koncentraci ČR na části výrobního procesu se slabou přidanou hodnotou. V rámci regionu střední Evropy na tom ČR nicméně není srovnatelně hůře oproti ostatním zemím (Graf 7), naopak v podnikovém vývoji a inovacích si vede dokonce komparativně lépe.

**Graf 10 – Vývoj v inovačních kritériích Evropské komise (tzv. Innovation Union index 2014) v roce 2013**



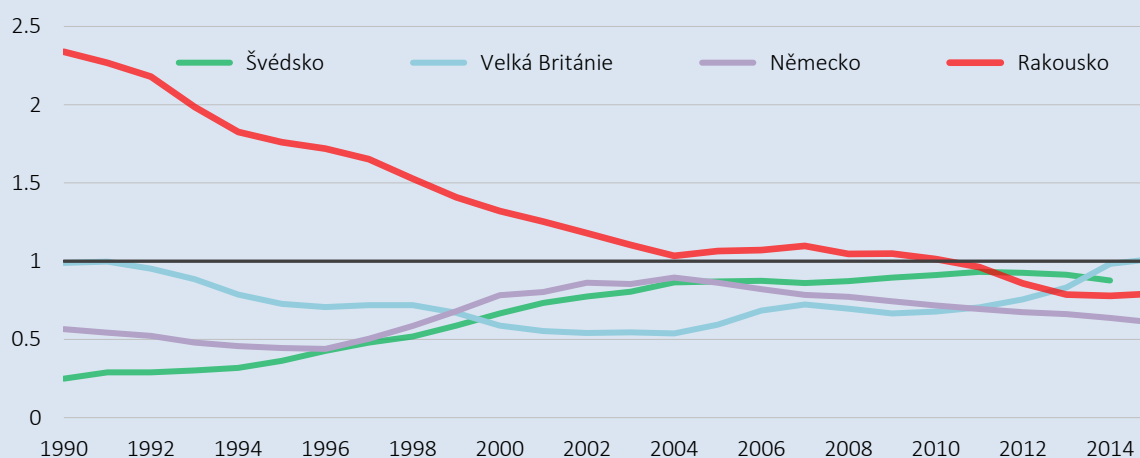
Zdroj: Innovation Union 2014, vlastní výpočty.

### Box 1 – Vyrovnání investiční pozice Rakouska od pádu Berlínské zdi a závěry pro Českou republiku

Při bližším pohledu na vývoj poměru příchozí a odchozí zásoby PZI v západní Evropě se výraznějšího přesunu v posledních třiceti letech dočkalo Rakousko, které bylo ještě na počátku 90. let významným příjemcem investic a jejich spíše méně významným zdrojem. Otevřením trhů transformujících se zemí v bezprostřední blízkosti Rakouska došlo k rychlému přeorientování zahraničních investic na tyto nové trhy. Rakousko se stalo silným investorem v zemích střední a východní Evropy, zejména v bankovním sektoru, který v období privatizací představoval významný prostor pro jednoduchou expanzi s potenciálně vysokou výnosností. Rakousku se díky této expanzi podařilo smazat nepoměr zásoby zahraničních investic a vyrovnat svou pozici na úroveň ostatních západních zemí. Je pravděpodobné, že investiční pozice ostatních zemí byla vlivem otevření trhů ve střední a východní Evropě významně posíleny a tím udržely poměr zásoby příchozích k zásobě odchozí PZI pod hodnotou.

Současný poměr v zemích střední a východní Evropy je však na úrovni Rakouska z roku 1990 pouze v Maďarsku a Slovinsku. V ČR a v Polsku je stále více než dvakrát a na Slovensku více než pětkrát vyšší než byl v Rakousku právě při otevření východních trhů. Vzhledem ke komplikované ekonomické a politické situaci ve východnějších částech Evropy a na Balkáně pak není patrné, jaká destinace by pro ČR mohla sehrát podobnou roli, jakou tyto země SVE hrály zejména pro Rakousko. Vzhledem k tomu, že investiční příležitosti ve vyspělých zemích jsou saturovány a k tomu, že vzdálenost v toku investic hraje překvapivě podobnou roli skrze princip gravitace jako u obchodních toků,<sup>4,5,6</sup> perspektiva vyrovnání zásob příchozích a odchozích PZI přirozenými tržními procesy se při nezměněné ekonomické a politické situaci ve východní Evropě jeví jako vysoce nepravděpodobná.

Graf 11 – Poměr zásoby vstupních a výstupních přímých zahraničních investic ve vybraných státech západní Evropy (klouzávy průměr)



Zdroj: OECD, výpočet. Pozn.: Do roku 2012 byla použita statistika měření FDI dle Benchmark Definition 3th Edition (BMD3). Od roku 2013 byla použita statistika měření FDI dle Benchmark Definition 4th Edition (BMD4).

<sup>4</sup> Anderson, J. E., & Van Wincoop, E. (2003). Gravity with gravitas: a solution to the border puzzle. *the american economic review*, 93(1), 170-192.

<sup>5</sup> Anderson, J. E. (2010). "The gravity model". *NBER Working Papers 16 576*. National Bureau of Economic Research.

<sup>6</sup> Blonigen, B. A., & Piger, J. (2014). Determinants of foreign direct investment. *Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'économique*, 47(3), 775-812.

Vysoká míra  
technologického importu  
a koncentrace v PZI  
sektoru

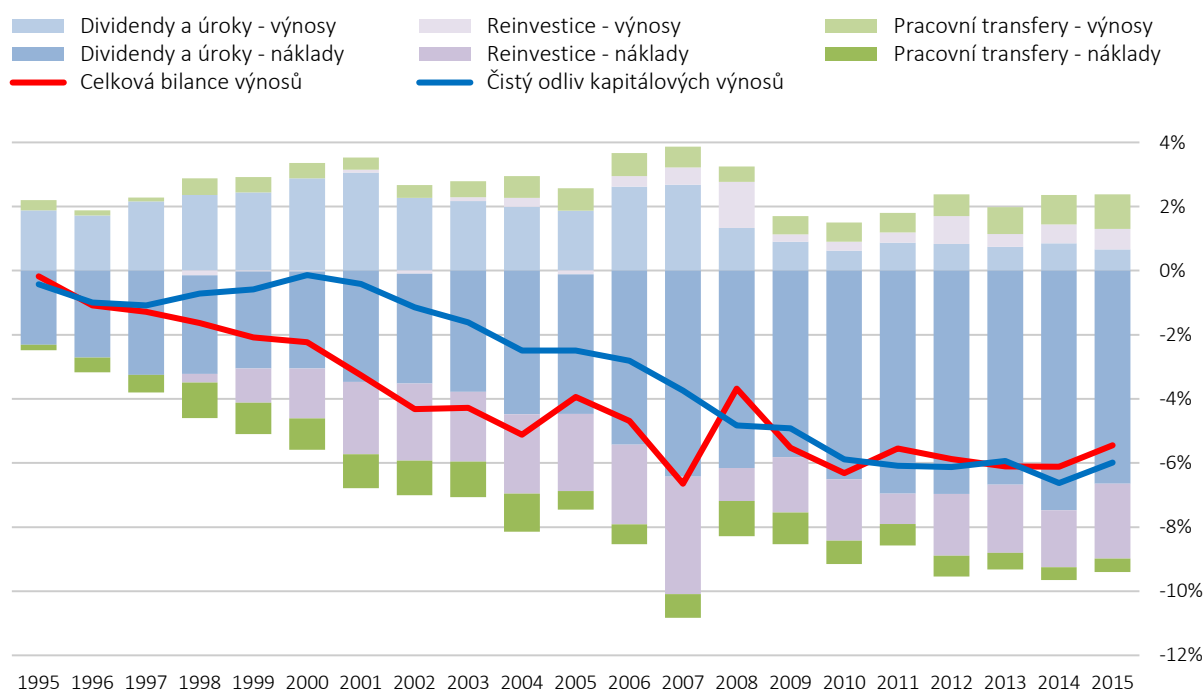
Poměr mezi významem výroby aplikující výzkum a vývoj a původním výzkumem a vývojem na daném území lze odvodit jako přibližný indikátor závislosti na technologickém importu (země produkuje dané zboží či službu, ale nevytváří k němu technologii). Dle výše zmíněných žebříčků by na vysoký technologický a výzkumný import do ČR upozorňoval vysoký poměr mezi relativním umístěním v hodnocení míry vědeckých publikací a zaměstnaností ve vědomostních službách na jedné straně k zaměstnanosti a exportu *high-tech* výrobků. Podobné rozložení inovativního potenciálu naznačuje koncentrovanost inovací v PZI sektorech a jejich slabou propustnost do domácích sektorů.

## 2 Zmapování odlivu výnosů a vyhodnocení jeho přiměřenosti

Stručný popis vývoje  
bilance výnosů

Deficit bilance výnosů k HDP se výrazně a systematicky zvyšuje od poloviny 90. let. Odliv kapitálových výnosů očištěný o reinvestice se pak systematicky zvyšuje zhruba od roku 2000 (viz Graf 12). Česká republika má v současnosti stabilně třetí nejvyšší deficit bilance výnosů v poměru k HDP v celé EU. Pracovní výnosy a pracovní náklady národní ekonomiky ve vztahu k zahraničí jsou na rozdíl od ostatních států regionu relativně vyrovnané, současná míra odlivu výnosů je tedy zejména způsobena čistým odlivem výnosů investičních, nikoli pracovních příjmů.

Graf 12 – Struktura bilance výnosů (1995-2015)



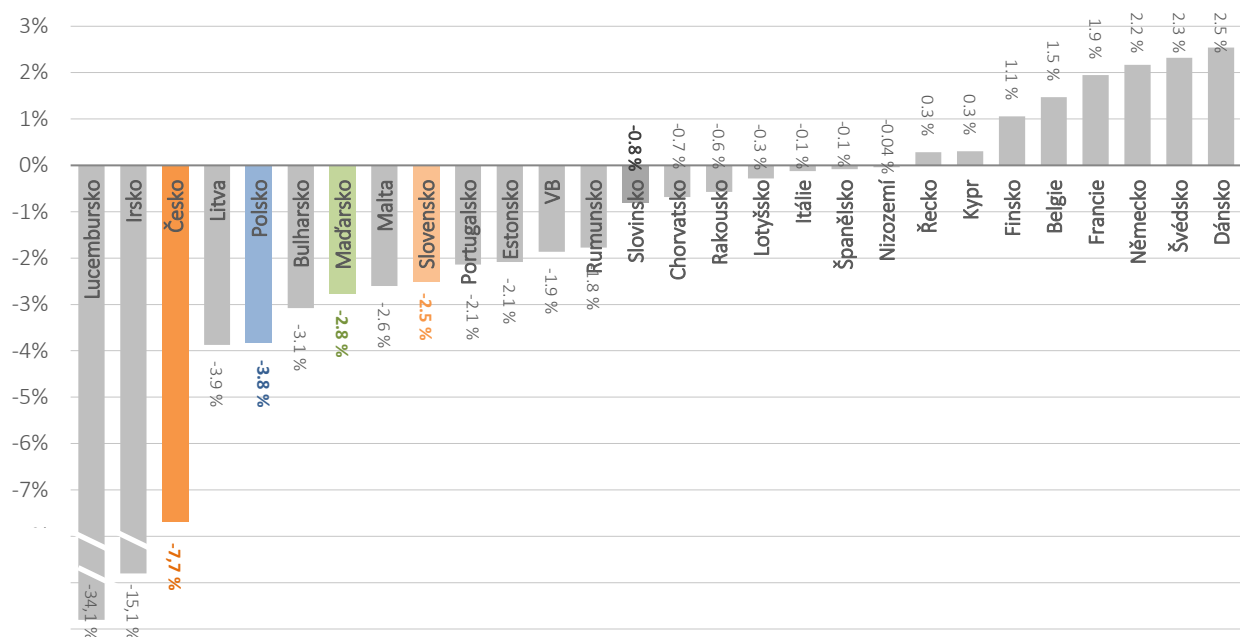
Poznámka: Čistý odliv kapitálových výnosů je saldo kapitálových výnosů (dividendy a úroky) očištěné o reinvestice.  
Zdroj: ČNB.

### 2.1 Porovnání s ostatními členskými státy EU

Třetí nejvyšší deficit  
výnosů v EU bez přímého  
důvodu

Deficit výnosů je v České republice v poměru k HDP třetí nejvyšší v EU za Lucemburskem a Irskem (viz Graf 13), přičemž tyto země se vyznačují specifickou strukturou ekonomiky díky velkému poměru finančního sektoru investičních fondů a vysoké míře zahraničních pracovníků (Lucembursko) resp. nejnižší daňové sazbě korporátní daně v EU a působením jako sídlo nadnárodních korporací pro zbytek Evropy (Irsko). Během krize se deficit výnosů ČR dál zvyšoval.

Graf 13 – Deficity výnosů v porovnání s ostatními státy EU v roce 2015

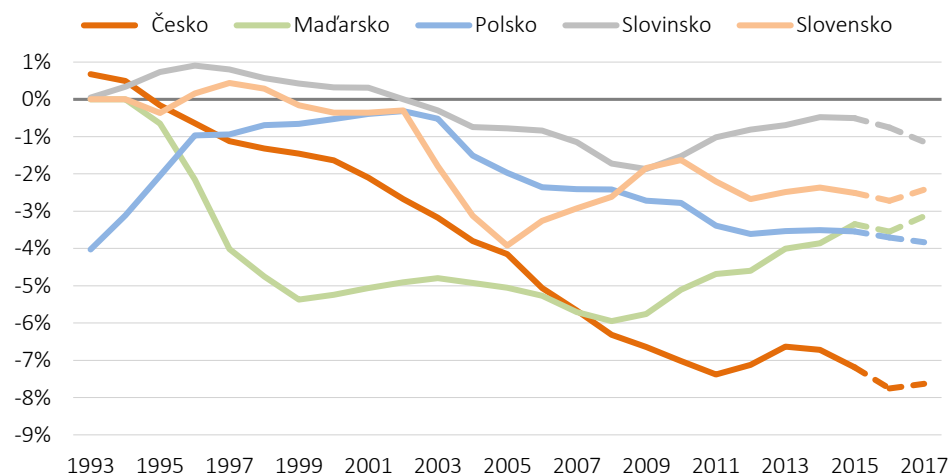


Zdroj: AMECO

Stabilní růst deficitu než u ostatních zemí regionu a pokračující prohlubování

Výraznější deficit bilance výnosů je typickou složkou vývoje zemí střední a východní Evropy uvnitř EU. V rámci nich však v České republice docházelo k rychlejšímu růstu tohoto deficitu. U zemí jako Slovensko, Slovinsko či Polsko se deficit výnosů relativně stabilizovaly (viz Graf 14). Pokud nedojde v případě ČR ke zlepšení dalších indikátorů oproti ostatním zemím (jako je např. HNP či důchod domácností, jejichž výraznější růst by mohl poukázat na přirozenost deficitu výnosů), pak by mělo dojít dlouhodobému snížení, nikoli jen k zastavení růstu tohoto deficitu.

Graf 14 – Vývoj rozdílu mezi HDP a HND ve vybraných zemích



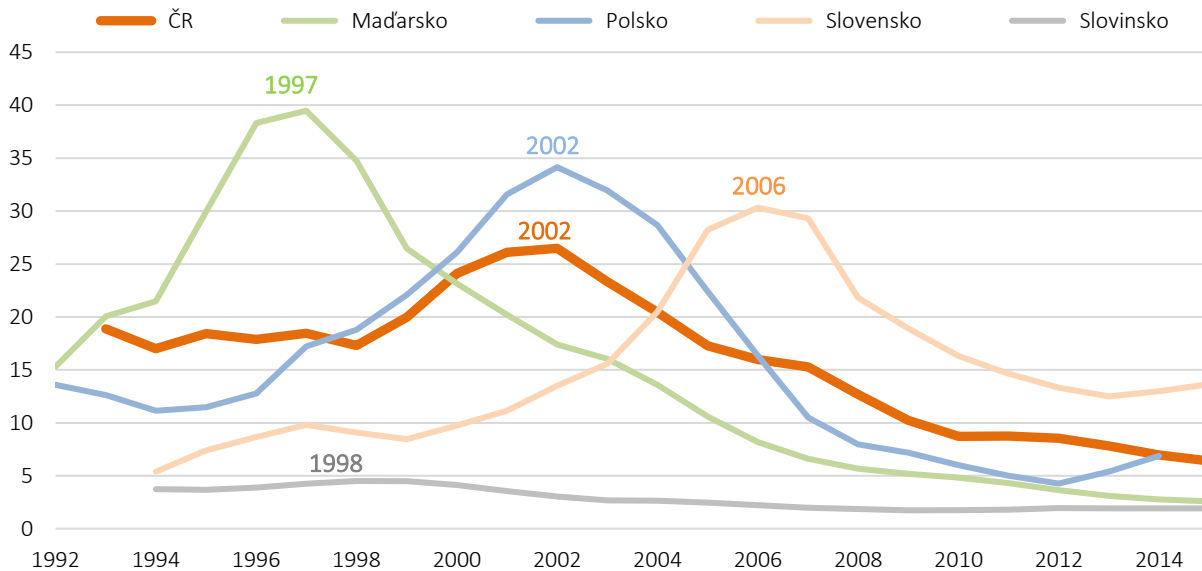
Zdroj: AMECO. Poznámka: roky 2016 a 2017 jsou predikce.

Země střední Evropy si prošly vrcholem přílivu zahraničních investic v různých momentech

Jednou z měr hodnocení postavení jednotlivých ekonomik a zhodnocení stavu jejich vnitřní kapitálové kapacity ve srovnání s vnější atraktivitou je zhodnocení poměru zásoby příchodících přímých zahraničních investic a zásoby tuzemských přímých investic v zahraničí, jak bylo uvedeno v předchozích kapitolách. Díky spíše výjimečnému způsobu privatizace skrze zahraniční investice si Maďarsko

prošlo vrcholem rozvoje přímých zahraničních investic již v roce 1997 (viz Graf 15). Česká republika se spolu s Polskem nacházela v podobném stádiu až v roce 2002, Slovensko pak až v roce 2006 (patrně kvůli fakticky přerušnému trendu vývoje hospodářské transformace na konci 90. let).

Graf 15 – Poměr zásoby vstupních a výstupních přímých zahraničních investic ve střední Evropě (klouzavý průměr)



Zdroj: OECD, UNCTAD. Pozn.: Do roku 2012 byla použita statistika měření FDI dle Benchmark Definition 3th Edition (BMD3). Od roku 2013 byla použita statistika měření FDI dle Benchmark Definition 4th Edition (BMD4).

Odliv dividend a úroků a jejich nižší příliv ze zahraničí

Detailní rozložení deficitu výnosů pak poukazuje na stoupající odliv dividend a úrokových plateb z České republiky. K vysokému deficitu však přispěla i stagnace přílivu výnosů ze zahraničí od roku 2009 (viz Graf 12).

Nedochází k deficitu výnosů z práce, nýbrž ze zisků

Důležitým bodem rovněž je, že transfery zahraničních pracovníků u nás nemají vliv na saldo výnosů (vzájemně dochází vzhledem k jejich podobné úrovni k vyrušení, viz Graf 12). V případě České republiky se tedy jedná prakticky výhradně o deficit investičních výnosů, nikoli pracovních výnosů (jaký je běžný u zemí západní Evropy).

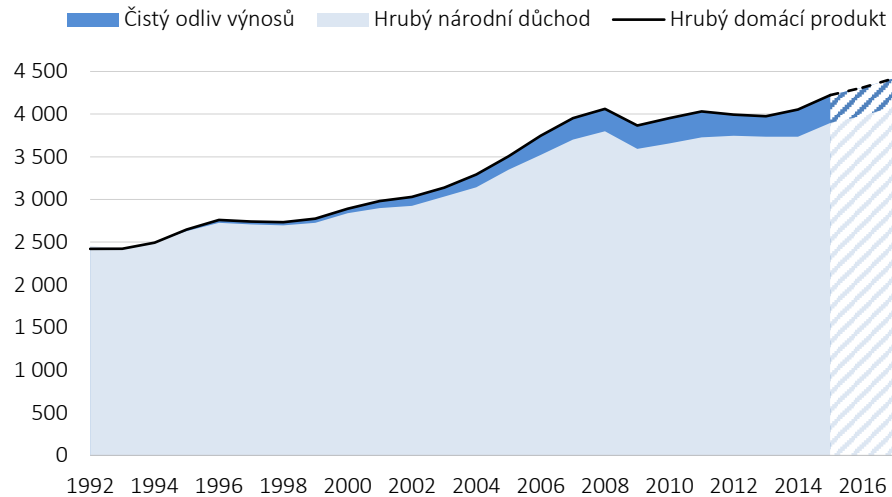
## 2.2 Omezení výpovědní hodnoty růstu hrubého domácího produktu jako míry reálného zvýšení blahobytu v ČR

Nutnost hledání produkce s vyšší přidanou hodnotou pro zajištění vyšší úrovně reinvestic

Zejména na úrovni příjmu domácností údaje o růstu HDP mají tedy omezenou vypovídající hodnotu o vývoji životní úrovně. HNP bylo jen v roce 2013 o zhruba 8 % nižší než HDP, čímž národní ekonomika de facto přišla o užitek zhruba dvanáctiny svého výkonu (viz Graf 16).



**Graf 16 – Hrubý domácí produkt a transfery výnosů v miliardách korun roku 2010**

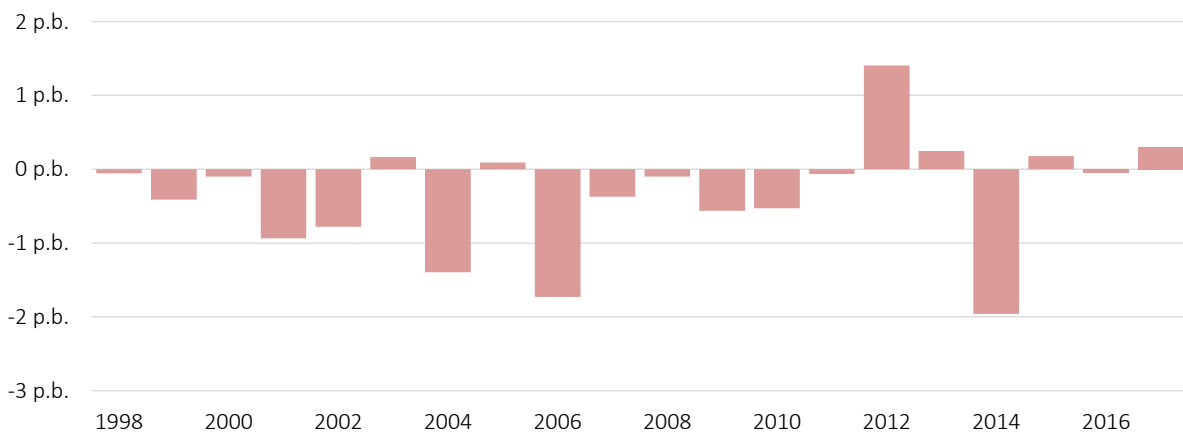


Zdroj: AMECO (data za 2016 a 2017 jsou predikce).

Jeden z faktorů stagnujících příjmů domácností a omezená výpovědní hodnoty růstu HDP o příjmu české ekonomiky

Kvůli tomuto výraznému rozdílu se tak růst české ekonomiky plně nepromítá do příjmu české ekonomiky a je jedním z průvodních jevů nekonvergujících mezd a obecně příjmů českých domácností oproti sousedům a zbytku EU. Dalším aspektem vysokého deficitu bilance výnosů je pak klesající výpovědní hodnota hrubého domácího produktu jako takového (viz Graf 17) jsou na pravé škále ilustrována zkreslení národního důchodu oproti HDP. Ač v jednotlivých letech není často statisticky významný, ve své kumulativní hodnotě ve dvou až třech letech již ano.

**Graf 17 – Rozdíly v růstu HDP a HND od roku 1998 a tříletý trend růstu obou veličin**



Zdroj: AMECO. Poznámka: data pro roky 2016 a 2017 jsou predikce.

### 2.3 Analýza úměrnosti odlivu výnosů

Nutnost zvážit úměrnost odlivu výnosů na základě dalších parametrů

Při pohledu na jednoduché regionální srovnání lze dojít k zavádějícím závěrům o míře odlivu výnosů v případě, že další indikátory (zásoba zahraničních investic, růst, pozice v investičním cyklu, indikátory konkurenčního prostředí) ovlivňují celkový výnos bez negativního dopadu na dlouhodobý výkon ekonomiky.

Oblast míry odlivu či míry výnosnosti zahraničních investic z makroekonomického hlediska není v literatuře dostatečně rozvinuta

Literatura zabývající se úměrností či odvozením míry odlivu výnosů v současné debatě post-transformačního rozvoje zásadně chybí. Oproti tomu literatura zabývající se determinanty celkového přílivu zahraničních investic<sup>7</sup> i v post-transformačním kontextu<sup>8</sup> či národních investic v zahraničí<sup>9</sup> je v současné i historické ekonomické literatuře významně zastoupená.

Míra odlivu či výnosnosti není významně ovlivněna růstem ekonomiky a teoreticky odvozené důvody

Mezi intuitivní vysvětlení vyššího poměru odlivu k celkové zásobě však jednoznačně patří dynamika ekonomického výkonu. Analýza jejího vlivu (viz Přílohy) však ukazuje, že výkon ekonomiky vyjádřený přírůstkem HDP je korelován slabě negativně a jen v několika specifikacích nevýznamně nebo slabě pozitivně. Z tohoto vztahu lze vyhodnotit růst ekonomiky jako slabý determinant odlivu výnosů. Patrně je tento fakt dán protichůdnými dynamikami, kdy slabší růst může vést k větší míře odlivu jako příprava na stáhnutí se z trhu, zatímco stejně tak slabší růst může vést k menší úspěšnosti aktivit (zvláště v síťových sektorech, které jsou přímo vázány na poptávku v dané zemi) a tím i k menšímu odlivu výnosů.

Hypotéza lineárního vztahu odlivu na základě vývoje PZI v minulosti a růstu HDP

Vyjádření modelu celkového odlivu, který závisí jednak na celkové zásobě PZI, popř. jeho bezprostředních přítocích a jednak na růstovém potenciálu podobného odlivu je pro každou specifickou zemi možné vyjádřit poněkud komplexně za pomoci nestandardních modelových operátorů pro takto jednoduchý vztah:

$$(1) \quad \text{odliv}_t = \alpha + \beta_1 \left( \prod_{i=0}^{\tau} \frac{Y_{t-\tau} + \Delta Y_{t-i}}{Y_{t-\tau}} \right) + \beta_2 \text{PZI}_{\text{zásoba}_{t-\tau}} + \beta_3 \left( \sum_{i=1}^{\tau} \frac{\kappa}{i} \text{PZI}_{\text{přliv}_{t-i}} \right) + \varepsilon_t$$

Kde  $\tau$  je časová vzdálenost od nejsilnější korelace zásoby PZI s celkovými výnosy (střední délka investičního cyklu),  $Y$  výkon ekonomiky (v rovnici je zahrnut pouze pro relevantní období),  $\kappa$  koeficient ponížení významu posledních přílivů (vzhledem k délce investičního cyklu lze očekávat menší návratnost nových investic a zároveň vyšší podíl reinvestice dle literatury).<sup>10</sup>

<sup>7</sup> Bénassy-Quéré, A., Coupet, M., & Mayer, T. (2007). Institutional determinants of foreign direct investment. *The World Economy*, 30(5), 764-782.

<sup>8</sup> Bevan, A. A., & Estrin, S. (2004). The determinants of foreign direct investment into European transition economies. *Journal of comparative economics*, 32(4), 775-787.

<sup>9</sup> Buckley, P. J., Clegg, L. J., Cross, A. R., Liu, X., Voss, H., & Zheng, P. (2007). The determinants of Chinese outward foreign direct investment. *Journal of international business studies*, 38(4), 499-518.

<sup>10</sup> Brada, Josef C., and Vladimír Tomšík. "Foreign investment and perceptions of vulnerability to foreign exchange crises: evidence from transition economies." *Politická ekonomie* 2004.3 (2004): 313-329.

Tento vztah, ve kterém růst má spolu se zásobou a toky PZI identifikovat celkový odliv, se však nepotvrdil z důvodů zanedbatelného koeficientu determinace daného komplexností podobného modelu ve srovnání s objemem dat, na kterých je nutné jej postavit. Z tohoto závěru by mělo vést k hypotéze, že výkon ekonomiky se odráží na poměru odlivu k celkové zásobě, tedy výnosnosti dané investice, který je možné popsat jako:

$$(2) \quad \frac{\text{odliv}_t}{\text{PZI}_{\text{zásoba}_{t-\tau}}} = \alpha + \beta_1 \left( \prod_{i=0}^{\tau} \frac{Y_{t-\tau} + \Delta Y_{t-i}}{Y_{t-\tau}} \right) + \beta_2 \left( \sum_{i=1}^{\tau} \frac{\kappa}{i} \text{PZI}_{\text{přiliv}_{t-i}} \right) + \varepsilon_t$$

Důvodem slabého dopadu růstu na odliv jsou protichůdné dynamiky ovlivňující obě pozitivně míru odlivu

Ač neintuitivně, ani tato hypotéza se významně nepotvrdila. Jedním z možných vysvětlení je relativně nízká provázanost s národní ekonomikou některých zahraničně vlastněných sektorů (zejména výroby), především pak ale dvě protichůdné dynamiky potenciálně ovlivňující odliv výnosů, které byly naznačeny výše: (i) zvýšený potenciál přirozených zisků v době růstu a (ii) tendence vytvářet likvidní výstupy v době ekonomické stagnace pro repatriaci investičních výnosů. Tyto dvě dynamiky se ve výsledku mohou vyrušit a vysvětlují omezený dopad diferenciálu výkonu ekonomiky na míru odlivu či jejího složení.

Za zásadní determinanty odlivu výnosů lze tedy považovat zásobu PZI a pozici v investičním cyklu

Argument relativně dobrého výkonu ekonomiky jako důvod zvýšeného deficitu bilance výnosů se tedy nezdá relevantní. Zásadním determinantem zůstává celková zásoba PZI a pozice v investičním cyklu pro nominální odliv a pozice v investičním cyklu, pro kterou lze vyjádřit jako:

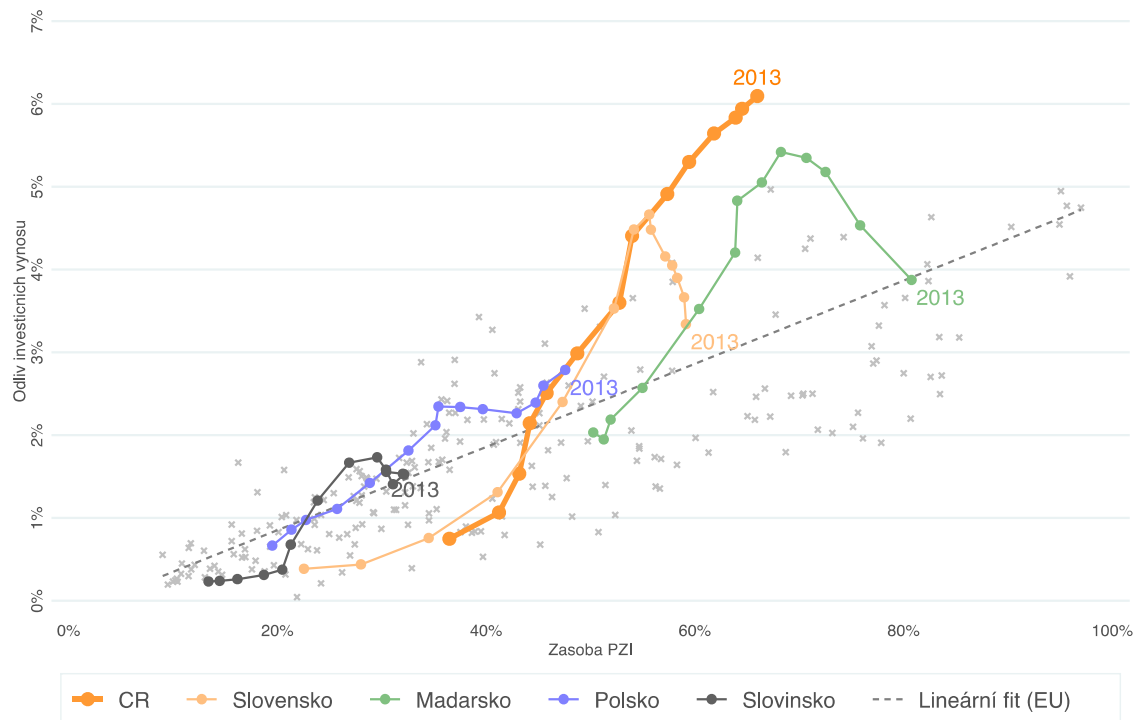
$$(3) \quad \text{odliv}_t = \alpha + \beta_1 \text{PZI}_{\text{zásoba}_{t-\tau}} + \beta_2 \left( \sum_{i=1}^{\tau} \frac{\kappa}{i} \text{PZI}_{\text{přiliv}_{t-i}} \right) + \varepsilon_t$$

Množství dostupných dat bohužel neumožňuje ověřit tento vztah (celá řada zemí nejeví skokové navýšení PZI).

Relativně vyšší hodnoty odlivu výnosů v ČR naznačují existenci potenciálně rizikových institucionálních a strukturálních specifik

Pro grafické zobrazení rovnice a pozice v rámci investičního cyklu lze nastínit situaci ČR oproti ostatním zemím zobrazením vztahu výnosů k celkové zásobě investic. Jestliže Česká republika v rámci těchto modelů vykazuje abnormální výkyv, je pak i odliv způsoben blíže neurčenými proměnnými, pravděpodobně pak celkovým strukturálním nastavením ekonomiky, které jsou odlišné od ostatních zemí, a lze tedy odvodit jejich potenciálně rizikový charakter. Naopak v případě, že ČR zapadá do celkového trendu, nejedná se o odliv excesivní, nýbrž přirozený a pokusy o jeho zajištění mohou mít nekýžené zkreslující dopady na ekonomiku. Následující grafika ukazuje rámec pro komplexní zhodnocení vývoje v rámci investičního prostředí ČR oproti dalším státům V4 a Slovinska.

Graf 18 – Klouzavé průměry vyplacených odlivů výnosů ve vztahu k celkové zásobě zahraničních investic v EU a V4 a Slovinska



Poznámka: Statisticky významné odlehle hodnoty nejsou zahrnuty.  
Zdroj: Eurostat a výpočet.

ČR zatím nekonverguje k dlouhodobému trendu odlivu výnosů

Všechny země vykazují konzistentní vývoj v rámci svého investičního cyklu v souladu s výše zmíněným modelem a dlouhodobý návrat ke středním hodnotám vyspělých ekonomik. ČR naopak zatím k dlouhodobému trendu odlivu výnosů v závislosti na zásobě PZI nekonverguje.

ČR zatím nekonverguje k dlouhodobému trendu odlivu výnosů. Pokud tento scénář nastane, bude relativní odliv vyšší než v ostatních státech V4

Na základě těchto výsledků a v souladu s modelem celkových výnosů jako funkce celkové zásoby a pozice v investičním cyklu lze odvodit dva závěry: ČR je odlišná od ostatních států, nebo zpožděná vzhledem k investičnímu cyklu posledních let (abnormálních ca pět až sedm posledních let). Graf 15 ukazuje, že státy V4 a Slovinska dosahovaly maxima zásoby zahraničních investic v různých letech a maximální odliv výnosů následoval s určitým zpožděním. Ten však nenastal v případě ČR a je tedy vidět strukturální odlišnost od ostatních zemí regionu. Z teoretického a empirického hlediska je však podobný i dočasný nárůst nepřirozený, jak ukazuje následující analýza.

## 2.4 Výsledky regresního lineárního modelu

Výběr proměnných pro regresní model

Na základě regresního testování více 20 makroekonomických proměnných v 80 různých datových specifikacích z 28 zemí EU mezi dostupnými lety 1996 a 2013, byla vybrána skupina proměnných, které byly testovány jako vysvětlující v pěti finálních specifikacích. Ty byly následně podrobeny testu korelace v čase pomocí zpoždění jednoho až pět let. Cílem bylo vybrat proměnné s co nejvyšší statistickou významností, tj. i co nejpřesnějšími výsledky (nejušší konfidenční intervaly) a to napříč jednotlivými specifikacemi. Posléze byla brána v potaz i celková vysvětlující hodnota regresní specifikace (koeficient determinace) a i

teoretická a logická souvztažnost daných proměnných z hlediska klasických ekonomických modelů. Nejvýznamnějšími z hlediska robustnosti modelu a jeho prediktivního charakteru se ukázala celková zásoba PZI zpožděná o tři roky a nominální přírůstek HDP zpožděný o jeden rok.

Metodologie je uvedena v příloze

Specifikace a metodologie celého postupu jsou uvedeny v kapitole přílohy 6.4 Deskriptivní model a kapitole 6.5 Prediktivní model.

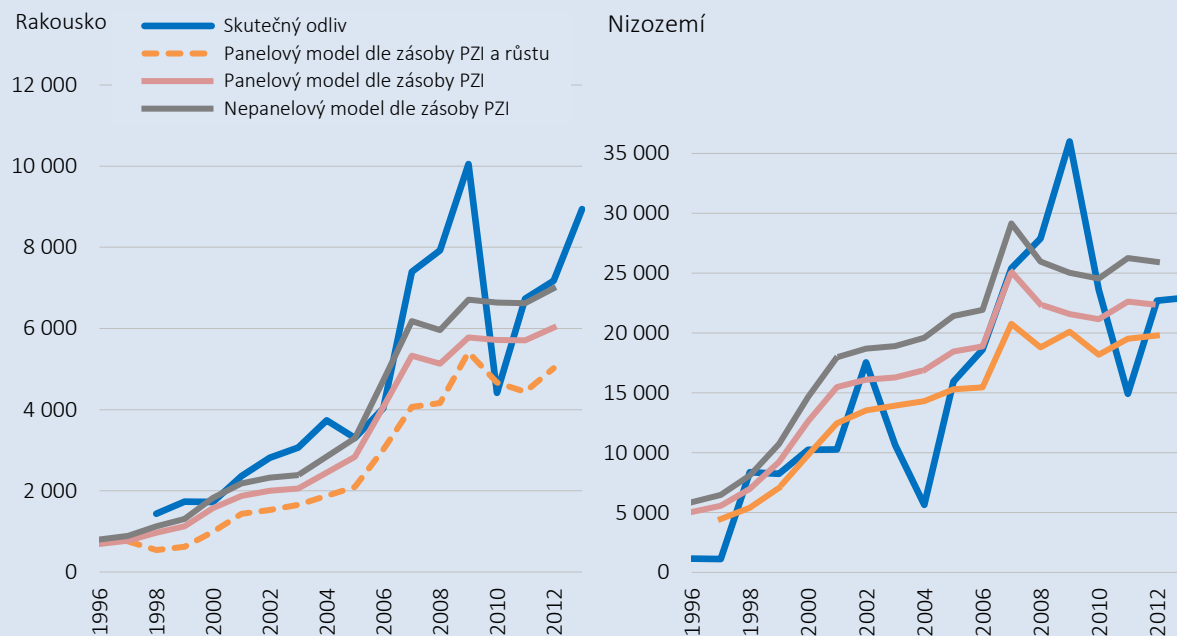
Tři modely pro určení míry odlivu výnosů

Na základě odvozených postupů byly vypracovány tři robustní modely, kterými je možné predikovat míru odlivu výnosů z dané ekonomiky. První byl stanoven analýzou panelových dat a použitím zpožděné zásoby PZI a nominálního přírůstku HDP (panelový model dle zásoby PZI a růstu). Druhý pak panelových dat za použití pouze zpožděné zásoby PZI (panelový model dle zásoby PZI). Třetí byl specifikován jako nepanelový, ve kterém jednotlivá pozorování nevystupovala jako státy a který je tudíž totožný s mírou průměrné výnosnosti dané investice v daném státě.

### Box 2 – Skutečný a předpokládaný odliv v zemích západní Evropy

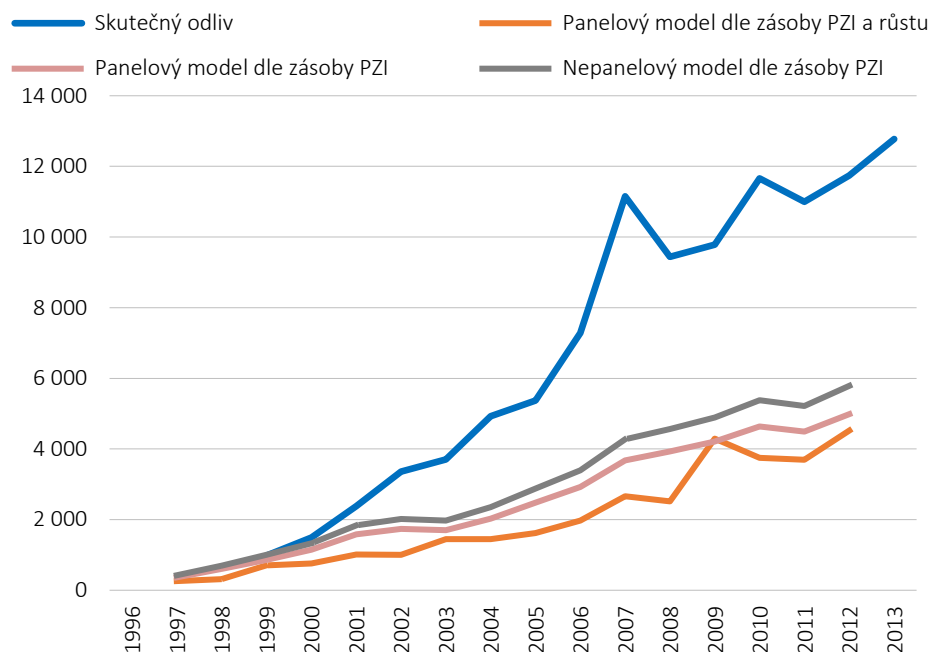
Model vykazuje výrazně vyšší míru předpověditelnosti (a tedy výnosu odpovídajícímu teoretickým a empirickým základům) dané investice zemím starých členských států, viz Graf 19. Pro porovnání bylo vybráno Rakousko a Nizozemí, avšak všechny západoevropské členské státy EU vykazují větší soulad mezi předpokládanými a skutečnými výnosy. ČR se svým vývojem odlivu výnosu výrazně vymyká a je v podstatě odpadlíkem celého modelu a to i v porovnání se státy regionu střední a východní Evropy. I u těch registrujeme vyšší než předpokládaný výnos, avšak nikoli v takové míře jako v ČR (viz Přílohy).

Graf 19 - Skutečný a předpokládaný (modelovaný) odliv z Rakouska a Nizozemí (příklady)



Zdroj: Model, data z Eurostat, UNCTAD, AMECO.

**Graf 20 – Skutečný a předpokládaný (modelovaný) odliv z České republiky**

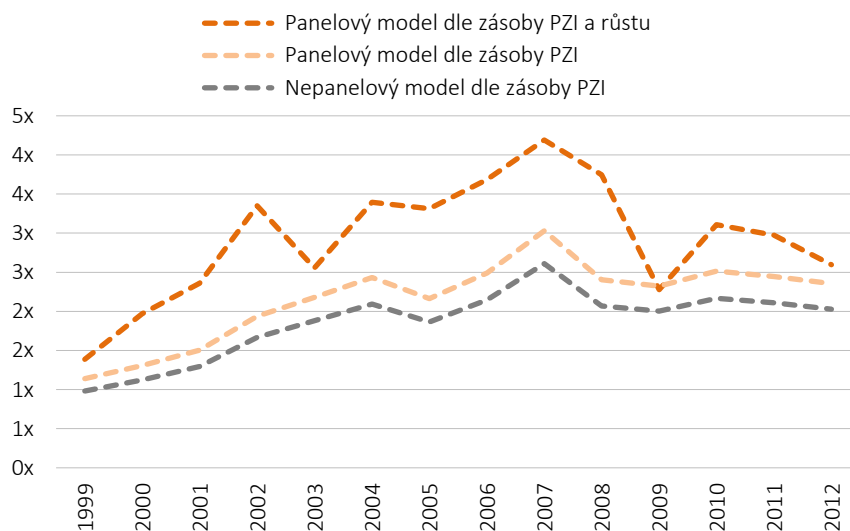


Zdroj: Model, data z Eurostat, UNCTAD, AMECO.

Vyšší odliv výnosů, než by odpovídalo empirickým a teoretickým předpokladům

Tento model byl aplikován na ČR a je zobrazen v předchozím grafu. Z tohoto porovnání je patrné, že ČR vykazuje systematicky vyšší než předpokládaný odliv výnosů. Poměr, o jaký lze považovat český výnos za neúměrný postupně roste a i v nejkonzervativnější variantě posledních kolísá mezi hodnotami 2 a 2,5 v posledních deseti letech, viz Graf 21. Lze tedy usoudit, že míra výnosů v české ekonomice je dlouhodobě zhruba dvakrát až dvaapůlkrát vyšší, než by odpovídalo empirickým a teoretickým předpokladům odvozeným od evropského průměru.

**Graf 21 – Nepřiměřenost výnosů z ČR oproti předpokladům**



Míra odlivu výnosů v české ekonomice je dlouhodobě zhruba dvakrát až dvaapůlkrát vyšší, než by odpovídalo empirickým a teoretickým předpokladům.

Aktuálně dostupné informace naznačují, že je relativně vyšší míra odlivu výnosů z ČR způsobena strukturálními parametry české ekonomiky

Pro celkový závěr o úměrnosti je nutné se této tématice dále věnovat pro zjištění komplexních determinantů míry odlivu. V současnosti ale dostupná data směřují k závěru, že vyšší míra odlivu je způsobena strukturálními parametry, tedy institucionálním nastavením příjmu zahraničních investic či mírou konkurenčního prostředí v jednotlivých sektorech, nikoli makroekonomickými veličinami a to ani mírou rizikovosti dané země. Pro ověření těchto dílčích závěrů však bude nutné se dále uchýlit k hlubším analýzám.

### 3 Sektorová analýza odlivu výnosů

Pohled na sektory představuje možnost odhalení strukturálních příčin odlivu výnosu

Otázka rozložení přímých zahraničních investic a odlivu výnosů do sektorů je zásadní, protože může vést k odhalení strukturálního původu nadměrného odlivu výnosů v podobě nedostatečné úrovně konkurence mezi jednotlivými firmami v daném odvětví či nevhodně nastaveného systému regulace (pokud se jedná např. o oligopolní či monopolní strukturu).

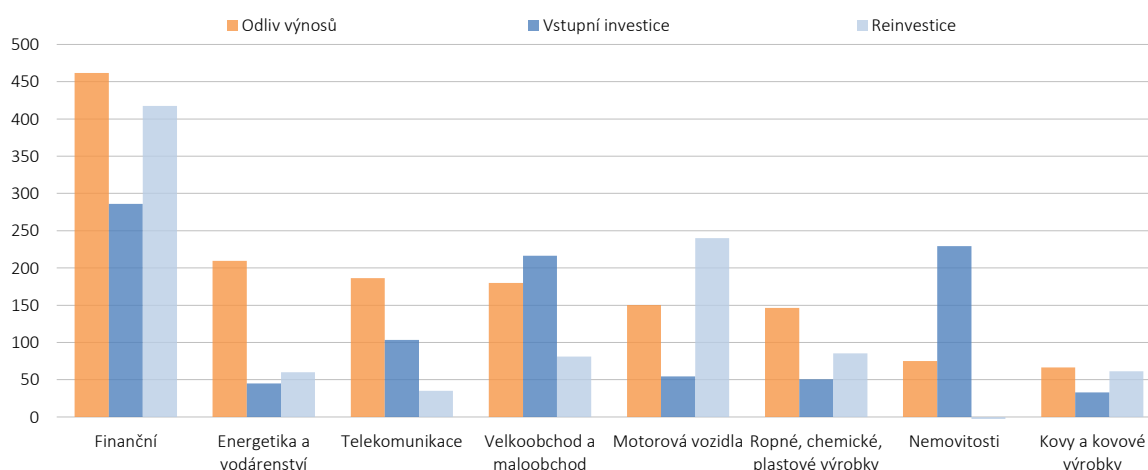
Vyšší odliv výnosů je umožněn mimo jiné vyšší výnosností zahraničních investic v některých sektorech. Nejvyšších výnosů trvale dosahují společnosti v energetice a rozvodu plynu a vody, které v roce 2013 dosáhly průměrného zisku téměř 39 %; v předkrizových letech výnosnost přesahovala dokonce 40 %. Vysokých hodnot dosahují další sektory, jako je ropná, chemická, pryžová a plastová výroba, automobilový průmysl, ale také potravinářský a tabákový průmysl nebo finanční služby. Trvalý růst výnosnosti, odpovídající postupným fázím investičního cyklu, lze vidět v odvětví výroby strojů a zařízení nebo v sektoru telekomunikací.

Nutnost chápat sektorová data v kontextu

Tento způsob rozdělení dle sektorů může vést k příliš zjednodušujícím závěrům, proto je nutné brát podobné rozložení dle sektorů v kontextu. Je nutné vzít především v úvahu, že při celkovém hodnocení sektorů se nejedná o hodnocení jednotlivých podniků, které v daných odvětvích působí, ale sektoru jako celku s výraznými odchylkami na podnikové úrovni.

Následující graf zachycuje osm sektorů vykazujících největší objem odlivu výnosů z ČR od roku 2000. Ostatní odvětví vzhledem k nízkému podílu na celkových výnosových odlivech nebyly pro zachování přehlednosti do analýzy zahrnuty.

Graf 22 – Struktura PZI a výnosů dle sektorů v miliardách k roku 2014, ve stálých cenách



Zdroj: ČNB. Poznámka: Odvětví nemovitostí vykázalo dezinvestici reinvestic (tedy negativní objem reinvestic).

První tři odvětví vykazující největší odliv jsou finanční služby, telekomunikace a energetika

Dle statistik ČNB se na prvních třech pozicích v celkovém odlivu výnosů od roku 2000 (předtím byly odlivy vzhledem k počáteční fázi investičního cyklu zanedbatelné) umísťují odvětví (i) finančních a pojišťovacích činností (dále jen finanční služby), (ii) informačních a telekomunikačních činností (dále jen IT a



telekomunikace) a (iii) výroby a rozvodu elektřiny, plynu, tepla a vody (dále jen energetika).<sup>11</sup>

Omezenost pohledu pouze na celkový objem výnosů nezávisle na dalších proměnných

Přestože má finanční sektor největší podíl na celkových investicích, je zároveň největším původním investorem i reinvestorem a pro zhodnocení relativní úrovně a tedy přiměřenosti odlivu výnosů v daném sektoru oproti ostatním sektorům je proto třeba zohlednit jiné porovnání (viz kapitola 3.1 Analýza reinvestic a 3.2 Analýza celkového odlivu). Pro zjištění úměrnosti odlivu v daných sektorech je možné použít stejnou metodologii jako v případě komparace měř celkových států EU (viz kapitola 2.3. Analýza úměrnosti odlivu výnosů).

Problematika nízké kupní síly v sektorech s vysokou mírou domácí spotřeby

Sektorové rozložení rovněž může odkazovat spíše na problematiku snížené kupní síly v případě, že míra významného odlivu výnosů se nachází v sektorech se silnou domácí spotřebou. Hlubší prostor pro zachycení zdrojů možných nadměrných výnosů představuje následující tabulka:

Tabulka 1 – Vývoj průměrné výnosnosti přímých zahraničních investic v sektorech s přístupnými daty

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Ø
Výroba a rozvod elektřiny, plynu a vody	8	7	10	11	10	9	21	45	41	39	17	22	16	39	21%
Celkem ropa, chemické, pryžové a plastové výrobky	19	11	12	17	18	18	17	19	18	16	28	29	32	36	21%
Výroba dvoustopých motorových vozidel	11	10	13	8	15	16	31	32	19	11	27	33	23	20	19%
Průmysl potravinářský a tabákový	13	16	15	18	19	18	17	19	15	18	26	25	16	14	18%
Zpracovatelský průmysl	12	11	12	12	14	12	18	21	12	9	19	19	19	19	15%
Stavebnictví	4	9	12	14	15	7	15	11	13	16	19	16	21	24	14%
Peněžnictví a pojišťovnictví	5	9	12	10	11	13	13	14	14	18	18	18	17	11	13%
Kovy, kovodělné výrobky	9	12	8	15	19	16	16	23	13	0	10	7	10	14	12%
Dřevozpracující průmysl, papírenství, vydavatelství a tisk	11	9	13	14	15	11	10	16	14	11	13	8	11	12	12%
Výroba strojů a zařízení	10	11	17	4	5	1	14	16	7	10	17	16	19	17	12%
Telekomunikace	-2	1	1	4	2	6	7	11	14	14	18	14	13	10	8%
Služby celkem	4	6	7	7	8	8	8	10	5	11	11	9	8	8	8%
Obchod a opravy	1	7	7	4	8	7	7	15	10	8	9	5	4	4	7%
Textilní a oděvní průmysl	2	1	5	9	5	1	1	6	4	10	15	9	13	10	7%
Výroba ostatních dopravních zařízení	-45	1	-4	16	15	8	9	5	-27	45	20	12	10	15	6%
Činnosti v oblasti nemovitostí	0	2	2	0	1	4	5	2	-11	-2	4	0	1	3	1%
Pohostinství a ubytování	7	8	6	3	11	9	8	8	-12	-14	-9	-9	2	-11	1%
<b>Celkem</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>11%</b>	<b>9%</b>	<b>12%</b>	<b>16%</b>	<b>10%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>13%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>

Zdroj: ČNB; vlastní výpočet. Pozn. Šedá čísla jsou odvozené predikce.

<sup>11</sup> Přesné názvy dle metodiky NACE rev. 2 nesou označení NACE 64-66 Finanční a pojišťovací činnosti, NACE 58-63 Informační a telekomunikační činnosti a NACE 35 Výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu a NACE 36-39 Úprava a rozvod vody, kanalizace, sběr a úprava odpadů.

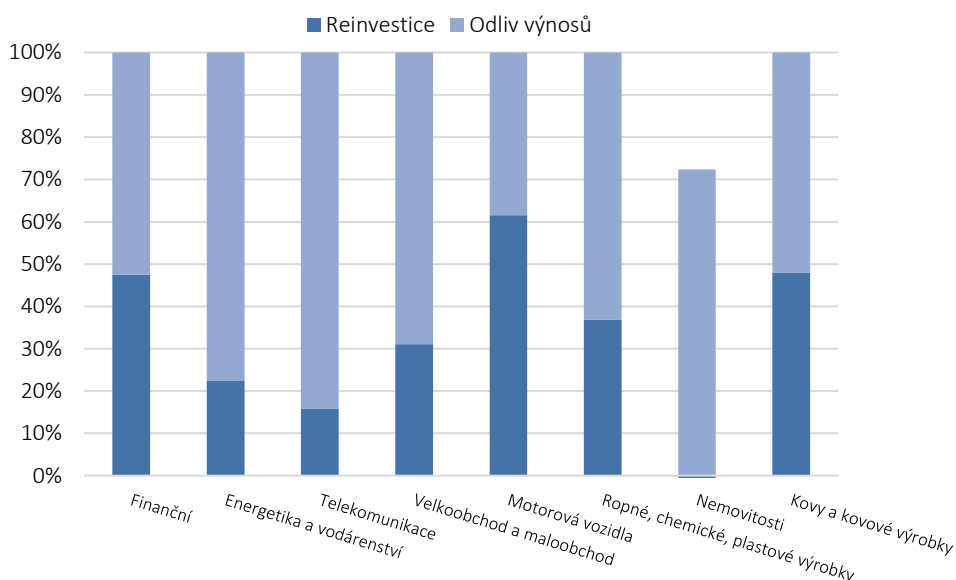
### 3.1 Analýza reinvestic

Otázku, zda daný sektor reinvestoval více či méně, je vhodnější zodpovědět využitím poměru reinvestic ke kumulovanému odlivu investičních výnosů, neboť tento ukazatel vypovídá o rozdělení výnosů zahraničních investorů na částku, která byla reinvestována v ČR a na částku, která byla odvedena ve prospěch akcionářů. Tento ukazatel tedy vypovídá nikoliv o absolutní výši reinvestic, která se může lišit dle hospodářských výsledků firem v daném odvětví, ale o relativní výši reinvestic vůči objemu vyvedených zisků. Jinými slovy ukazatel popisuje, jakou část svého zisku zahraniční investoři reinvestovali v ČR, bez ohledu na jeho výši.

Při zkoumání poměru částek, které firmy investovaly a které odvedly mimo ČR (tj. poslali zahraničním investorům), je možné zaznamenat značné rozdíly. Mezi odvětví, která reinvestovala nejmenší část svých zisků relativně k vyplaceným výnosům, patří sektor telekomunikačních činností (pouze 16 % z celkových výnosů), který je následován sektorem velkoobchodu, maloobchodu a oprav motorových vozidel (27 %). Naopak mezi sektory s největší mírou reinvestic patří odvětví motorových vozidel (61 %) a sektor kovů a kovových výrobků (62 %).

V sektoru telekomunikací a energetiky byly reinvestice v poměru k celkovému odlivu minimální. Pouze 16 % resp. 32 % výše celkových zisků byly použity k dalšímu rozvoji, což napovídá, že byl český trh velice rychle saturován a nebylo třeba pravidelně rozšiřovat či obnovovat telekomunikační sítě. Svoji roli mohl sehrát i omezený počet hráčů a tím nedostatečné konkurenční prostředí v daných sektorech.

**Graf 23 – Poměr reinvestic ke kumulovanému odlivu investičních výnosů od roku 2000 do roku 2014 dle sektorů v korunách roku 2013**



Poznámka: Sektor nemovitostí vykazoval negativní míru reinvestic.  
Zdroj: ČNB.

### 3.2 Analýza celkového odlivu

Data zobrazují nerovnoměrný odliv výnosů mezi jednotlivými sektory. Zatímco některým investorům se již vstupní investice vrátila v ziscích více než dvaapůlkrát (např. sektor energetiky a vodárenství), v jiných sektorech, zejména v činnostech v oblasti nemovitostí investoři na navrácení investovaných prostředků stále

čekají, neboť podíl odlivu výnosů na počáteční přímé investici je velice nízký (28 %). Tato v relativním měřítku nízká hodnota odlivu výnosů také znamená, že investoři v tomto odvětví dosahují zatím spíše nižších zisků, o čemž by svědčila také nízká míra reinvestic.

Sektor nemovitostí zároveň vykazuje v posledních deseti letech zvláštní vývoj, kdy investoři dosahují jen velmi nízkých či záporných zisků. Zdá se, že v segmentu je nainvestován značný objem zdrojů, u kterých však ještě nenastal výběr zisků, tj. že se patrně dlouhodobě počítá s nárůstem cen. V případě, že k tomuto nárůstu dostatečným způsobem nedojde, může to pro tento segment a obecně pro nemovitostní trh ČR představovat strukturální riziko, které je hodno většího zřetele.

Protože se jedná o čísla v reálných hodnotách, převis nad hodnotou 100 % je čistým výnosem přesahujícím původní vstupní investici. V šesti z osmi sledovaných sektorů, které vykazují největší objem odlivu výnosů ze všech odvětví v ČR, byla již od roku 2000 dosažena návratnost investovaných prostředků (tedy za 12 let).

Největší odliv výnosů vzhledem k původní investici vykazuje sektor výroby a rozvodu elektřiny, plynu, tepla, klimatizovaného vzduchu a vody (279 %) a sektor ropných, chemických, farmaceutických, pryžových a plastových výrobků (216 %).

### 3.3 Teorie monopolů v síťových odvětvích

Nedostatečná konkurence  
ve vybraných odvětvích

Tato kapitola identifikovala odvětví české ekonomiky, která mají největší podíl na nadměrném odlivu výnosů do zahraničí. Vybrané sektory mají společnou charakteristiku v podobě nedostatečné konkurence s tendencí k monopolizaci a vzniku nadměrného ekonomického zisku na úkor spotřebitelů. Vyšší ceny, podinvestování a v případě zahraničního vlastnictví i odliv výnosů mají silně negativní důsledky na spotřebitele i celou ekonomiku.

Přirozené monopoly

Mezi nimi jsou navíc jasně zřetelná tzv. síťová odvětví, která jsou typická vznikem přirozených monopolů. Jedná se o speciální případy, ve kterých může být celá poptávka po daném zboží či službě uspokojena s nejnižšími náklady jednou nebo malým počtem firem. Jedná se o tržní selhání, které vyžaduje státní zásah. Nemusí se přitom objevovat jen v sektorech, které disponují sítí, ale i které disponují vysokými náklady na vstup na trh a tím mají tendenci k monopolizaci či oligopolizaci.

Role hospodářské politiky  
při tržním selhání

Nedostatečně konkurenční sektory působí na ekonomiku extraktivně, čili těží ekonomickou rentu. Proto se zde nabízí role hospodářské politiky státu, jež může pomoci korigovat tržní selhání vyplývající z existence omezené konkurence. Možnými v Evropě běžně užívanými řešeními jsou např. regulace podnikání v daném odvětví, speciální zdanění nebo vlastnictví ze strany samospráv.

## 4 Rizika spojená s nižším přílivem PZI a odlivem výnosů

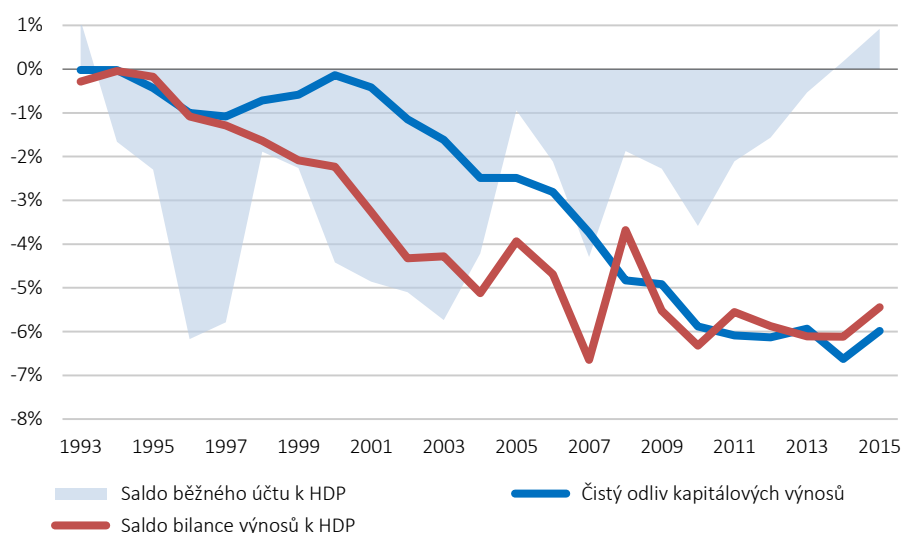
Zvyšující se deficit bilance výnosů není sám o sobě problémem, ale může poukazovat na slabý růstový potenciál

Zvyšující se deficit bilance výnosů není sám o sobě znakem dysfunkční ekonomiky. Je přímým a přirozeným následkem rozvoje zahraničních investic a tedy cenou za kapitál, kterého se v ČR v polovině 90. let nedostávalo. Může dokonce svědčit o výrazném výkonu domácí ekonomiky a jeho schopnosti generovat vysoké zisky. Jestliže však v ekonomice nezůstává odpovídající část jejího produktu a systematicky klesá přísun nových zahraničních zdrojů (jak popisuje Kapitola 1), pak lze hovořit o dlouhodobé nevyváženosti struktury hospodářství potažmo hospodářského modelu a předjímat budoucí stagnaci z důvodů nedostatečných zdrojů pro budoucí růst.

Riziko pro deficit běžného účtu platební bilance a pro stabilitu ČR vůči zahraničí, zvláště po přijetí eura

Odliv podílů na ziscích, dividend či úroků se stává v omezené míře i makroekonomickým problémem, neboť stahuje do deficitu běžný účet platební bilance (který zůstává v jiných aspektech v přebytku zejména díky pozitivní obchodní bilanci), viz Graf 24. Právě deficit běžného účtu platební bilance byl pak jedním ze symptomů krizových zemí v rámci eurozóny, do které je ČR vázaná vstoupit, a představuje i obecné riziko pro finanční stabilitu vůči zahraničí.

**Graf 24 - Vývoj běžného účtu a čistého odlivu kapitálových investičních výnosů k HDP 1995-2014**



Poznámka: Čistý odliv kapitálových výnosů je saldo kapitálových výnosů (dividendy a úroky) očištěné o reinvestice.  
Zdroj: ČNB

Vysoké PZI minulosti na počátku dnešních vysokých transferů výnosů

Pokud by v minulosti nedošlo k tak výraznému rozvoji PZI, dnešní schodek bilance výnosů by byl výrazně nižší. Výnosy ze zahraničních investic by však bez PZI v minulosti nemohly vzniknout a není tedy argumentačně koherentní kritizovat odliv výnosů jako takový. Snížení PZI v budoucnu pravděpodobně povede dlouhodobě i ke snížení deficitu bilance výnosů, avšak při trvalém omezení národních kapitálových zdrojů a potenciálním zachování dlouhodobých problémů s retencí přidané hodnoty v národní ekonomice.

## 4.1 Rizika pro hospodářský model ze zastavení přílivu PZI a odlivu investic

Riziko snížení aktivit zahraničních investorů se týká financování, inovací a poklesu poptávky po absolventech učilišť

Tato podkapitola si klade za cíl poukázat na rizika, která mohou vyvstat jako důsledek relativního oslabení investičních aktivit zahraničních investorů v odvětvích s velkou koncentrací zahraničního kapitálu. Níže naznačená rizika se týkají dostupnosti zdrojů financování reálné ekonomiky, transferu technologií a inovačního potenciálu ČR a také změn v poptávce po absolventech středních odborných škol a učilišť. Jedním z možných opatření, které by mohlo přispět ke zmírnění těchto rizik, je posílení výzkumné, vzdělávací a finanční spolupráce mezi univerzitami, středními odbornými školami a učilišti a soukromým sektorem.

### 4.1.1 Malá financovatelnost domácí ekonomiky jako riziko snížení váhy zahraničních investic

Ekonomika ČR je mírně dualizovaná, domácí MSP mají obtížnější přístup k finančním zdrojům

Relativní pokles investičních aktivit velkých zahraničních korporací formou snížení investic do základního kapitálu, reinvestic, vnitropodnikových úvěrů či snížením čerpání úvěrů od místních bank může představovat riziko pro rozvoj české ekonomiky. Příčinou je zejména skutečnost, že malé a střední podniky mají relativně obtížnější přístup k bankovním úvěrům, v ČR nejsou vhodné podmínky pro private equity a venture kapitálové financování a samotné MSP nemají vůči tomuto způsobu financování dostatečnou důvěru.

Největší koncentrace FDI je v sektorech finančních a pojišťovacích činností, výroby motorových vozidel a činností v oblasti nemovitostí

Zahraniční investoři jsou pro výkonnost české ekonomiky nadále zásadní. Stav přímých zahraničních investic v ČR ke konci roku 2012 dosáhl 2,6 bilionu Kč. Odvětvová struktura přitom zůstává oproti minulým rokům stabilní. Největší zahraniční investoři v ČR co do objemu investic se koncentrují v odvětví finančních a pojišťovacích činností (21,7 % celkového objemu investic), dále v odvětví výroby motorových vozidel (9,8 %) a činností v oblasti nemovitostí (8,2 %).<sup>12</sup>

Distribuce přidané hodnoty a zaměstnanosti mezi velké podniky a MSP v ČR odpovídá situaci v EU

V ČR působí cca 1 milion podniků, z nichž 99,8% pak tvoří malé a střední podniky do 250 zaměstnanců (k roku 2012), které zaměstnávají asi 68,5% pracovní síly ČR. Největší podíl představují mikro firmy (95,5% ze všech malých a středních podniků). Tyto hodnoty však zásadním způsobem nevybočují z průměru EU, zejména pokud jde o podíl MSP na celkovém počtu podniků, zaměstnanost v MSP a velkých firmách či přidanou hodnotu produkovanou MSP (54,9 % v ČR vs. 57,6 % v EU).<sup>13</sup>

Podíl velkých firem a MSP na přidané hodnotě je srovnatelný, avšak dostupnost financí pro MSP je horší

Tento poslední údaj naznačuje, že podíl MSP a velkých podniků (tedy těch převážně pod zahraniční kontrolou) na přidané hodnotě je srovnatelný (54,9 % vs. 45,1 %) a změny v aktivitě obou z těchto segmentů mohou mít na ekonomiku ČR značný vliv, resp. omezení aktivity velkých podniků pod zahraniční kontrolou by si vyžadovalo proporční zvýšení aktivity MSP. Situace MSP týkající se dostupnosti zdrojů financování však není příliš pozitivní.

<sup>12</sup> Přímé zahraniční investice za rok 2012. Sekce měnová a statistiky. Odbor platební bilance. ČNB, 2014.

<sup>13</sup> European Commission. Enterprise and Industry. 2013 SBA Fact Sheet. Czech Republic.

Podíl velkých firem a MSP na přidané hodnotě je srovnatelný, avšak dostupnost financí pro MSP je horší

Pokud jde o bankovní financování, porovnáme-li objem nových podnikových úvěrů pro MSP na celkových podnikových úvěrech v roce 2007 s rokem 2012, došlo zde k poklesu z 24,4 % na 17,2 %, což je nejnižší podíl mezi lety 2007-2012. Kromě MSP úvěrů však nebyl celkový pokles nových podnikových úvěrů tak významný, což může naznačovat pozitivnější trend v případě úvěrů pro velké firmy.<sup>14</sup>

MSP využívají zejména vnitřní zdroje, jsou také méně atraktivní pro banky

Podle průzkumů prováděných v minulých letech má mnoho českých podnikatelů obavy ze zadlužení a neschopnosti své dluhy splácet. Proto nadále spoléhají na své vlastní příjmy. Mezi českými podnikateli panuje také poměrně rozšířené přesvědčení, že vnější kapitál není nutný a rozvíjejí tak své podnikání rychlostí, kterou jim umožňují vlastní zdroje. Velké podniky jsou navíc pro banky atraktivnější, zatímco malé a střední podniky jsou často odmítány především kvůli stále přísnější bankovní regulaci, což je omezující zejména pro start-up firmy. Zatímco úrokové sazby pro velké firmy byly v roce 2012 2,43 %, pro MSP 3,48 %.<sup>15</sup>

Burza cenných papírů je spíše na okraji zájmu českých podnikatelů stejně jako private equity a venture kapitálové fondy

Equity financování (nabídka formou veřejné emise akcií, *private equity* a venture kapitál) je zatím na periferii zájmu podnikatelů v ČR. V provozu jsou dvě burzy cenných papírů s 15 obchodovanými tituly na Pražské burze cenných papírů (2012). Tento způsob financování není v České republice obvyklý, neboť podniky mají obavy z náročnosti a nákladnosti procesu veřejného úpisu akcií. Podobně *private equity* a venture kapitálové investice hrají v ČR marginální úlohu. *Private equity* a *venture kapitálová* asociace v ČR měla 13 členů s kapitálem v objemu 4,47 miliard eur (2012).

Vliv FDI na transfer technologií není popsán jednotně

#### 4.1.2 Riziko omezení transferu technologií pro hospodářský rozvoj

Vliv zahraničních investorů na transfer technologií do zemí střední Evropy není v literatuře popsán jednotně. Je přitom možné předpokládat dva odlišné efekty FDI na technologický rozvoj dané země. Spíše pesimistický pohled naznačuje, že dceřiné společnosti zahraničních korporací operují jako montovny pro výrobu standardizovaných produktů a pasivně přijímají technologie vyvinuté primárně v ekonomikách mateřských společností.<sup>16</sup> Tento pohled však nezohledňuje možné spill-over efekty z dceřiných firem v zahraničním vlastnictví směrem k firmám v hostitelské ekonomice.

Tuzemské firmy dosáhly technologické kapacity umožňující větší míru nezávislosti na zahraničních investorech

Jiné studie tedy naopak argumentují, že export *hi-tech* produktů firem v CEE regionu vyplývá z jejich schopnosti dosáhnout dostatečné organizační kapacity, která jim umožnila absorbovat technologie vyvinuté mimo tuzemskou ekonomiku. Jsou tedy schopné vytvořit takové výrobní strategie, díky nimž jsou

<sup>14</sup> Financing SMEs and Entrepreneurs 2014. Country profiles of SMEs and entrepreneurship financing 2007-2012: Czech Republic, OECD.

<sup>15</sup> Ibid, str. 122.

<sup>16</sup> Nölke, Andreas; Vliegthart, Arjan. Enlarging the Varieties of Capitalism. The Emergence of Dependent Market Economies in East Central Europe. World politics 61, No. 4, October 2009, str. 681-682.

hodnotné a obtížně nahraditelné, což se může promítnout také do posílení autonomie zahraničně vlastněných dceřiných společností.<sup>17</sup>

Transfer technologií mezi zahraničními a domácími firmami je detailně popsán a analyzován

Jiné studie na příkladu automobilového průmyslu ukazují, jakou formu mohou technologické *spill-over* efekty mezi zahraničními a domácími firmami konkrétně nabývat. Na vzorku 37 firem bylo prostřednictvím interview analyzováno, že 45,9 % firem získalo přínos z technologických *spill-over* efektů od firem kontrolovaných ze zahraničí. Mezi nejdůležitější přímé technologické efekty patří např. poskytování výrobních technologií nebo zaškolování managementu domácích firem v *quality managementu*. Zejména se jednalo o případy, kdy si zahraniční firma zvolila domácí firmu jako svého dodavatele a požadovala dosažení určitých standardů kvality a efektivity výroby.<sup>18</sup>

Transfer technologií může mít také nepřímou formu v podobě sdílení informací

Nepřímé technologické *spill-over* efekty zahrnují získávání znalostí prostřednictvím místních návštěv, např. o nových technologiích, organizačních a manažerských metodách, přístupu k novým komponentům nebo transfer technologií prostřednictvím zaměstnanců, kteří měli jako předchozího zaměstnavatele zahraniční firmu.<sup>19</sup>

Nízká absorpční kapacita tuzemských firem může být překážkou pro větší využití technologických *spill-over* efektů

Hodnocení podílu 45,9 % firem, které dokázaly využít technologických přínosů ze strany zahraničních firem, je otevřený diskuzi. Dle autorů studie přispívá k této spíše nízké hodnotě využití technologických *spill-over* efektů nízká absorpční kapacita domácích firem. Tu způsobuje omezená míra spolupráce mezi firmami a univerzitami a veřejnými výzkumnými instituty stejně jako malý podíl firem s vlastní výzkumnou kapacitou.<sup>20</sup>

Pokles inovačních aktivit zahraničních firem by měl negativní dopad také na firmy tuzemské

Jedná se tedy o nevyužitý potenciál, který přítomnost zahraničních firem v průmyslovém sektoru nabízí. V případě poklesu zájmu zahraničních investorů o rozvoj svých výrobních kapacit v ČR lze očekávat také omezení příležitostí pro čerpání technologických poznatků ze strany českých firem bez ohledu na to, zda se jim v současném období podaří zvýšit jejich absorpční kapacitu.

#### 4.1.3 Riziko obtížnějšího uplatnění absolventů učňovských oborů

Středoškolský vzdělávací systém má těžiště v praktických a technických dovednostech

Přítomnost zahraničních investorů má vliv také na pracovní příležitosti absolventů domácích univerzit a učilišť. Středoškolský vzdělávací systém v ČR je charakteristický vysokým podílem studentů středních odborných škol s maturitou a středních odborných učilišť, kteří tvoří dohromady 75 % všech studentů středních škol, což je jeden z největších podílů v zemích OECD.<sup>21</sup> Těžiště středoškolského vzdělávání v praktických technických dovednostech vytváří vhodnou vazbu s potřebami relativně rozvinutého zpracovatelského průmyslu, který je tažen zahraničními firmami především v automobilovém a strojírenském průmyslu.

<sup>17</sup> Allen, Mathew M.C.; Aldred, Maria L. Varieties of Capitalism, governance, and high-tech export performance: A fuzzy-set analysis of the new EU member states. *Employee Relations*, Vol. 33, Issue 4, str. 336, 351.

<sup>18</sup> Pavlínek, Petr; Žížalová, Pavla. Linkages and spillovers in global production networks: firm-level analysis of the Czech automotive industry. *Journal of Economic Geography* (2014), str.19-20.

<sup>19</sup> Ibid.

<sup>20</sup> Ibid, str. 21-22.

<sup>21</sup> Education Policy Outlook: Czech Republic, OECD, str. 8.

Potenciál středních odborných škol a učilišť může být posílen	Některá data však naznačují, že potenciál učňovského vzdělávání není plně využit. Podle OECD se ukazuje, že kvalita výuky a studijní výsledky na učilištích jsou nižší než na středních odborných a obecných školách. Dalším nedostatkem je proměnlivá kvalita výuky, jež má různou úroveň v závislosti na konkrétním oboru a škole, nízká účast firem na zajišťování firemních tréninkových programů a fragmentovaný systém institucionální koordinace se sociálními partnery, kteří nejsou dostatečným způsobem zapojeni do konzultací. <sup>22</sup>
Nedostatečnou koordinaci mezi zástupci zaměstnavatelů a zaměstnanců v otázkách vzdělávání nahrazuje stát	Nedostatečně rozvinutý systém průmyslových vztahů, tedy chybějící koordinace mezi zaměstnanci a zaměstnavateli spolu s absencí zástupců zaměstnanců na řízení firem (jako je tomu např. v Německu) způsobuje, že dominantní úlohu při formování vzdělávacího systému a rozvoji kvalifikací na pracovním trhu sehrává stát. Ten má díky systému investičních pobídek také možnost ovlivnit typ investorů, kteří budou pracovní sílu (absolventy) poptávat a spoluurčuje tím charakter poptávky po konkrétních kvalifikacích či studijních oborech. Stát tedy do určité míry nahrazuje chybějící koordinaci ze strany odborů a asociacemi zaměstnavatelů.
Pro koordinaci mezi firmami a státními institucemi v oblasti vzdělávacích programů existuje prostor	Některé studie naznačují, že koordinace přípravy vzdělávacího systému může vznikat přímo z iniciativy soukromého sektoru v reakci na potřebu posílit systém učňovského vzdělávání, který by odpovídal potřebám zahraničních investorů v automobilovém průmyslu. Na Slovensku např. mezinárodní obchodní komory plnily koordinační roli při jednáních mezi zahraničními automobilkami a státními orgány, jejichž výsledkem bylo vytvoření de-facto celo-odvětvových vzdělávacích programů se zaměřením na znalosti a dovednosti potřebné pro automobilový průmysl. <sup>23</sup>
Přizpůsobení programů vzdělávání jako možné řešení rizika snížení poptávky po absolventech učňovských oborů	Příležitost k opuštění trhu (exit options) hostitelské země však vytváří tlak na vládu, aby se přizpůsobila potřebám TNCs. <sup>24</sup> Pokud se např. objem reinvestic zahraničních investorů sníží a jejich význam bude klesat relativně vůči domácímu sektoru, může se objevit riziko snížení poptávky po pracovní síle s učňovským či středním odborným vzděláním. Taková situace by mohla být řešena buď absorpcí zaměstnanců v domácím sektoru ve stejném odvětví či alternativně přizpůsobením vzdělávacího systému, aby lépe vyhovoval potřebám zaměstnavatelů z odlišných odvětví, než je automobilový či strojírenský průmysl.
Zapojení domácích firem do přípravy vzdělávacích programů	Lze proto uvažovat o rozvinutí koordinace vzdělávacích programů také v sektorech s významným zastoupením domácích firem, aby se zvýšila jistota zaměstnání pro budoucí absolventy středních a vysokých škol v případě, že by došlo k přizpůsobení struktury české ekonomiky v souvislosti s útlumem odvětví s koncentrací firem pod zahraniční kontrolou.

<sup>22</sup> OECD Reviews of Vocational Education and Training. Learning for Jobs, pointers for Policy Developments. Directorate for Education, Education and Training Policy Division, May 2011, str. 29.

<sup>23</sup> Hancké, Bob. Endogenous Coordination. Multinational Companies and the Production of Collective Goods in Central and Eastern Europe. LSE Europe in Question Discussion Paper Series. LEQS Paper No. 41/2011, str. 22.

<sup>24</sup> Bohle, Dorothe; Greskovits, Béla. Neoliberalism, Embedded Neoliberalism and Neocorporatism: Towards Transnational Capitalism in Central Europe. West European Politics. Vol. 30, No. 3, 443 – 466, May 2007, str. 457.



## 5 Analýza opatření

Obsah kapitoly

Tato kapitola diskutuje možnosti přizpůsobení se české hospodářské a průmyslové politiky s cílem vyhnout se rizikům sníženého přílivu PZI a zvýšeného odlivu výnosů, zejména skrze zvýšení přidané hodnoty PZI a míry její absorpce a přizpůsobením hospodářského modelu. Cílem je zvýšení růstového potenciálu na úroveň dostatečnou pro konvergenci s nejvyspělejšími ekonomikami světa.

### 5.1. Nastavení strukturálních ekonomických institucí komplementárním způsobem

Dlouhodobé nastavení hospodářských institucí k většímu využití národních zdrojů

Kromě opatření, která by zvýšila udržení kapitálových zdrojů uvnitř ekonomiky, je možné i dlouhodobé nastavení hospodářských institucí způsobem, který by se dokázal vyrovnat s omezenými novými zdroji ze zahraničí a zároveň dlouhodobě vedl k většímu využití zdrojů vzniklých v české ekonomice. Inspirací z vyspělých západních hospodářských modelů splňujících tato kritéria se zabývá právě tato podkapitola.

Typologizace tržních ekonomik

Patrně nejběžnější typologií rozdělení ekonomik dle jejich zaměření a strukturálního fungování je dle počtu referencí a celkovému vývoji literatury teorie tzv. odrůd tržní ekonomiky, který se zakládá na principu vytváření komplementarit hospodářských institucí.<sup>25</sup>

Institucionální komplementarity

Tato teorie vysvětluje institucionální uspořádání rozvinutých tržních ekonomik. Poukazuje přitom na skutečnost, že je možné rozlišit dva základní modely, jejichž vnitřní organizace vytváří komplementární systém vzájemně se funkčně doplňujících institucí. V případě, že se hospodářský model nestává institucionálně komplementární, mohou se objevit patologie vedoucí k nižšímu růstu.

Liberální a koordinované tržní ekonomiky

Tato typologie nezařazuje veškeré ekonomiky jednoznačně, ale vytváří základní dichotomii mezi dvěma archetypálními modely, jmenovitě mezi tzv. liberálními tržními ekonomikami (LME), zastoupené především Velkou Británií a Irskem a tzv. koordinovanými tržními ekonomikami (CME), reprezentované např. Německem či Rakouskem. Kromě nich existují v mnoha zemích EU smíšené modely, které však nevedou k podobné míře hospodářské efektivity.

Zařazení ČR do modelů tržních ekonomik

Česká republika plně nezapadá do tradičních modelů v rámci institucionální komplementarity. Je spolu s dalšími zeměmi střední a východní Evropy považována za hybridní ekonomiku, popř. za zvláštní model závislé tržní ekonomiky (DME),<sup>26</sup> jejíž fungování zaručuje právě velká otevřenost k PZI a transferu *know-how* a technologií ze zahraničí.

<sup>25</sup> Varieties of Capitalism, in Hall, Peter A.; Soskice, David. 2001 Varieties of Capitalism: The institutional Foundations of Comparative Advantage. New York: Oxford University Press, 2001.

<sup>26</sup> Analýza nepracuje se zavedeným termínem „malá otevřená ekonomika“, neboť na rozdíl např. od Švýcarska či Belgie, které vykazují rovněž vysoký podíl zahraničních investic k HDP, nevykazuje ČR odpovídající hodnoty domácích přímých investic v zahraničí. ČR je tedy malou otevřenou ekonomikou v rámci obchodu, kde dováží a vyváží objemy relativně vysoké v poměru k HDP, pokud jde o zahraniční investice, absence vlastních investic v zahraničí naznačuje vysokou mírou asymetričnosti a určitou mírou závislosti právě na zahraničních zdrojích.

Útlum zahraničních investic může vést k nekomplementárním hospodářským institucím

Útlum přílivu PZI ještě akcentovaný významným odlivem výnosů může právě způsobit dysfunkci současného DME modelu, resp. odkrýt problémy nekomplementárních hospodářských institucí, které byly v minulosti nerelevantní vzhledem ke značným zdrojům zahraničního kapitálu a levným vstupům, popř. byly vytvořeny právě kvůli nim. Instituce DME totiž prezentují institucionální komplementarity jen za podmínek vysokých zahraničních vstupů.

Hybridizace českého ekonomického modelu a trvale nižšího potenciálu růstu

Odeznění významnějších zahraničních vstupů spolu s ustálením současných hospodářských institucí DME (odpovídajících na jiné ekonomické prostředí) může vést k jejich zafixování v nekomplementárním stavu k budoucímu ekonomickému kontextu. To může vést k trvalé hybridizaci české ekonomiky ve stylu ekonomik jižní Evropy a tím pravděpodobně k trvale nižšímu potenciálu růstu.

Riziko trvale nižšího růstu a konec konvergence se zbytkem EU vyvolává nutnost přehodnotit současný model

Ustálení současných hospodářských institucí za současného vymizení zahraničních zdrojů tedy může vést k faktickému konci konvergence se západní Evropou. Jednou z možností vyhnout se této situaci dlouhodobě nekompatibilních hospodářských institucí a tím i nižšího růstu je pokus o zvýšení jejich komplementarity buď novým směrem nebo přizpůsobením některých institucí v souladu s modely, které fungují ve vyspělých ekonomikách.

Západní CME a LME modely jako inspirace, nikoli jako přímý vzor

Podobný pokus by v praxi znamenal faktické zařazení České republiky do škály klasické dichotomie tržních ekonomik (tedy CME nebo LME) a vytváření komplementarit podle jejich příkladu. Přestup z centrálně plánované na tržní ekonomiku s sebou přináší množství dlouhodobých specifíků (zmíněné strukturální charakteristiky) a institucionálních závislostí (*path dependence*), což může vést k trvalým strukturálním rozdílům vyspělých západních (LME a CME) a středo-východoevropských (DME) ekonomik, které je v inspiraci západním modelem institucionálních komplementarit třeba vzít v potaz a nemusí být možné je přímo převzít. Příkladem malého prostoru k přizpůsobení strukturálních charakteristik může být obecně nižší kapitálová vybavenost DME ekonomik, kterou nelze kompenzovat vývojem alternativních hospodářských institucí krátkodobě, ale je nutné jejich vytvoření postupně vytvářet.

Při inspiraci je nutné předjímat budoucí vývoj i v rámci modelů západních zemí

Západní modely komplementárně fungujících ekonomik se nadto potýkají s novými problémy globálního charakteru, které nejsou plně reflektovány v jejich institucích. Inspirace modely CME a LME by tedy měla být zároveň doprovázena předjímáním možných změn v rámci CME a LME modelů.

### Box 3 – Institucionální komplementarity a výkon ekonomiky

Pojem komplementarit je v ekonomické teorii obecně spojován se dvěma druhy vzájemně se doplňujících zboží (např. chléb a máslo), kdy růst ceny jednoho z nich vede k poklesu poptávky po druhém. V případě institucionálních komplementarit se jedná o situaci, kdy přítomnost jedné instituce zvyšuje výnosy či efektivitu jiné. Např. systém specializovaného učňovského vzdělávání by měly doplňovat takové instituce trhu práce, které zajistí, že úzce profilovaný absolvent bude mít jistotu zaměstnání v daném oboru, aby se mu tedy individuálně vyplatilo vstoupit do nejistoty investice do svého specifického vzdělání či vyškolení. Předpokladem může být účast firem na organizaci a zajištění učňovského vzdělávání, aby absolventi získali dovednosti potřebné v konkrétních podnicích a např. také možnost získání dlouhodobějšího pracovního kontraktu, který absolventovi zaručí stabilní pracovní pozici.<sup>27</sup>

Při přejímání zahraniční praxe je nutné brát v potaz zakotvení této praxe v celém hospodářském modelu

Jedním ze zásadních sdělení pohledu skrze teorii hospodářských modelů založených na institucionálních komplementaritách je tedy skutečnost, že jednotlivá reformní opatření měnící hospodářské instituce nesmějí vycházet pouze z tzv. dobré zahraniční praxe (good practice) bez kontextu dalších institucí, které mohou podobnou dobrou praxi v jiných zemích (tedy v jiném institucionálním kontextu) vytvořit nerelevantní. Příkladem je často opakovaná dobrá praxe německého a rakouského duálního vzdělávání, které mají empirický vliv na snížení nezaměstnanosti mladých, v kontextu západních LME by ale mohly vést k opačnému nebo neutrálnímu efektu. V kontextu zemí, které mají k této instituci strukturální inklinaci (učňovské vzdělávání) by však mohly vést k pozitivním dopadům.

Omezení aktivit zahraničních investorů jako riziko pro vznik institucionální nekompatibility české ekonomiky

**5.1.1 Opatření zmírňující rizika nižší komplementarity hospodářských institucí**  
Omezení aktuální silné pozice zahraničních investorů by mohlo způsobit vnitřní „institucionální nekompatibilitu“ české ekonomiky, která nemusí být připravena na tuto hospodářskou změnu reagovat a moci tento výpadek finančních zdrojů, technologií a poptávky po pracovní síle s odpovídající kvalifikací nahradit. Nepřipravenost české ekonomiky na tento ekonomický scénář by mohla vyústit v problémy při definování nové hospodářské politiky ČR a představovat překážku pro samotný hospodářský rozvoj ČR.

Navázání spolupráce mezi firmami, univerzitami a středními odbornými školami a učilišti

Opatření vedoucí ke zvýšení připravenosti české ekonomiky na změny v chování zahraničních investorů a ke zmírnění výše identifikovaných rizik mohou mít mnoho podob. Potenciálně velice účinným opatřením, které by mohlo pomoci přispět ke snížení všech tří zmíněných rizik, je navázání intenzivní spolupráce mezi firmami v jednotlivých odvětvích a univerzitami včetně středních učňovských a odborných škol.

Zapojení domácích firem do přípravy vzdělávacích programů

Spolupráce mezi firmami a univerzitami či učilišti je příležitostí pro spolupráci v oblasti výzkumu a vývoje, implementaci akademických a vědeckovýzkumných poznatků do praktického využití, či uvedení nových výrobků na trhy. Může se jednat o aplikaci poznatků z oblasti procesního řízení, obchodních vztahů, výroby a změn výrobních postupů, inovaci produktů, zkvalitňování služeb atp.

<sup>27</sup> Hall, Peter A.; Soskice, David. Idem, str. 17-18.

Zapojením studentů do stáží se zvyšuje jejich uplatnitelnost na pracovním trhu	Současně by zavedením povinných firemních stáží během vysokoškolského a středního odborného a učňovského studia bylo možné vhodněji připravit studenty na následné zaměstnání, zpřístupnit studentům zkušenosti a znalosti o aktuálních požadavcích v daných oborech/odvětvích a zvýšit tak ochotu firem k zaměstnávání čerstvých absolventů a zajistit jejich dlouhodobou uplatnitelnost na pracovním trhu. <sup>28</sup>
Společné projekty akademické sféry a tuzemských firem může vytvářet atraktivní podmínky pro nové zdroje financování	V posílení vazeb mezi akademickou a firemní sférou lze identifikovat také přínos pro řešení problému nedostatečných finančních zdrojů na financování výzkumných projektů a firemního rozvoje, např. prostřednictvím využití grantových prostředků z veřejného rozpočtu a evropských fondů na financování univerzitního výzkumu, jehož výsledky by byly následně využitelné v konkrétním odvětví, alternativně zvýšením atraktivity společných projektů pro získání bankovních či jiných zdrojů soukromého financování.
<b>5.2 Změny pro posílení konkurence v daných sektorech</b>	
Konkrétní opatření jdoucí nad rámec této studie by měla směřovat k identifikaci problémů ve fungování či vysoké nákladovosti	Jeden z možných závěrů excesivního odlivu ze síťových sektorů může být jejich neodpovídající regulace, potažmo příliš nízká konkurence v jednotlivých sektorech. Je nad rámec této studie doporučovat jednotlivé kroky v této oblasti, avšak je patrné, že opatření směřující k vyšší odpovědnosti za správu sítě, směřování k cílům funkce sítě spíše než na výnos a vyšší konkurence v rámci těchto sektorů by mohly vést ke zmenšení excesivního odlivu výnosů z těchto sektorů.
Přiměřená regulace jako nezbytná část fungující tržní ekonomiky	Zdanění cílené na firmy s dominantním postavením (viz níže) zvýšit cenu zboží či služby pro spotřebitele, případně snížit investice a ohrozit tak údržbu či rozvoj síťové infrastruktury v budoucnosti. Vzhledem k tomu, že přirozený monopol často vzniká v odvětvích, která uspokojují základní potřeby, lze proto předpokládat, že poptávka v těchto odvětvích bude velmi neelastická, čili potenciál pro přenesení dopadu zdanění na spotřebitele může být značný.
Nehledě na zavedení dalších opatření, přiměřená regulace musí hrát svou roli	Dostatečná a přiměřená regulace je nepostradatelnou součástí správy funkčního tržního hospodářství i regulace odvětví s tržními selháními, nehledě na další zavedená opatření. Regulace může spočívat v případě podinvestovanosti sítě např. v povinnosti určitého využití zisku v podobě investiční činnosti či ve striktnějším a transparentnějším nastavení koncových či subdodavatelských cen.
<b>5.3 Sektorová diferenciaci v daňových sazbách</b>	
Sektorová daň má státu umožnit omezit tržní selhání	Jeden z možných nástrojů, které umožňují relativní vyrovnání makroekonomické nerovnováhy a řešících problematiku nedostatečně konkurenčních odvětví s převažujícím zahraničním vlastnictvím, je zavedení vyšší daně v sektorech, které vykazují díky svému strukturálnímu nastavení nižší konkurenční prostředí a vyšší výnosy. Jedná se obecně o daňovou přírážku pro společnosti podnikající v jasně specifikovaném odvětví, nicméně podoby daně se mohou lišit. Jak již bylo vysvětleno výše, monopolní sektory umožňují podnikům zavést vyšší než

<sup>28</sup> Viz. problematika nezaměstnanosti mladých diskutovaná také na úrovni EU. Dlouhodobá nezaměstnanost čerstvých absolventů může mj. zvyšovat riziko trvalého vyloučení z pracovního trhu.

efektivní marže, a tedy těžit z nadměrné ziskovosti. Sektorová daň má státu umožnit toto tržní selhání omezit a v případě zahraničního vlastnictví takových podniků může zadržet neúměrné výnosy v ekonomice, ve které vznikly. Je třeba dodat, že toto nejsou všechny důvody zavádění sektorových daní, které se liší mezi zeměmi i mezi jednotlivými sektory.

**Síťová odvětví** Typickými odvětvími s přirozenými monopoly jsou síťová odvětví – např. rozvod elektřiny, tepla, plynu, vody či telekomunikace. Zavedení sektorové daně může firmám v těchto odvětvích odebrat část nadměrného zisku, zamezit tak pobírání renty a jejímu odlivu mimo ekonomiku původu.

**Daň na energetické společnosti** V případě energetiky jsou nejčastější rolí státu regulace či přímo vlastnictví. Speciální sektorovou daň na energetické společnosti v Evropě zavedlo např. Maďarsko. Firmy působící v energetice musí namísto základní 19 % korporátní daně odvádět 31 % ze svého zisku. Kromě toho v Maďarsku platí daň na síťovou infrastrukturu. V jejím případě se jedná o fixní částku 125 forintů na každý metr telekomunikačních sítí, vodovodů a plynovodů či zdrojů elektrické a tepelné energie. Na Slovensku platí zvláštní daň tzv. regulované společnosti podnikající v odvětvích energetiky, ale i pojišťovnictví nebo poštovních služeb.

**Sektorová daň se častěji využívá v telekomunikacích** Sektorová daň se daleko častěji využívá v oblasti telekomunikací. Kromě zvláštního případu Maďarska, které zdaňuje telefonní hovory a SMS zprávy, uplatňují sektorovou daň např. Francie a Španělsko. V obou případech se jedná především o kompenzaci výpadku příjmů do rozpočtu kvůli omezení reklam ve veřejnoprávním televizním vysílání. Francie zavedla 0,9% daň z příjmů telefonních operátorů, Španělsko uzákonilo tři různé sektorové daně na telefonní společnosti, televizní společnosti a na placené televizní kanály.

**Finanční sektor** Zdanění finančního sektoru s cílem omezit odvody výnosů do mateřských společností může současně i omezit přítomná tržní selhání. Především v reakci na finanční krizi po roce 2008 se rozšířilo speciální zdanění finančních institucí s cílem snížit systémové riziko. Taková daň platí např. v Belgii, Portugalsku nebo Řecku. Progresivní charakter má finanční daň v Německu, Rakousku, Maďarsku, na Slovensku, na Islandu nebo ve Velké Británii.

**Zdanění nežádoucích aktiv** Riziko ve finančním sektoru se snižuje např. i zdaněním nežádoucích aktiv. Německo zavedlo daň z derivátů, Nizozemí uplatňuje dvojnásobnou sazbu na krátkodobé nezajištěné závazky, navíc zvýšenou v případě vysokých odměn managementu. Ve Francii jsou zdaňovaná aktiva vážena podle rizikovosti. Určitou formu takového zdanění má i Portugalsko a Švédsko.

**Daň z finančních transakcí** Často diskutovanou daní je i daň z finančních transakcí, jejímž cílem kromě rozpočtových příjmů je především omezení krátkodobých operací. Daň se může uvalovat na cenné papíry, měnové transakce, bankovní transakce, pojistné nebo v širším smyslu i na převod nemovitostí. Členské země Evropské unie nějakou formu této daně využívají jednotlivě, nicméně se uvažuje nad potřebnou celoevropskou koordinací. Vzhledem k malému počtu finančních operací na českém trhu se jedná o realistické opatření pouze v případě, že by byla jasně daná konsolidace výnosů této daně dle místa vzniku výnosu.

## 5.4 Progresivní zdanění podniků

Princip progresivního zdanění právnických osob

Progresivní podnikovou daň zavedlo sedm členských států EU, mj. Nizozemí, Francie, Litva, Portugalsko a Belgie. Zavedení progresu u daně z příjmů právnických osob (korporátní daně) znamená vytvoření více než jedné daňové sazby, a to takovým způsobem, aby společnosti různé velikosti platily různé procento z jejich příjmů. Cílem progresivního zdanění příjmů právnických osob nemusí být jen udržení finančních prostředků uvnitř ekonomiky. Doprovodnými pozitivními efekty může být relativní zvýhodnění malých a středních podniků a tedy podpora stability a regionální vyrovnanosti celého hospodářství, omezení konkurenčních výhod velkých společností nebo vyšší příjmy do státního rozpočtu. Naopak negativním důsledkem může být případný nižší příliv zahraničních investic.

Progrese podporuje malé a střední podnikání

Plošné zvýšení korporátní daně bez ohledu na sektorovou příslušnost společností nicméně necílí přímo na problematiku odlivu výnosů. Progres by byly postihnuty i firmy bez excesivních zisků a jejich odlivů do zahraničí. Lze je tak považovat za efektivní nástroj pro vyrovnaní ekonomických výhod velkých firem nebo vytvoření stabilní struktury malých a středních podniků, který je navíc využíván v mnoha zemích. Zdanění nadměrného odlivu výnosů do zahraničí je pouze doprovodným efektem.

DPPO v ČR trvale klesá

V České republice existuje jednotná sazba daně z příjmů právnických osob ve výši 19 %. Jedinou výjimku tvoří investiční, podílové a penzijní fondy, kterých se týká pouze 5% sazba. Od zavedení daně z příjmů právnických osob v roce 1993 ve výši 45 % tato sazba trvale klesala. S otevíráním české ekonomiky a růstem možností kapitálu pohybovat se mezi zeměmi svou roli v tomto trendu hrála především nezdravá mezinárodní daňové konkurence.

Progresivní daň z příjmů je v Evropě běžným jevem

Česká republika se řadí mezi země s nižší korporátní daní. Vzhledem k této analýze je však důležité, že patří především mezi ty země, které mají pouze jedinou sazbu. Mnohé země naopak zavedly více úrovní podle velikosti podniku. Belgie zavedla čtyři sazby daně, které se pohybují mezi 24,98 a 33,99 %, dvě sazby jsou zase v Nizozemí. Čtyři sazby v Portugalsku mezi 21 a 29,5 % jsou nadto upraveny pro malé a střední podniky v zemědělství, průmyslu a obchodu, které prvních 15 000 eur zisku daní ještě nižší 17% sazbou. Ve Francii se na malé a střední podniky vztahuje méně než poloviční sazba korporátní daně. Třetinová sazba pro podniky do 10 zaměstnanců platí zase v Litvě, stejně tak se podle počtu zaměstnanců odvíjí nižší zdanění i v Maďarsku. V Irsku se vyšší sazba vztahuje na neobchodní příjem firem a například ve Španělsku jsou daňově zvýhodněny nově vzniklé firmy.

## 6 Přílohy

### 6.1 Použité a zkratky (mimo zemí)

<b>EU</b>	Evropská unie, EU28 pokud jinak nspecifikováno
<b>EU15</b>	Staré členské státy (do roku 2004)
<b>ČS</b>	Členský stát (míněno EU)
<b>HDP</b>	Hrubý domácí produkt
<b>HNP</b>	Hrubý národní produkt
<b>PZI</b>	Přímé zahraniční investice
<b>LME</b>	Liberální tržní ekonomika
<b>CME</b>	Koordinovaná tržní ekonomika
<b>DME</b>	Závislá tržní ekonomika
<b>TNC</b>	Transnacionální korporace
<b>MSP</b>	Malé a střední podniky

## 6.2 Glosář (orientační)

<b>Bilance běžného účtu</b>	Běžný účet zachycuje toky zboží (vývoz a dovoz) a služeb (příjmy a výdaje z dopravních služeb, cestovního ruchu a ostatních obchodních a neobchodních služeb), výnosy z kapitálu, investic a práce (úroky, dividendy, reinvestované zisky, pracovní příjmy) i kompenzující položky k reálným a finančním zdrojům poskytnutým či získaným bez protihodnoty (běžné převody).
<b>Bilance výnosů</b>	Bilance výnosů zachycuje důchody z výrobních faktorů ve vlastnictví domácí země, jež jsou zapojeny v zahraničí a důchody z výrobních faktorů ve vlastnictví zahraničních subjektů, jež jsou zapojeny v domácí ekonomice, tj. mzdy, zisky, dividendy, úroky.
<b>Dezinvestice</b>	Odliv přímých zahraničních investic z dané země.
<b>Dividendy a rozdělené zisky poboček</b>	Dividendy včetně dividend vyplácených v akciích jsou rozdělením zisku alokovaným do akcií a jiných forem účasti na vlastním kapitálu registrovaných soukromých podniků, družstev a veřejných korporací.
<b>Hrubý domácí produkt</b>	Hrubý domácí produkt (HDP) je peněžním vyjádřením celkové hodnoty statků a služeb nově vytvořených v daném období na určitém území; používá se pro stanovení výkonnosti ekonomiky.
<b>Hrubý národní produkt</b>	Hrubý národní produkt je celková peněžní hodnota finální produkce vyrobené za určité období (obvykle jednoho roku) výrobními faktory ve vlastnictví rezidentů dané země. Oproti HDP zahrnuje zahraniční produkci z výrobních faktorů vlastněných rezidenty a naopak nezahrnuje domácí produkci z výrobních faktorů vlastněných cizozemci.
<b>Institucionální komplementarita</b>	Situace, kdy přítomnost jedné instituce zvyšuje výnosy či efektivitu instituce jiné. Např. vytváření efektivnějšího pracovního prostředí prostřednictvím poskytovaní dlouhodobých pracovních smluv je pro danou firmu snáze uskutečnitelné, pokud jí institucionální prostředí umožňuje přístup k finančním zdrojům za podmínek relativně nezávislých na její aktuální ziskovosti.
<b>Investiční (kapitálové) výnosy</b>	Investiční výnosy jsou příjmy ze zahraničních finančních aktiv. Investiční výnosy zahrnují úroky, dividendy, převody zisků poboček a podíly přímých investorů na nerozděleném zisku z přímých investic. Jsou členěny na výnosy z přímých, portfoliových a jiných investic.
<b>Nejlepší praxe (best practice)</b>	Nejlepší praxe či osvědčená praxe, je pojem pro osvědčené postupy, procesy či osvědčené metody řízení, pomocí kterých se ve více organizacích dosáhlo dobrých výsledků a používají se proto jako doporučení pro ostatní.
<b>Obchodní bilance</b>	Obchodní bilance zahrnuje vývozy a dovozy zboží z dané země.
<b>Portfoliové investice</b>	Portfoliové investice představují majetkové cenné papíry a účasti, jež nespádají do kategorie přímých investic (v případě ČR se jedná o podíl vlastnictví do 10 %) a dluhové cenné papíry.
<b>Pracovní výnosy (náhrady zaměstnancům)</b>	Náhrady zaměstnancům zahrnují mzdy, platy a jiné odměny v hotovosti či v naturálních, které získají fyzické osoby v jiných hospodářstvích, než ve kterých jsou rezidenty.
<b>Přímé zahraniční investice</b>	Přímou zahraniční investici (PZI) z kategorie mezinárodního investování uskutečňuje domácí subjekt (přímý investor) koupí subjektu v ekonomice zahraniční za účelem trvalého dosahování zisku, přičemž přímý investor ovládá minimálně 10 % kapitálu subjektu zahraničního.
<b>Reinvestice</b>	Reinvestovaný zisk je podíl přímého investora (v poměru k přímé majetkové účasti) na hospodářském výsledku nerozděleném formou dividend.
<b>Reinvestované zisky a nerozdělené zisky poboček</b>	Reinvestované zisky zahrnují podíl přímého investora (v poměru k přímé majetkové účasti) na zisku nerozděleném formou dividend dceřinými nebo spřízněnými společnostmi a zisk poboček nevyplacený přímému investorovi.



<b>Výnosy</b>	Výnosy zahrnují dva druhy transakcí mezi rezidenty a nerezidenty. Jedná se jednak o náhrady zaměstnancům působících v zahraničí a investiční výnosy ze zahraničních finančních aktiv a pasiv.
<b>Výnosy z dluhových závazků</b>	Výnosy z dluhových závazků se skládají ze splatných úroků z půjček mezi podniky ve prospěch investorů či ve prospěch přidružených podniků v zahraničí.
<b>Výnosy z ostatních investic</b>	Výnosy z ostatních investic zahrnují inkasa a platby z titulu všech ostatních pohledávek (aktiv) rezidentů resp. závazků vůči nerezidentům.
<b>Výnosy z portfoliových investic</b>	Výnosy z portfoliových investic zahrnují výnosy z držby akcií, dluhopisů, směnek a nástrojů peněžního trhu. Tato kategorie se dále dělí na majetkové výnosy (dividendy) a výnosy z dluhových závazků (úroky).
<b>Výnosy z přímých zahraničních investic</b>	Výnosy z přímých zahraničních investic zahrnují výnosy přímého investora z vlastnictví přímé investice v zahraničí. Výnosy plynou z vlastního kapitálu (dividendy, rozdělený zisk poboček, reinvestované zisky a nerozdělené zisky poboček) a z dluhových závazků (splatné úroky).
<b>Závislost na cestě (path dependence)</b>	Koncept, který se snaží vysvětlit přetrvávající využívání určitého postupu nebo produktu na základě historických preferencí nebo jeho současného využití. To se týká situace, kdy využití určitého postupu trvá, i pokud jsou k dispozici nové produkty či postupy. Závislost na cestě se objevuje tehdy, pokud je snazší nebo nákladově efektivnější pokračovat již zvolenou cestou spíše než vytvářet cestu zcela novou.

**Zdroje:** Nařízení č. 184/2005 o statistice Společenství týkající se platební bilance, mezinárodního obchodu službami a přímých zahraničních investic. Neumann, P., Žamborský, P., Jiránková, M. Mezinárodní ekonomie. Praha: Grada Publishing, 2010. ; ČNB ; ČSÚ ; Business Center.cz.

## Zkratky zemí

<b>AL</b>	Albánie
<b>BG</b>	Bulharsko
<b>BY</b>	Bělorusko
<b>CZ</b>	Česká republika
<b>EE</b>	Estonsko
<b>HR</b>	Chorvatsko
<b>HU</b>	Maďarsko
<b>MD</b>	Modalvsko
<b>MK</b>	Makedonie
<b>LV</b>	Lotyšsko
<b>LT</b>	Litva
<b>PL</b>	Polsko
<b>SK</b>	Slovensko
<b>SI</b>	Slovinsko
<b>RO</b>	Rumunsko
<b>UA</b>	Ukrajina

## Seznam grafů

Graf 1 – Neúměrnost výnosů z ČR oproti předpokladům .....	4
Graf 2 – Hospodářský výkon Československa a Česka v konstantním dolarovém ekvivalentu (1920-2010) ....	10
Graf 3 – Hrubý národní důchod v kupní síle jako procento k průměru EU15 v porovnání se státy regionu (levá škála) a kumulativní konvergence od roku 1993 (pravá škála) .....	10
Graf 4 – Vývoj nových a reinvestovaných přímých zahraničních investic (jako % HDP) .....	14
Graf 5 – Poměr zásoby vstupních a výstupních přímých zahraničních investic ve střední Evropě (klouzávý průměr).....	15
Graf 6 - Rozdělení hrubé přidané hodnoty dle vlastnictví v české ekonomice (mld. Kč v cenách roku 2010 dle deflátoru HPH) .....	16
Graf 7 – Podíly nefinančních podniků v zahraničním vlastnictví na hrubé přidané hodnotě, produkci a zisku (čistém provozním přebytku).....	17
Graf 8 - Podíly zahraničního vlastnictví na čistém provozním přebytku, mzdách a běžných daních z důchodů (1995-2013) v nefinančním sektoru.....	18
Graf 9 – Pořadí ČR v rámci EU28 v relevantních inovačních kritériích (za rok 2014).....	19
Graf 10 – Vývoj v inovačních kritériích Evropské komise (tzv. Innovation Union index 2014) v roce 2013.....	19
Graf 11 – Poměr zásoby vstupních a výstupních přímých zahraničních investic ve vybraných státech západní Evropy (klouzávý průměr) .....	20
Graf 12 – Struktura bilance výnosů (1995-2015) .....	22
Graf 13 – Deficity výnosů v porovnání s ostatními státy EU v roce 2015 .....	23
Graf 14 – Vývoj rozdílu mezi HDP a HND ve vybraných zemích .....	23
Graf 15 – Poměr zásoby vstupních a výstupních přímých zahraničních investic ve střední Evropě (klouzávý průměr).....	24
Graf 16 – Hrubý domácí produkt a transfery výnosů v miliardách korun roku 2010 .....	25
Graf 17 – Rozdíly v růstu HDP a HND od roku 1998 a tříletý trend růstu obou veličin.....	25
Graf 18 – Klouzávé průměry vyplacených odlivů výnosů ve vztahu k celkové zásobě zahraničních investic v EU a V4 a Slovinska.....	28
Graf 19 - Skutečný a předpokládaný (modelovaný) odliv z Rakouska a Nizozemí (příklady).....	29
Graf 20 – Skutečný a předpokládaný (modelovaný) odliv z České republiky .....	30
Graf 21 – Nepřiměřenost výnosů z ČR oproti předpokladům .....	30
Graf 22 – Struktura PZI a výnosů dle sektorů v miliardách k roku 2014, ve stálých cenách.....	32
Graf 23 – Poměr reinvestic ke kumulovanému odlivu investičních výnosů od roku 2000 do roku 2014 dle sektorů v korunách roku 2013 .....	34
Graf 24 - Vývoj běžného účtu a čistého odlivu kapitálových investičních výnosů k HDP 1995-2014 .....	36

## Seznam boxů

Box 1 – Vyrovnání investiční pozice Rakouska od pádu Berlínské zdi a závěry pro Českou republiku .....	20
Box 2 – Skutečný a předpokládaný odliv v zemích západní Evropy.....	29
<b>Box 3 – Institucionální komplementarity a výkon ekonomiky.....</b>	<b>43</b>

### 6.3 Definice pro potřeby platební bilance výnosů

Výnosy zahrnují dva druhy transakcí mezi rezidenty a nerezidenty: i) transakce zahrnující náhrady zaměstnancům, vyplácené nerezidentním pracovníkům (např. příhraničním, sezónním a jiným krátkodobým pracovníkům), a ii) transakce zahrnující příjmy a platby investičních výnosů ze zahraničních finančních aktiv a pasiv.

#### Náhrady zaměstnancům

Náhrady zaměstnancům zahrnují mzdy, platy a jiné odměny v hotovosti či v naturáliích, které získají fyzické osoby – v jiných hospodářstvích, než ve kterých jsou rezidenty – za práci prováděnou pro (a placenou) rezidenty těchto hospodářství. Zahrnuty jsou příspěvky, které zaměstnavatelé platí jménem zaměstnanců do programů sociálního zabezpečení nebo na soukromé pojištění či penzijní fondy (fondové a nefondové) pro zajištění dávek pro zaměstnance.

#### Investiční výnosy

Investiční výnosy jsou příjmy odvozené od vlastnictví zahraničních finančních aktiv a splatné rezidenty jednoho hospodářství rezidentům hospodářství jiného. Investiční výnosy zahrnují úroky, dividendy, převody zisků poboček a podíly přímých investorů na nerozděleném zisku z přímých investic. Investiční výnosy by měly být členěny na výnosy z přímých, portfoliových a jiných investic.

- **Výnosy z přímých zahraničních investic:** Výnosy z přímých investic, jmenovitě výnosy z vlastního kapitálu a výnosy z dluhových závazků, zahrnují výnosy přímého investora, který je rezidentem jednoho hospodářství z vlastnictví přímé investice v jiném hospodářství. Výnosy z přímých investic se uvádějí v saldo vyjádření pro přímé investice v zahraničí a ve vykazujícím hospodářství (tj. v obou případech se vykazují obdržené výnosy z vlastního kapitálu a výnosy z dluhových závazků s odečtením placených výnosů z vlastního kapitálu a výnosů z dluhových závazků). Výnosy z vlastního kapitálu se dále dělí na i) rozdělený zisk (dividendy a rozdělený zisk poboček) a ii) reinvestované zisky a nerozdělené zisky poboček. Výnosy z dluhových závazků se skládají ze splatných úroků – z půjček mezi podniky – ve prospěch/od přímých investorů od/ve prospěch přidružených podniků v zahraničí. Výnosy z prioritních akcií bez účasti na zisku jsou považovány za úroky spíše než za výnosy v podobě dividend a jsou zahrnuty do výnosů z dluhových závazků.
- **Výnosy z portfoliových investic :** Výnosy z portfoliových investic zahrnují transakce mezi rezidenty a nerezidenty, které se týkají výnosů odvozených z držby akcií, dluhopisů, směnek a nástrojů peněžního trhu. Tato kategorie se dále dělí na majetkové výnosy (dividendy) a výnosy z dluhových závazků (úroky).
- **Výnosy z ostatních investic:** Výnosy z ostatních investic zahrnují inkasa a platby z titulu všech ostatních pohledávek (aktiv) rezidentů resp. závazků vůči nerezidentům. Tato kategorie rovněž v zásadě zahrnuje čistý podíl domácností na rezervách životního pojištění a penzijních fondů. Úrok z aktiv zahrnuje úrok z dlouhodobých a krátkodobých půjček, z vkladů, z jiných obchodních a finančních pohledávek a z věřitelské pozice daného hospodářství v MMF. Úrok z pasiv zahrnuje úrok z půjček, vkladů a jiných závazků a úroky spojené s využitím úvěrů od Mezinárodního měnového fondu a půjček Mezinárodního měnového fondu. Zahrnut je i úrok placený Mezinárodnímu měnovému fondu za držbu zvláštních práv čerpání na Účtu obecných zdrojů.
  - **Dividendy a rozdělené zisky poboček:** Dividendy včetně dividend vyplácených v akciích jsou rozdělením zisku alokovaným do akcií a jiných forem účasti na vlastním kapitálu registrovaných soukromých podniků, družstev a veřejných korporací. Rozdělený zisk může mít podobu dividend z kmenových nebo prioritních akcií ve vlastnictví přímých investorů v přidružených podnicích v zahraničí nebo naopak.
  - **Reinvestované zisky a nerozdělené zisky poboček:** Reinvestované zisky se skládají z podílu přímých investorů – v poměru k držbě vlastního kapitálu – na i) zisku, který zahraniční dceřiné společnosti a přidružené podniky nerozdělují jako dividendy, a ii) zisku, který pobočky a jiné neregistrované podniky nevyplácejí přímým investorům. (Pokud tato část zisku není určena, považují se všechny zisky poboček za rozdělené.)

- Reinvestované zisky zahrnují podíl přímého investora (v poměru k přímé majetkové účasti) na zisku nerozděleném formou dividend dceřinými nebo spřízněnými společnostmi a zisky poboček nevyplacené přímému investorovi. Tyto reinvestované zisky jsou vedeny jako výnosy se souvztažným zápisem v kapitálových transakcích.
- **Výnosy z dluhových závazků:** Výnosy z dluhových závazků se skládají ze splatných úroků – z půjček mezi podniky – ve prospěch/od přímých investorů od/ve prospěch přidružených podniků v zahraničí. Výnosy z prioritních akcií bez účasti na zisku jsou považovány za úroky spíše než výnosy v podobě dividend a jsou zahrnuty do výnosů z dluhových závazků

#### 6.4 Deskriptivní model

Pro oba typy analýzy byl využit software Stata Corp. 13. Níže uvedené funkce referují k němu.

Nominální vyjádření proměnných Výběr regresorů byl normalizován na podobu nominálních hodnot v tržních cenách, protože odliv výnosů samotných, očekávaný výnos i zásoba přímých zahraničních investic jsou rovněž v nominální podobě. Tuto intuici potvrzuje i vyšší statistická významnost u nominálních hodnot než u hodnot derivovaných.

Výsledné proměnné Po testování, jehož výsledky jsou v tabulce na další straně, vyřazujeme nevyhovující proměnné, v regresi dále pokračujeme s těmito (jednotka, zdroj):

FDI\_ST\_2 - zásoba přímých zahraničních investic v dané zemi (mil. eur, Eurostat)

GDP\_MP - roční HDP dané země v tržních cenách (miliony eur, Eurostat)

D\_GDP\_N - přírůstek nominálního roční HDP (miliony eur, Eurostat)

GOS - gross operating surplus, hrubý provozní přebytek (miliardy eur, Ameco)

SPRD\_MA3 - rozdíl výnosů 10-ti letých bodů oproti německým (procenta, ECB)

Dále byly u proměnných testovány zpoždění a klouzavé průměry

Naprostá většina proměnných, zvláště makroekonomických agregátů, se v ekonomice, stejně jako v našem případě v odlivu zahraničních investic neprojeví ihned, ale s určitým zpožděním. I proto je zapotřebí otestovat a vybrat vhodné zpoždění proměnných. Vybrané proměnné byly testovány se zpožděním jeden až pět let. Kromě zpoždění byly ještě testovány klouzavé průměry jednotlivých proměnných a to pro dvou, tří a čtyř leté klouzavé průměry v případě, že hodnota výnosů se jeví rozptýleně. Odtud SPRD\_MA3 – jedná se o tříletý klouzavý průměr rozdílu výnosů desetiletých vládních bondů oproti výnosu německých desetiletých bondů. Výsledkem je deskriptivní model, viz rovnice na další straně:

Rovnice 1 – Výsledná specifikace deskriptivního modelu

$$INC_{OUT_{it}} = \beta_0 + \beta_1 FDI_{ST} LAG2_{it} + \beta_2 GDP_{MP} LAG2_{it} + \beta_3 GDP_{DN} LAG1_{it} + \beta_4 GOS LAG2_{it} + \beta_5 SPRD_{MA3} LAG1_{it}$$

Tabulka 1 – Test Rovnice 1

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
FDI_ST	0.135 (0.013)***				
GDP_MP	-0.014 (0.004)**				-0.029 (0.004)***
LTR	-1,141.535 (265.546)***		-703.545 (344.343)*	-206.157 (314.625)	1,121.391 (511.058)*
GCF	-402.944 (124.812)**		-246.136 (171.372)		-294.005 (151.315)
GOS	87.329 (18.780)***				95.534 (18.060)***
FDI_REP		42.937 (5.780)***			
GDP_GRN		-501.230 (94.305)***			-206.622 (87.079)*
SPRD_MA3		-1,040.849 (321.963)**			
FDI_ST_2			0.035 (0.003)***	0.059 (0.006)***	0.052 (0.005)***
GDP_GRR			-365.170 (185.905)	-20.051 (163.663)	
NIP			22.222 (18.268)		
INT			28.816 (18.520)		
GDI				-0.003 (0.002)	
NPO				0.119 (0.045)**	
NewMS				-3,024.846 (1,502.213)*	
SPRD					-1,944.927 (457.296)***
_cons	19,730.710 (3,726.548)***	12,034.815 (959.325)***	13,276.295 (5,080.605)**	4,733.463 (2,162.180)*	8,755.272 (4,257.981)*
R2	0.53	0.24	0.50	0.58	0.56
R2_W	.	.	.	.	.
R2_A	0.52	0.24	0.49	0.56	0.55
N	333	299	253	230	298

\* p&lt;0.05; \*\* p&lt;0.01; \*\*\* p&lt;0.001

## 6.5 Prediktivní model

Od deskriptivního modelu  
k modelu prediktivnímu

Pro účely této studie je vedle modelu deskriptivního, který popisuje odliv výnosů pomocí hlavních determinantů, k modelu prediktivnímu. Model prediktivní odhaduje, jaká by měla být adekvátní míra odlivu. Umožňuje nám určit, které země mají excesivní odliv výnosů. Od modelu deskriptivního k modelu prediktivnímu se dostaneme pomocí následujících úprav: Vylučujeme proměnnou SPRD\_MA3 – má napříč specifikacemi nízkou statistickou významnost. Jako další proměnné vylučujeme GOS a GDP\_MP protože jsou do jisté míry samovysvětlující a pro potřeby prediktivního modelu se nehodí. GOS tedy hrubý provozní přebytek nám zjednodušeně říká, jaká je ziskovost dané ekonomiky a GDP\_MP je výkon dané ekonomiky v nominálním vyjádření. Cílem prediktivního modelu je říci, jaký by byl odliv výnosů, například v České republice, pokud by měla stejné předpoklady jako průměrná evropská země. V prediktivním modelu tak zůstávají pouze proměnné D\_GDP\_N – tedy přírůstek nominálního HDP a FDI\_ST\_2 – zásoba přímých zahraničních investic. Vycházíme zde v podstatě z principu, že pokud by fungoval a byl efektivní vnitřní trh, mělo by jedno euro investované v jakékoli zemi přinášet zhruba stejný výnos (při zhruba stejném riziku).

Úpravy specifikace modelu,  
vynechání proměnných

```
. xi: regress INC_OUT FDI_ST_2 D_GDP_N i.Country, noconstant
i.Country      _ICountry_1-28      (naturally coded; _ICountry_1 omitted)
```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 338		
Model	6.9725e+10	29	2.4043e+09	F( 29, 309) =	69.95	
Residual	1.0621e+10	309	34371726.2	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.8678	
				Adj R-squared =	0.8554	
Total	8.0346e+10	338	237709498	Root MSE =	5862.7	

INC_OUT	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
FDI_ST_2	.0399951	.0036946	10.83	0.000	.0327254	.0472648
D_GDP_N	-.0004101	.0000958	-4.28	0.000	-.0005986	-.0002215

Výsledná specifikace  
prediktivního modelu

$$INC_{OUT_{it}} = \beta_1 FDI_{ST}LAG2_{it} + \beta_2 GDP_{MP}LAG2_{it}$$

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
L3.FDI_ST_2	0.026 (0.006)***	0.043 (0.003)***	0.026 (0.006)***	0.037 (0.004)***	0.021 (0.006)***	0.025 (0.005)***	0.023 (0.006)***	0.017 (0.005)**
L2.GDP_MP	0.022 (0.005)***		0.017 (0.008)*		0.024 (0.005)***		0.010 (0.011)	
L.D_GDP_N		-0.000 (0.000)***		-0.001 (0.000)***		-0.000 (0.000)***		-0.001 (0.000)***
L2.GOS			16.434 (25.374)			63.799 (14.337)***	58.566 (38.582)	87.665 (16.570)***
L.SPRD_MA3				66.383 (194.511)	30.972 (198.474)		24.128 (205.037)	-22.499 (192.775)
R2	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.92	0.91	0.92
R2_W	.	.	.	.	.	.	.	.
R2_A	0.90	0.91	0.90	0.90	0.90	0.91	0.90	0.91
N	317	317	315	302	302	315	300	300

\* p<0.05; \*\* p<0.01; \*\*\* p<0.001

Zásoba přímých zahraničních  
investic je hlavním  
determinantem odlivu výnosů

Zásoba přímých zahraničních investic pak představuje hlavní determinant odlivu výnosu zahraničních investic. Na základě tohoto byla také v regresích vynechána konstanta, pokud by v zemi teoreticky nebyly žádné zahraniční investice, nemůže pak docházet ani k odlivu výnosů ze zahraničních investic.

Rostoucí HDP pravděpodobně  
zadržuje odliv výnosů ze  
zahraničních investic, firmy  
investují, aby rozšířili své  
výrobní kapacity

Záporný koeficient u proměnné přírůstek nominálního HDP, který byl patrný napříč specifikacemi, si pak autoři vysvětlují následujícím způsobem? Čím vyšší je přírůstek výkonu ekonomiky, tím vyšší je schopnost této ekonomiky zadržovat výnosy ze zahraničních investic i mimo formy reinvestice. Firmy například v období konjunktury budou s cílem uspokojení rostoucí poptávky rozšiřovat své subdodávky pronájmem nových prostor či pořízením výrobních faktorů či najímáním nových pracovníků, které se nezobrazí v reinvesticích a tedy i v odlivu, ale v běžných nákladech. Účetně z pohledu firmy pak bude daňově efektivnější nákup těchto aktiv či uplatnění takových nákladů na úrovni dceřiné firmy v ČR. Pokud by zisky nejprve odčerpávala mateřská společnost v zahraničí a následně by byly tyto zisky opět reinvestovány v ČR docházelo by z pohledu firmy k jejich nadměrnému zdanění. Zároveň se může jednat o silný dopad efektu hospodářské krize v letech 2008 a 2009, kdy výnosy skokově vzrostly v celé řadě zemí a to patrně z důvodů nutnosti konsolidace domácích podniků a investic. Vzhledem k této nejednoznačné teoretické vysvětlitelnosti tedy proměnná nominálního hrubého domácího přírůstku vystupuje jen v jedné specifikaci v jednom ze tří konečných modelů.

Testování panelových dat ve  
specifikaci fixed effects  
s vynecháním konstanty

Zvolená regrese byla testována jako panelová data, pomocí funkce regrese multilongitudálních dat (*xtreg*), kdy byly nastaveny rozměry panelových dat v podobě 28 zemí a 18 let (období 1996 – 2013), ve specifikaci s fixed effects kvůli časově invariantním specifikům jednotlivých zemí, které nejsou mezi regresory obsaženy. Běžná panelová funkce však neumožňuje regresi panelových dat s fixed effects a vynecháním konstanty. Proto je použita regrese panelových

dat s vynecháním konstanty a umělých proměnných (dummies) pro odlišení všech 28 zemí. Matematicky se jedná o shodné identické výpočty a proto i výsledky odhadovaných parametrů oběma metodami jsou shodné.

Regresí získané koeficienty z prediktivního modelu umožňují spočítat tzv. adekvátní odliv výnosů

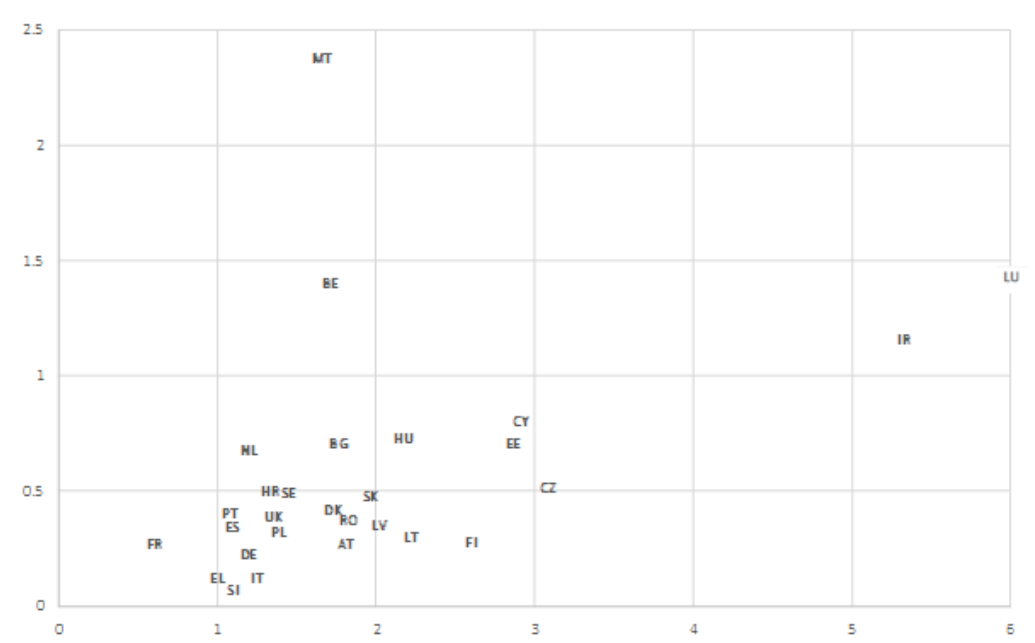
Koeficienty, jež jsou výsledkem prediktivního modelu, umožňují spočítat, jaký by byl *adekvátní* odliv výnosů ze zahraničních investic z ekonomiky ČR, pokud by fungoval optimální vnitřní trh a jeho jednotlivé ekonomiky byly dostatečně konvergovány. Koeficienty získané prediktivním modelem jsou vynásobeny jednotlivé hodnoty konkrétních zemí.

Porovnáním modelového adekvátního výnosu s reálnými daty jednotlivých zemí

Tento spočtený tzv. *adekvátní* odliv výnosů pak lze porovnat s aktuálními daty pro odliv výnosů z jednotlivých členských států EU. Z čehož pak lze částečně usuzovat, nakolik v této oblasti vnitřní trh funguje či na kolik se jednotlivé ekonomiky zemí EU liší. Je to teoretický model optimálního fungování vnitřního trhu avšak s reálnými daty.

Následující grafy zobrazují právě poměr mezi modelovým a reálným odlivem (osa Y) a poměrem FDI na HDP (X)

Pokud tedy spočítáme poměr skutečného odlivu výnosů ze zahraničního odlivu lomeno adekvátním odlivem (odliv daný modelem) získáme osu Y, pokud přidáme podíl zahraničních investic na HDP a tím osu X, získáváme následující graf. Následující graf zobrazují průměrné hodnoty za celé pozorované období.



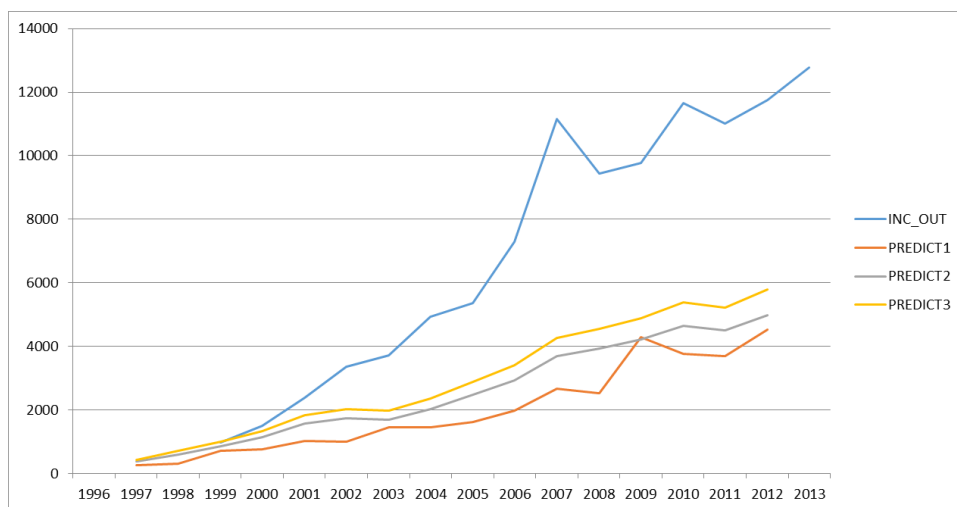
Lucembursko, které má značně odlehle hodnoty odlivu, je pro celkové rozměry a přehlednost grafu zobrazeno pouze schematicky, nacházelo by se dále vlevo s hodnotou více než 14.

Jak je patrné z grafu, a co podtrhuje následující tabulka hodnot pouze pro poměr skutečného a predikovaného odlivu, rozdíly mezi jednotlivými zeměmi jsou více než značné.

Country	Predikt 1	Predikt 2	Predikt 3	Country	Predikt 1	Predikt 2	Predikt 3
Austria	1,78	1,30	1,12	Italy	1,29	0,73	0,63
Belgium	1,61	1,40	1,21	Latvia	1,69	0,87	0,75
Bulgaria	1,74	1,26	1,08	Lithuania	1,68	0,98	0,85
Croatia	1,33	0,89	0,77	Luxembourg	12,27	9,67	8,33
Cyprus	2,70	2,26	1,95	Malta	1,55	1,31	1,13
Czech Republic	2,92	2,16	1,86	Netherlands	1,08	0,86	0,74
Denmark	1,67	1,31	1,13	Poland	1,29	0,89	0,77
Estonia	2,78	2,03	1,75	Portugal	1,03	0,83	0,72
Finland	1,85	1,40	1,20	Romania	1,77	1,01	0,87
Germany	1,17	0,90	0,77	Slovakia	1,90	1,35	1,11
Greece	2,35	0,23	0,20	Slovenia	1,05	0,77	0,66
Hungary	2,02	1,57	1,36	Spain	1,11	0,80	0,69
Ireland	4,98	4,21	3,63	UK	1,39	1,18	1,02

Co je z pohledu naší analýzy ještě důležitější je postavení ČR, rozdíl mezi skutečným odlivem adekvátním dle modelu je dvojnásobný až trojnásobný. ČR tak zaujímá hned třetí pozici v celé EU a to, za tak z pohledu zahraničních investic specifickými zeměmi, jakými jsou Lucembursko a Irsko (viz tabulka).

Výsledkem zobrazení modelu pro ČR v čase je následující:



Aktuálně dostupné informace naznačují, že je relativně vyšší míra odlivu výnosů z ČR způsobena strukturálními parametry české ekonomiky

Pro celkový závěr o úměrnosti je nutné se této tématice dále věnovat pro zjištění komplexních determinantů míry odlivu. V současnosti ale dostupné informace směřují k závěru, že míra odlivu je způsobena strukturálními parametry, tedy institucionálním nastavením příjmu zahraničních investic či mírou konkurenčního prostředí v jednotlivých sektorech. Pro ověření těchto závěrů však bude nutné se dále uchýlit k hlubším analýzám.

## 6.6 Středoevropské hospodářské modely

Společná politickoekonomická východiska států střední Evropy

Česká republika spolu s dalšími zeměmi střední a východní Evropy se vyznačuje společnou historií ekonomické transformace z plánované na tržní ekonomiku, významnou finanční závislostí na přímých zahraničních investicích a vývoji zahraničního obchodu, závislostí na transferu technologií, know-how a inovací z vyspělých ekonomik západní Evropy a USA či obdobnou, jednostranně zaměřenou výrobní specializací hlavních hospodářských sektorů.



<p>Vysoký příliv zahraničních vstupů kompenzuje nekomplementaritu institucí dle LME-CME modelů</p>	<p>Při hodnocení stejných kritérií použité pro dichotomii LME-CME se země střední a východní Evropy nachází ve stavu podobné hybridní dysfunkce jako země jižní Evropy. Je to ale právě vysoký příliv zahraničních vstupů – nejen finančních, ale i na úrovni know-how a technologií – který zvyšuje růstový potenciál těchto ekonomik nad ten západní. Různé stupně ekonomické integrace přitom k odlišným způsobům hodnocení hospodářských modelů.<sup>29</sup></p>
<p>Ekonomický model států střední Evropy se vyvíjí</p>	<p>Některé studie navíc naznačují, že ekonomiky středoevropského regionu svou vnitřní charakteristikou směřují k liberálním tržním ekonomikám,<sup>30</sup> jiné studie naopak argumentují, že se svými rysy blíží koordinovanému ekonomickému modelu,<sup>31</sup> či naopak že vzniká právě nejednoznačný hybridní model, který kombinuje aspekty obou zmíněných.<sup>32</sup></p>
<p>Ekonomický model států střední Evropy může být stabilním systémem jako LME a CME</p>	<p>Jiné studie potom uvádějí, že státy regionu střední Evropy tvoří samostatný, stabilní hospodářský model, tzv. závislou tržní ekonomiku (již zmíněné DME), která využívá vzájemně se posilujících institucionálních komplementarit, jako je tomu u liberálních a koordinovaných ekonomik, právě úzce napojených a fungujících v souladu s vysokým přílivem zahraničních investic a technologií. Tímto by se měl DME hospodářský model střední Evropy odlišovat od „koktejlového“ kapitalismu např. ve východním Balkánu, kterému systém komplementarit i ve vztahu k zahraničním vstupům chybí, a proto dosahuje horších hospodářských výsledků.<sup>33</sup></p>

<sup>29</sup> Drahokoupil, Jan and Myant, Martin, Putting Comparative Capitalism Research in its Place: Varieties of Capitalism in Transition Economies (February 14, 2014). In Matthias Ebenau, Ian Bruff & Christian May (eds.) *New Directions in Critical Comparative Capitalisms Research*. London: Palgrave Macmillan; 2015.

<sup>30</sup> Crowley, Stephen. *East European Labor, the Varieties of Capitalism, and the Expansion of the EU*. Oberlin College, 2005.

<sup>31</sup> McMenamin, Iain. Varieties of capitalist democracy: what difference does East-Central Europe make? *Journal of Public Policy*. Cambridge University Press, 2004/12/1.

<sup>32</sup> Mykhnenko, V. (2007) Strengths and weaknesses of 'weak co-ordination': economic institutions, revealed comparative advantages, and socio-economic performance of mixed market economies in Poland and Ukraine, in Hancké, B., Rhodes, M., & Thatcher, M., (eds). (2007) *Beyond Varieties of Capitalism: Conflict, Contradictions and Complementarities in the European Economy*. Oxford: Oxford University Press, pp. 351-378.

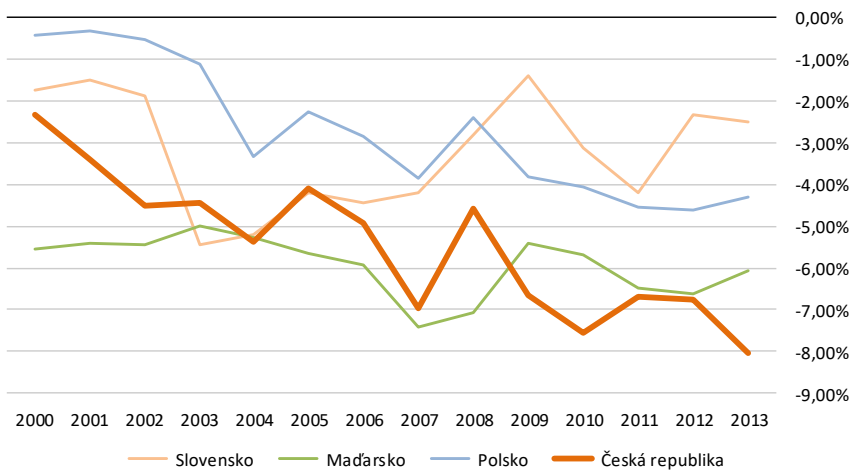
<sup>33</sup> Nölke, Andreas; Vliegthart, Arjan. Enlarging the Varieties of Capitalism. The Emergence of Dependent Market Economies in East Central Europe. *World politics* 61, No. 4, October 2009, str. 673.

6.7 Hodnocení stavu hospodářských institucí ČR prizmatem dvou vyvinutých a institucionálně komplementárních hospodářských modelů

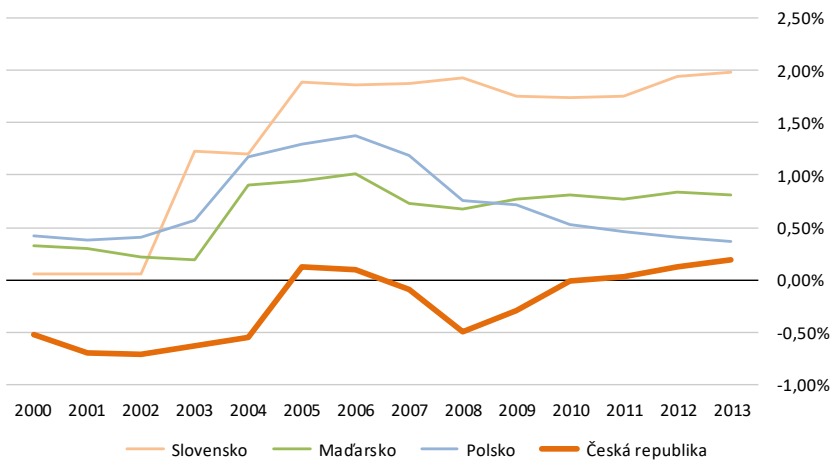
	Hodnocení ČR oproti <b>LME</b> modelu	Hodnocení ČR oproti <b>CME</b> modelu
	Celková nerozvinutost finančního sektoru a závislost na zahraničních vstupech	
<b>Finanční trhy</b>	Zásadní strukturální i objemová nerozvinutost akciových a dalších likvidních kapitálových trhů	Strukturálně se bankovní systém a systém financování shodují, nedostačuje však objemem vnitřních zdrojů
<b>Průmyslové vztahy</b>	Patrně příliš velká účast a koordinace klíčových organizací zaměstnavatelů a zaměstnanců na chodu ekonomiky	Nedostatečné pokrytí kolektivními smlouvami, kolektivní dohody uzavírány na firemní, nikoliv na sektorové či národní úrovni
<b>Vzdělávací systém</b>	Nedostatek všeobecně vzdělané pracovní síly schopné flexibilně měnit pozice napříč odvětvími	Shoduje se, avšak nízké míra zapojení (zejména zahraničních) firem do praktického učňovského vzdělávání
	Importovaný systém mateřské společnosti	
<b>Řízení firem</b>	Absence rozvinutého trhu kótovaných firem s fungujícím institutem nepřátelských převzetí a podnikových fúzí	Absence řídicích a kontrolních vazeb mezi bankami, firmami a rodinami (velkými podílníky), neúčast zaměstnanců na řízení firem
	Importované	
<b>Inovace a specializace</b>	Pro typ inovací LME chybí produkční sektor. Chybí radikálně rozvíjené technologie a likvidní zdroje financování stejně jako dostatečně odborně kvalifikovaná pracovní síla	Jednodušší typové navázání na současnou průmyslovou základnu, postupné vylepšování existujících technologií (inkrementální inovace) lépe navazuje na průmyslový sektor, ovšem na kvalitativně nižší úrovni (spíše spotřební zboží než technologicky vyspělá odvětví jako optika, elektrotechnika, jemná mechanika apod.)

Celková bilance výnosů (1), bilance pracovních výnosů (2) a bilance kapitálových výnosů (3) v zemích visehradské čtyřky

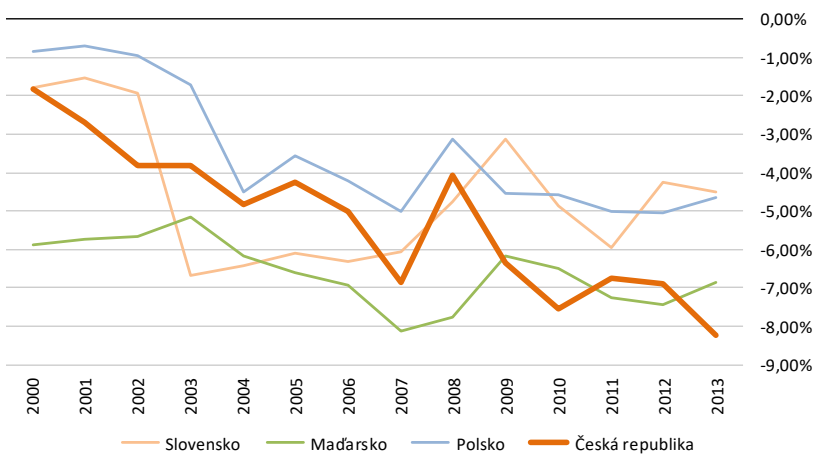
(1)



(2)



(3)



Tabulka 2 - Náklady platební bilance výnosů jako procento HDP (outflows)

	Bilance výnosů	Bilance výnosů - Výnosy										
		Výnosy z práce tuzemců v zahraničí	Výnosy z investic									
			Výnosy z přímých investic	Výnosy z portfoliových investic			Ostatní investice - úroky					
				Dividendy - přímé investice	Reinvestovaný zisk - přímé investice	Úroky - přímé investice		Dividendy - portfoliové investice	Úroky - portfoliové investice			
1 = 2 - 13	2 = 3 + 4	3	4 = 5 + 9 + 12	5 = 6 + 7 + 8	6	7	8	9	10	11	12	
2015	-5,72%	4,21%	1,13%	2,35%	1,11%	0,33%	0,67%	0,11%	0,27%	.	.	0,59%
2014	-6,07%	3,51%	0,92%	1,88%	0,79%	0,12%	0,56%	0,11%	0,24%	.	.	0,62%
2013	-6,09%	3,30%	0,83%	1,72%	0,73%	0,21%	0,40%	0,12%	0,30%	0,08%	0,22%	0,53%
2012	-5,87%	3,77%	0,68%	2,37%	1,20%	0,22%	0,86%	0,12%	0,31%	0,06%	0,25%	0,63%
2011	-5,56%	3,13%	0,61%	1,84%	0,64%	0,20%	0,32%	0,12%	0,36%	0,05%	0,30%	0,57%
2010	-6,33%	2,94%	0,59%	1,67%	0,60%	0,24%	0,28%	0,08%	0,24%	0,02%	0,21%	0,55%
2009	-5,52%	3,15%	0,57%	1,97%	0,51%	0,17%	0,23%	0,11%	0,33%	0,07%	0,26%	0,66%
2008	-3,68%	4,67%	0,48%	3,82%	1,87%	0,23%	1,45%	0,20%	0,31%	0,06%	0,26%	0,98%
2007	-6,64%	3,99%	0,65%	3,34%	0,72%	0,19%	0,54%	0,00%	0,73%	0,23%	0,50%	1,89%
2006	-4,69%	3,68%	0,71%	2,97%	0,44%	0,11%	0,33%	0,00%	0,66%	0,15%	0,51%	1,86%
2005	-3,94%	3,27%	0,70%	2,57%	0,37%	0,48%	-0,11%	0,01%	0,55%	0,10%	0,45%	1,65%
2004	-5,13%	2,86%	0,68%	2,18%	0,32%	0,04%	0,28%	0,00%	0,47%	0,05%	0,42%	1,38%
2003	-4,28%	2,70%	0,50%	2,20%	0,13%	0,00%	0,12%	0,00%	0,46%	0,02%	0,44%	1,61%
2002	-4,32%	2,50%	0,40%	2,10%	-0,09%	0,01%	-0,09%	0,00%	0,28%	0,01%	0,27%	1,90%
2001	-3,26%	3,31%	0,38%	2,93%	0,10%	0,01%	0,09%	0,01%	0,32%	0,02%	0,29%	2,51%
2000	-2,23%	3,18%	0,48%	2,70%	-0,02%	0,01%	-0,03%	0,01%	0,06%	0,01%	0,05%	2,65%
1999	-2,09%	2,88%	0,48%	2,40%	0,02%	0,04%	-0,02%	0,00%	0,12%	0,03%	0,09%	2,26%
1998	-1,64%	2,57%	0,52%	2,05%	-0,12%	0,02%	-0,15%	0,00%	0,16%	0,05%	0,11%	2,01%
1997	-1,29%	2,29%	0,12%	2,18%	0,09%	0,09%	0,00%	0,00%	0,07%	0,00%	0,07%	2,02%
1996	-1,08%	1,75%	0,17%	1,59%	0,05%	0,05%	0,00%	0,00%	0,11%	0,05%	0,06%	1,43%
1995	-0,18%	2,01%	0,32%	1,69%	0,03%	0,03%	0,00%	0,00%	0,05%	0,01%	0,04%	1,61%

Zdroj: ČNB, vlastní kompilace

Bilance výnosů: Náklady										
13 = 14 + 15	Náklady na práci cizinců v ČR 14	Výnosy z investic								
		15 = 16 + 20 + 23	Výnosy z přímé investice			Výnosy z portfoliové investice			Ostatní investice - úroky 23	
			16 = 17 + 18 + 19	Dividendy - přímé investice 17	Reinvestovaný zisk - přímé investice 18	Úroky - přímé investice 19	20 = 21 + 22	Dividendy - portfoliové investice 21		Úroky - portfoliové investice 22
9,93%	0,44%	9,35%	8,13%	5,31%	2,45%	0,37%	0,83%	.	.	0,39%
9,58%	0,40%	9,05%	7,80%	5,14%	2,21%	0,45%	0,83%	.	.	0,43%
9,39%	0,52%	8,77%	7,49%	4,90%	2,12%	0,47%	0,89%	0,22%	0,66%	0,40%
9,64%	0,64%	8,87%	7,41%	5,04%	1,93%	0,44%	0,85%	0,27%	0,58%	0,62%
8,69%	0,67%	7,88%	6,82%	5,44%	0,95%	0,44%	0,78%	0,24%	0,55%	0,27%
9,27%	0,72%	8,42%	7,51%	5,10%	1,92%	0,49%	0,68%	0,21%	0,47%	0,23%
8,67%	0,99%	7,57%	6,67%	4,53%	1,72%	0,42%	0,54%	0,16%	0,38%	0,36%
8,35%	1,10%	7,12%	6,02%	4,56%	1,03%	0,44%	0,54%	0,24%	0,29%	0,56%
10,63%	0,74%	9,89%	8,07%	4,16%	3,66%	0,24%	0,49%	0,13%	0,36%	1,33%
8,37%	0,62%	7,75%	5,87%	3,16%	2,48%	0,23%	0,54%	0,28%	0,26%	1,34%
7,21%	0,58%	6,63%	4,91%	2,24%	2,40%	0,27%	0,36%	0,13%	0,22%	1,37%
7,99%	1,20%	6,79%	5,13%	2,41%	2,48%	0,24%	0,38%	0,19%	0,18%	1,28%
6,97%	1,10%	5,87%	4,22%	1,86%	2,17%	0,19%	0,42%	0,15%	0,27%	1,23%
6,82%	1,08%	5,74%	3,86%	1,22%	2,41%	0,23%	0,48%	0,08%	0,40%	1,40%
6,57%	1,05%	5,51%	3,16%	0,64%	2,25%	0,27%	0,67%	0,12%	0,55%	1,68%
5,41%	0,98%	4,42%	2,24%	0,45%	1,55%	0,23%	0,38%	0,02%	0,36%	1,80%
4,97%	0,98%	3,99%	1,62%	0,39%	1,07%	0,16%	0,63%	0,04%	0,59%	1,74%
4,21%	1,11%	3,10%	0,52%	0,25%	0,27%	0,00%	0,59%	0,05%	0,53%	1,99%
3,58%	0,55%	3,02%	0,09%	0,09%	0,00%	0,00%	0,78%	0,06%	0,72%	2,15%
2,84%	0,45%	2,38%	0,11%	0,11%	0,00%	0,00%	0,69%	0,07%	0,62%	1,58%
2,18%	0,17%	2,02%	0,11%	0,11%	0,00%	0,00%	0,42%	0,03%	0,38%	1,49%

Zdroj: ČNB, vlastní kompilace

Tabulka 3 - Náklady platební bilance výnosů v absolutních hodnotách HDP (outflows)

	Bilance výnosů	Bilance výnosů: Výnosy											
		Výnosy z práce tuzemců v zahraničí	Výnosy z investic										
			Výnosy z přímých investic						Výnosy z portfoliových investic				Ostatní investice - úroky
			Dividendy - přímé investice	Reinvestovaný zisk - přímé investice	Úroky - přímé investice	Dividendy - portfoliové investice	Úroky - portfoliové investice	9	10	11	12		
1	2	3	4	5	6							7	8
1 = 2 - 13	2 = 3 + 4	3	4 = 5 + 9 + 12	5 = 6 + 7 + 8	6	7	8	9	10	11	12		
2015	-243 515	179 592	48 356	100 274	47 363	13 970	28 494	4 899	11 684	.	.	24 932	
2014	-260 778	152 762	39 277	83 135	36 539	6 943	25 247	4 349	10 045	.	.	26 884	
2013	-249 018	134 794	34 025	70 103	29 679	8 587	16 328	4 764	12 228	3 175	9 160	21 547	
2012	-237 528	152 785	27 577	95 810	48 638	9 071	34 880	4 688	12 378	2 255	10 084	25 581	
2011	-223 345	125 824	24 644	74 070	25 563	7 943	12 844	4 776	14 351	2 193	12 099	23 062	
2010	-249 930	116 118	23 385	66 045	23 835	9 555	11 216	3 064	9 284	974	8 275	21 562	
2009	-216 659	123 767	22 566	77 349	19 877	6 601	8 948	4 328	12 773	2 715	10 011	25 877	
2008	-147 687	187 190	19 240	153 292	75 221	9 369	58 008	7 844	12 628	2 353	10 239	39 321	
2007	-254 699	153 040	24 811	128 229	27 692	7 099	20 528	64	27 929	8 694	19 234	72 611	
2006	-164 574	129 208	25 021	104 187	15 438	3 758	11 540	140	23 288	5 424	17 864	65 461	
2005	-128 312	106 504	22 769	83 735	12 136	15 607	-3 704	236	17 894	3 216	14 677	53 705	
2004	-156 638	87 206	20 655	66 551	9 880	1 180	8 649	51	14 463	1 662	12 800	42 208	
2003	-119 858	75 508	13 888	61 620	3 649	52	3 469	129	12 827	627	12 200	45 144	
2002	-115 615	66 790	10 696	56 094	-2 285	191	-2 532	56	7 515	253	7 262	50 864	
2001	-83 549	84 892	9 747	75 145	2 659	151	2 340	168	8 110	581	7 529	64 377	
2000	-52 978	75 439	11 376	64 063	-414	150	-719	155	1 499	299	1 200	62 979	
1999	-46 674	64 298	10 731	53 567	488	926	-538	100	2 634	620	2 014	50 446	
1998	-35 078	55 042	11 097	43 945	-2 646	466	-3 111	0	3 481	1 027	2 454	43 110	
1997	-25 102	44 696	2 250	42 446	1 670	1 670	0	0	1 429	89	1 340	39 348	
1996	-19 611	31 766	3 000	28 766	873	873	0	0	1 926	901	1 025	25 967	
1995	-2 804	31 696	5 009	26 687	512	512	0	0	798	158	640	25 377	

Zdroj: ČNB, vlastní kompilace

Bilance výnosů: Náklady										
13 = 14 + 15	Náklady na práci cizinců v ČR 14	15 = 16 + 20 + 23	Výnosy z investic							
			Výnosy z přímé investice			Výnosy z portfoliové investice				
			Dividendy - přímé investice 17	Reinvestovaný zisk - přímé investice 18	Úroky - přímé investice 19	20 = 21 + 22	Dividendy - portfoliové investice 21	Úroky - portfoliové investice 22	Ostatní investice - úroky 23	
423 108	18 587	398 351	346 358	226 146	104 541	15 671	35 195	.	.	16 798
413 540	17 036	391 056	337 725	245 742	75 664	16 318	35 316	.	.	18 015
383 812	21 121	358 259	305 878	200 036	86 532	19 308	36 216	9 118	26 984	16 168
390 313	26 096	359 216	299 976	204 122	78 020	17 832	34 231	10 731	23 499	25 008
349 170	26 898	316 856	274 335	218 533	38 008	17 792	31 535	9 550	21 986	10 986
366 048	28 534	332 723	296 713	201 553	75 924	19 236	26 984	8 319	18 664	9 028
340 425	38 934	297 050	261 906	177 907	67 696	16 300	21 049	6 227	14 824	14 096
334 879	44 084	285 617	241 713	183 015	41 216	17 480	21 557	9 729	11 828	22 347
407 740	28 449	379 291	309 533	159 689	140 536	9 308	18 754	4 878	13 876	51 003
293 783	21 734	272 049	206 133	110 838	87 188	8 105	19 016	9 822	9 194	46 901
234 816	18 856	215 960	159 862	72 934	78 156	8 776	11 625	4 302	7 322	44 472
243 844	36 571	207 273	156 614	73 514	75 759	7 342	11 517	5 904	5 613	39 143
195 367	30 906	164 461	118 261	52 111	60 890	5 260	11 655	4 112	7 543	34 544
182 405	28 986	153 419	103 263	32 656	64 348	6 259	12 715	2 118	10 597	37 441
168 441	27 029	141 412	81 072	16 437	57 757	6 878	17 161	2 972	14 190	43 179
128 418	23 334	105 084	53 202	10 781	36 871	5 550	9 047	466	8 581	42 835
110 972	21 917	89 055	36 164	8 612	23 872	3 680	14 122	997	13 125	38 770
90 120	23 717	66 403	11 184	5 368	5 815	0	12 550	1 117	11 433	42 670
69 798	10 800	58 998	1 787	1 787	0	0	15 298	1 265	14 034	41 914
51 377	8 200	43 177	2 054	2 054	0	0	12 476	1 240	11 236	28 647
34 500	2 664	31 836	1 748	1 748	0	0	6 591	519	6 072	23 497

Zdroj: ČNB, vlastní kompilace

Zpracovalo Oddělení strategií a trendů EU Sekce pro Evropské záležitosti.  
& Odbor analýz a informací Úřadu vlády České republiky

Kolektiv autorů: Aleš Chmelař, Michal Pícl, Jan Bittner, Stanislav Volčík, Aleš Nechuta

ISBN 978-80-7440-160-2

Úřad vlády České republiky. Listopad 2016. Verze 3.0.