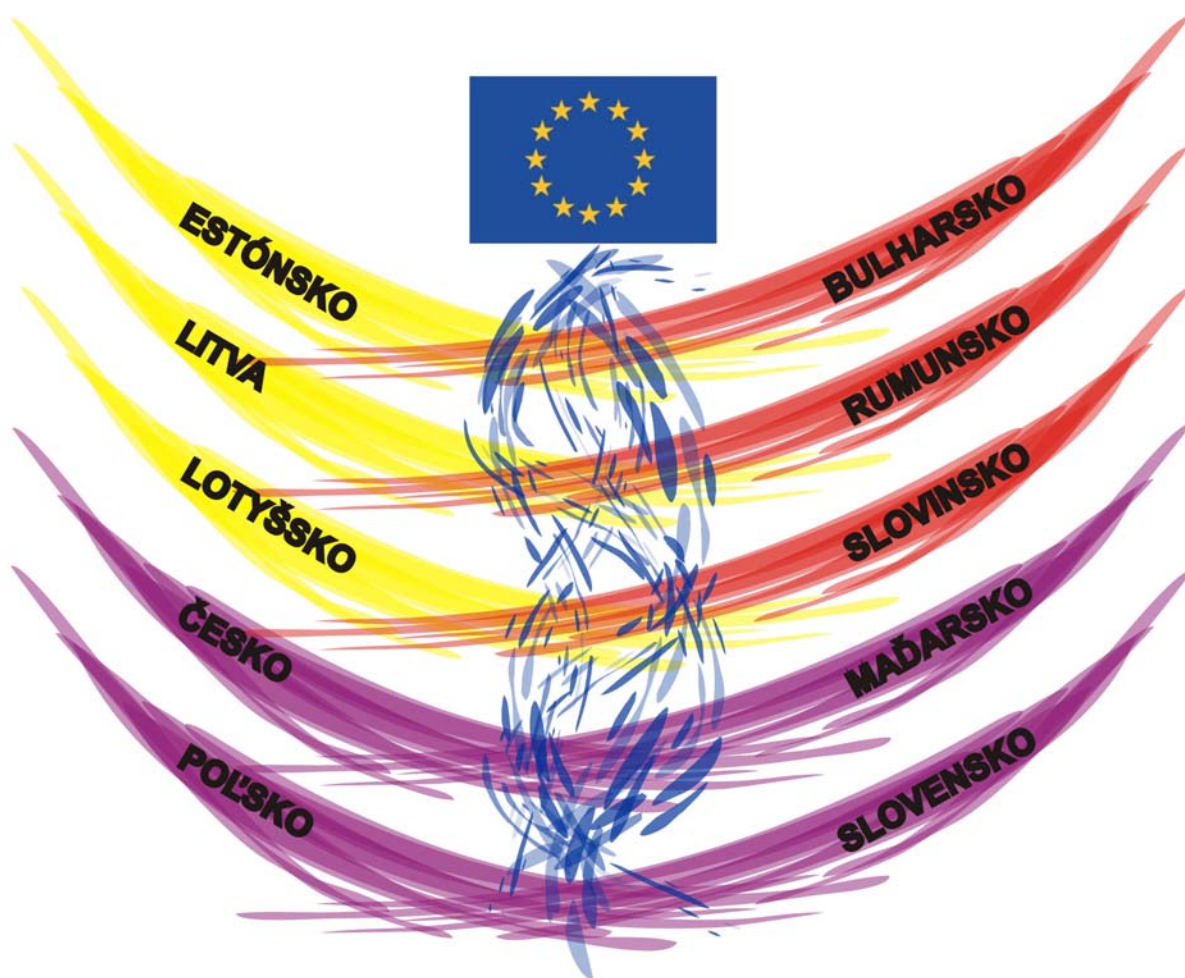




**Rajmund Mirdala a kol.
EKONOMICKÉ ASPEKTY
LIBERALIZÁCIE KAPITÁLOVÝCH TOKOV
V EURÓPSKYCH TRANZITÍVNYCH EKONOMIKÁCH**



Technická univerzita v Košiciach

Ekonomická fakulta

Rajmund Mirdala a kol.

EKONOMICKÉ ASPEKTY
LIBERALIZÁCIE KAPITÁLOVÝCH TOKOV
V EURÓPSKYCH TRANZITÍVNYCH EKONOMIKÁCH

Košice

2011

Názov: Ekonomické aspekty liberalizácie kapitálových tokov v európskych tranzitívnych ekonomikách (výstup úlohy VEGA č. 1/0442/10)

Autori: Ing. Rajmund Mirdala, PhD. a kol., 2011

Jednotlivé kapitoly spracovali:

Ing. Rajmund Mirdala, PhD. predslov, kap. 1, kap. 2, kap. 3,
vedúci autorského kolektívu kap. 7, záver

Ing. Ľudmila Bartóková, PhD. kap. 4

Ing. Júlia Ďurčová, PhD. kap. 5

Ing. Manuela Raisová, PhD. kap. 6

Recenzenti: doc. Ing. Václav Dufala, CSc.
 doc. Ing. Rastislav Kotulič, PhD.

Vydavateľ: Univerzitná knižnica, Technická univerzita v Košiciach,
 Letná 6, 040 01 Košice

© Ing. Rajmund Mirdala, PhD. a kol., 2011

ISBN 978-80-553-0838-8

PREDSLOV

Medzinárodné kapitálové pohyby predstavujú jeden z kľúčových aspektov procesu globalizácie, pričom ich nárast bol ovplyvnený postupným trendom odstraňovania bariér pre cezhraničnú alokáciu kapitálu, ktorý viedol k prudkému nárastu finančnej previazanosti krajín počas obdobia posledných dvoch desaťročí. Medzinárodná finančná integrácia, ako dôležitý kanál pre zapájanie sa krajín do procesu medzinárodnej deľby práce, prispela k zmierneniu vplyvu prekážok, ktoré limitovali rozhodnutia investorov na národnej úrovni. Toky kapitálu medzi krajinami, stimulované rastom investičných príležitostí, očakávaným ziskom a lepšou diverzifikáciou rizika, viedli v európskych tranzitívnych ekonomikách k vzniku mnohých pozitívnych symetrických a multiplikačných efektov. Na strane druhej však súčasne dochádza k zvýšeniu vystavenia krajín mnohým negatívnym a asynchrónnym efektom, čo viedlo ekonómov k postupnému prehodnocovaniu celkových dopadov finančnej liberalizácie a dynamického zvyšovania objemov medzinárodného pohybu kapitálu (tento problém sa stáva znovu aktuálnym v súvislosti s prebiehajúcou hospodárskou krízou, ktorej predchádzala kríza finančná). Analýza celkových efektov medzinárodnej finančnej integrácie pritom upriamuje našu pozornosť nielen na makroekonomické, ale súčasne aj na mikroekonomické dopady medzinárodnej finančnej integrácie. Výsledné pôsobenie celej škály vzájomne prepojených efektov je pritom významným spôsobom podmienené ekonomickou vyspelosťou krajiny a stavom jej makroekonomických a mikroekonomických proporcií. Na druhej strane však ani výrazná podobnosť ekonomického prostredia vo vybraných krajinách nemusí predznamenávať podobnosť efektov z účasti týchto krajín v procese medzinárodných kapitálových pohybov.

Obnovenie podmienok a predpokladov makroekonomickej stability po počiatočnom náhlom šoku spojenom so spustením procesu transformácie z centrálne plánovaných na trhové ekonomiky možno považovať za jednu z najväčších výziev pre krajiny z bývalého Východného bloku po roku 1989. Pôsobenie zahraničnej konkurencie spoločne s narastajúcou vonkajšou obchodnou a finančnou otvorenosťou prispeli k postupnej profilácii postavenia európskych tranzitívnych ekonomík na medzinárodných trhoch do pozície čistých dlžníkov. Vnútorne štruktúrne zmeny prispievajúce k zvyšovaniu medzinárodnej konkurencieschopnosti európskych tranzitívnych ekonomík stimulovali zvyšovanie vnútorných tlakov na tvorbu zdrojov domácej kapitálovej základne.

Hospodárska kríza zasiahla ekonomický vývoj v európskych tranzitívnych ekonomikách bezprecedentnou silou, ktorej dôsledky by sme mohli prirovnať k počiatočnému šoku, ktorý európskej tranzitívne ekonomiky zasiahol po spustení transformačného procesu na začiatku 90. rokov 20. storočia. Výrazné zhoršenie makroekonomickej výkonnosti spojené s ďalšími sprievodnými efektmi (negatívny vývoj fiškálneho hospodárenia, zníženie dostupnosti úverových zdrojov pre domáce subjekty napriek poklesu úrokových sadzieb, zhoršenie očakávaní ekonomických subjektov a pod.) sa premietlo do spomalenia procesu konvergenzie európskych tranzitívnych ekonomík smerom ku krajinám západnej Európy. Dôsledkami hospodárskej krízy bol zasiahnutý aj jeden z významných aspektov konvergenčného procesu - účasť európskych tranzitívnych ekonomík v procese medzinárodných kapitálových pohybov. Celkové efekty plynúce z cezhraničnej alokácie

kapitálu významným spôsobom prispeli k vysokým mieram ekonomického rastu, ktoré európske tranzitívne ekonomiky vykazovali posledných niekoľko rokov predkrízového obdobia. Náhle zmeny v smerovaní, ako aj veľkosti kapitálových tokov, možno považovať za podstatný faktor očakávaného spomalenia pokrízovej obnovy rastového potenciálu v európskych tranzitívnych ekonomikách.

Monografia *Ekonomické aspekty liberalizácie kapitálových tokov v európskych tranzitívnych ekonomikách* sa koncentruje na základné tendencie formovania medzinárodnej finančnej integrácie európskych tranzitívnych ekonomík za obdobie posledných dvoch desaťročí a vznikla ako výstup riešenia projektu VEGA č. 1/0442/10 „Ekonomické aspekty medzinárodných kapitálových pohybov v podmienkach európskych tranzitívnych ekonomík v kontexte hospodárskej konvergencie k starým členským krajinám Európskej únie“.

Monografia je rozdelená do siedmych samostatných kapitol. Úvodná, prvá kapitola, *Ekonomické aspekty liberalizácie kapitálových tokov*, predstavuje vstup do problematiky analýzy základných aspektov, ako aj širších súvislostí medzinárodných kapitálových pohybov spojených s hodnotením dopadov zapájania sa krajín do procesu medzinárodnej finančnej integrácie. Druhá kapitola, *Metodologické aspekty skúmania medzinárodnej finančnej integrácie*, vymedzuje základné determinanty medzinárodnej finančnej integrácie národných ekonomík, čím otvára priestor na vytvorenie metodologického aparátu pre následnú analýzu širších efektov zapájania sa európskych tranzitívnych ekonomík do procesu medzinárodných kapitálových pohybov. Tretiu kapitolu, *Medzinárodná finančná integrácia*, možno v kontexte celej problematiky zapájania sa európskych tranzitívnych ekonomík do procesu medzinárodných kapitálových pohybov vnímať ako nosnú. Kapitola ponúka analýzu hlavných trendov vo vývoji medzinárodnej finančnej integrácie v európskych tranzitívnych ekonomikách. Okrem prezentácie základných črt vo vývoji vonkajšej finančnej a obchodnej otvorenosti sú v tejto kapitole prezentované tendencie vo vývoji hrubého domáceho produktu na jedného obyvateľa, salda bežného účtu platobnej bilancie, čistej medzinárodnej obchodnej a finančnej pozície a detailnej štruktúry vonkajšieho portfólia zahraničných finančných aktív a pasív. Kapitolu uzatvára analýza vplyvu priamych zahraničných investícií, portfóliových investícií a ostatných (dlhových) investícií na vývoj reálneho outputu v európskych tranzitívnych ekonomikách prostredníctvom vector error correction (VEC) modelu a Grangerove testy kauzality. V štvrtej kapitole, *Medzinárodný pohyb kapitálu - portfóliové investície*, sú ponúka chronologický prehľad vývoja procesu liberalizácie kapitálových pohybov v celosvetovom meradle. Súčasne predstavuje vybrané aspekty portfóliových výnosov, ich determinantov a špecifických vplyvov v podmienkach európskych tranzitívnych ekonomík. V piatej kapitole, *Medzinárodný pohyb kapitálu - priame zahraničné investície*, sú analýze podrobené základné súvislosti spojené s prílevom priamych zahraničných investícií v európskych tranzitívnych ekonomikách a ich efektmi na domáci ekonomický vývoj. Objasnenie dôsledkov zapájania sa európskych tranzitívnych ekonomík do procesu medzinárodných kapitálových pohybov v intenciách tokov ostatných (dlhových) investícií je náplňou predposlednej šiestej kapitoly, *Medzinárodný pohyb kapitálu - dlhové investície*. Kapitola zachytáva základné tendencie vo vývoji ostatných (dlhových) investície a ich základnej štruktúry, pričom súčasne posudzuje ich vplyv na vývoj hrubého domáceho produktu. V poslednej kapitole, *Financial deepening*, analyzujeme hlavné aspekty procesu

financial deepening v európskych tranzitívnych ekonomikách. Za účelom posúdenia vplyvov domácej peňažnej zásoby, domácich bankových vkladov a domácich bankových úverov na vývoj reálneho outputu využijeme VEC model, impulse-response funkcie a Grangerove testy kauzality.

Monografia je svojím obsahom zameraná na široký okruh čitateľov. Odporučiť ju možno nielen študentom vysokých škôl ekonomického zamerania, ale aj odbornej verejnosti, ktorá sa zaujíma o problematiku medzinárodného pohybu kapitálu a efektov s tým spojených vo vzťahu k ekonomickému vývoju (nielen) v európskych tranzitívnych ekonomikách, ako aj v súvislosti s pôsobením hospodárskej krízy a výzvami spojenými so zvyšovaním tlakov na posilnenie globálneho regulačného rámca pre oblasť zahraničných kapitálových tokov.

Košice, december 2011

Rajmund Mirdala

OBSAH

Predslov	3
Obsah.....	7
1. Ekonomické aspekty liberalizácie kapitálových tokov	9
1.1. Úvod.....	9
1.2. Vyjadrenie finančnej otvorenosti.....	13
1.3. Dôsledky liberalizácie kapitálových tokov	14
1.4. Štruktúra kapitálových tokov a jej aspekty	16
1.5. Súbežné efekty finančnej liberalizácie	18
1.6. Podmienené efekty finančnej liberalizácie	20
1.7. Zhrnutie.....	23
1.8. Literatúra.....	23
2. Metodologické aspekty skúmania medzinárodnej finančnej integrácie	26
2.1. Úvod.....	26
2.2. Prehľad súčasného stavu poznania	27
2.3. Medzinárodná finančná integrácia.....	29
2.4. Metodologické aspekty skúmania medzinárodnej finančnej integrácie	29
2.5. Determinanty medzinárodnej finančnej integrácie	30
2.6. Zhrnutie.....	34
2.7. Literatúra.....	34
3. Medzinárodná finančná integrácia.....	37
3.1. Prehľad hlavných trendov vo vývoji medzinárodnej finančnej integrácie	37
3.2. Implementácia teoretických východísk do VEC modelu	72
3.3. Pôsobenie prílevov zahraničného kapitálu na reálny output	75
3.4. Zhrnutie.....	88
3.5. Literatúra.....	90
4. Medzinárodný pohyb kapitálu - portfóliové investície.....	93
4.1. Medzinárodný pohyb kapitálu	93
4.2. Mobilita kapitálu - trendy vo vývoji	94
4.3. Portfóliové investície a ich vplyv na ekonomiku.....	101
4.4. Faktory pôsobiace na cezhraničný pohyb portfóliových investícií	103
4.5. Vývoj portfóliových investícií a ich štruktúra	105

4.5.1. Údaje o stave a pohybe portfóliových investícií	105
4.5.2. Vývoj portfóliových investícií vo svete	106
4.5.3. Vývoj portfóliových investícií v tranzitívnych ekonomikách	109
4.6. Zhrnutie.....	141
4.7. Literatúra.....	142
5. Medzinárodný pohyb kapitálu - priame zahraničné investície	146
5.1. Prehľad literatúry	146
5.2. Vývoj priamych zahraničných investícií v európskych tranzitívnych ekonomikách	147
5.3. Hospodárska kríza a jej dopady na vývoj priamych zahraničných investícií v európskych tranzitívnych ekonomikách	155
5.4. Vplyv priamych zahraničných investícií na vybrané ukazovatele v európskych tranzitívnych ekonomikách	160
5.5. Zhrnutie.....	167
5.6. Literatúra.....	168
6. Medzinárodný pohyb kapitálu - dlhové investície	170
6.1. Prehľad literatúry	170
6.2. Predmet a metódy analýzy	171
6.3. Zhrnutie.....	199
6.4. Literatúra.....	200
7. Financial deepening.....	202
7.1. Prehľad literatúry o financial deepening.....	204
7.2. Pôsobenie financial deepening v ekonometrickom modeli	206
7.3. Pôsobenie financial deepening na reálny output.....	210
7.4. Zhrnutie.....	223
7.5. Literatúra.....	224
8. Záver.....	227

1. EKONOMICKÉ ASPEKTY LIBERALIZÁCIE KAPITÁLOVÝCH TOKOV

V posledných rokoch možno sledovať zvýšený záujem odbornej verejnosti o problematiku hodnotenia prínosov a nákladov procesu liberalizácie kapitálových tokov v podmienkach rozvíjajúcich sa ekonomík. Súčasne je možné badať značnú rôznorodosť uvažovaných kanálov pôsobenia rôznych efektov s mnohokrát protichodnými, resp. vzájomne konfliktnými závermi. Globalizácia, ako významný fenomén posledných desaťročí, so sebou prináša, na jednej strane, intenzifikáciu procesu medzinárodnej deľby práce, na strane druhej, významný nárast medzinárodného pohybu kapitálu. Na makroekonomickej úrovni má liberalizácia medzinárodných kapitálových pohybov obvykle pozitívny dopad na ekonomický rast, súčasne však prináša riziko zvýšenej volatility makroekonomických ukazovateľov. Samotná kvantifikácia konkrétnych efektov však nie je jednoznačná. Na mikroekonomickej úrovni možno obdobne pozorovať pozitívne efekty finančnej liberalizácie a negatívne, či deformujúce pôsobenie reštrikcií kapitálových pohybov.

V súčasnosti je k dispozícii pomerne málo relevantných štúdií dokazujúcich rozsiahlejšie pozitívne efekty vyplývajúce zo širšej liberalizácie kapitálového účtu platobnej bilancie. Na druhej strane je pomerne mnoho finančných analýz, ktoré naznačujú významné pozitívne efekty na ekonomický rast vyplývajúce z liberalizácie národných kapitálových trhov. Obdobne, analýzy vychádzajúce z mikroekonomických (na úrovni firiem, resp. odvetví) údajov naznačujú určité pozitíva vyplývajúce z finančnej integrácie a deformačné efekty spojené s reguláciou kapitálových tokov, zatiaľ čo efekty na makroekonomickej úrovni zostávajú neurčité. V kapitole sa zameriame na analýzu makroekonomických efektov liberalizácie kapitálových tokov, s ohľadom na ekonomický rast a volatilitu.

1.1. Úvod

Finančné krízy v 90. rokoch minulého storočia zviditeľnili viacero problémov. Bankové systémy mnohých krajín skolabovali, rýchlo sa rozvíjajúce ekonomiky boli náhle vystavené prudkým recesiám. Od polovice 90. rokov zaznamenal medzinárodný pohyb dlhového kapitálu výraznejší pokles (než to bolo doteraz), pričom došlo k výraznejšiemu nárastu podielu predovšetkým majetkových investícií (tabuľka 1.1).

V dôsledku ázijských finančných kríz mnohí odborníci upozorňovali na to, že proces globalizácie zachádza príliš ďaleko, čo vedie napríklad aj k zvýšenej nestálosti kapitálových trhov a je príčinou finančne veľmi nákladných kríz.

Tabuľka 1.1 Medzinárodná finančná integrácia (hrubá zásoba zahraničných aktív a pasív)

	1980-1984	1985-1989	1990-1994	1995-1999	2000-2005
Všetky krajiny (mld. USD)	7124	14957	26411	46638	80256
Podiel priamych zahraničných investícií (%)	15,6	16,6	17,9	20,9	22,8
Podiel majetkových investícií (%)	4,9	7,5	9,5	15,7	16,4
Podiel dlhových investícií (%)	75,1	72,5	69,4	60,0	57,2
Podiel iných foriem (%)	4,4	3,4	3,3	3,3	3,6
Vyspelé ekonomiky (mld. USD)¹	6100	13492	23969	42052	72432
Podiel priamych zahraničných investícií (%)	16,1	16,9	17,9	20,7	22,8
Podiel majetkových investícií (%)	5,5	8,1	9,9	16,5	16,9
Podiel dlhových investícií (%)	74,8	72,0	69,7	60,5	57,8
Podiel iných foriem (%)	3,6	3,0	2,5	2,3	2,4
Rozvíjajúce sa ekonomiky (mld.USD)²	859	1259	2167	4236	6621
Podiel priamych zahraničných investícií (%)	12,0	13,3	17,6	23,2	27,2
Podiel majetkových investícií (%)	1,3	2,1	6,1	9,4	11,0
Podiel dlhových investícií (%)	77,9	76,6	64,6	54,4	43,6
Podiel iných foriem (%)	8,8	8,0	11,7	13,0	18,2
Ostatné rozvíjajúce sa ekonomiky (mld. USD)³	165	207	276	351	530
Podiel priamych zahraničných investícií (%)	16,0	14,0	14,4	18,7	24,7
Podiel majetkových investícií (%)	0,2	0,3	0,3	0,6	1,2
Podiel dlhových investícií (%)	73,8	79,9	78,5	71,3	57,3
Podiel iných foriem (%)	10,0	5,7	6,8	9,4	16,8

Poznámka: Vzorka pozostáva z 21 vyspelých, 20 rozvíjajúcich sa a 30 ostatných rozvíjajúcich sa ekonomík. Kategória iné formy zahŕňa finančné deriváty a celkové menové rezervy bez zlata.

Prameň: Údaje v tabuľke sú vypočítané na základe štatistických zostáv za jednotlivé krajiny dostupné v (Lane a Milesi-Ferretti, 2006) a aktualizované k roku 2005 na základe MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Tieto skutočnosti podnietili úvahy o návrate k finančnej regulácii využívanej v minulosti. Napríklad Stiglitz (Stiglitz, 2000) navrhol, aby sa v prípade rozvíjajúcich sa

¹ Vyspelé ekonomiky sú zastúpené krajinami: AU, BE, DK, FI, FR.,GR, NL, IE, JP, CA, DE, NZ, NO, PT, AT, ES, SE, CH, IT, US, GB.

² Rozvíjajúce sa ekonomiky sú zastúpené krajinami: AR, BR, CL, CN, EG, PH, IN, ID, IL, ZA, CO, KR, MY, MX, PK, PE, SG, TH, TR, VE.

³ Ostatné rozvíjajúce sa ekonomiky sú zastúpené krajinami: DZ, BD, BO, CM, CR, DO, EC, SV, FJ, GH, GT, HN, IR, JM, KE, MW, MU, NP, NG, PG, PY, SN, LK, TZ, TG, TT, TN, UY, ZM, ZW.

ekonomík uplatňovali určité obmedzenia pre prílev kapitálu na finančných trhoch. Cieľom reštrikcií nemá byť podľa neho prevencia vzniku finančných kríz, ale zníženie ich výskytu a rozsahu. Autor podrobil kritike prístupy, ktoré ako predpoklad prevencie vzniku finančných kríz zdôrazňovali požiadavku vyššej transparentnosti zo strany centrálnych bánk a subjektov na finančných trhoch. Ako príklad uviedol finančnú krízu v rokoch 1991-1994 vo Fínsku, v Nórsku a vo Švédsku, ktoré sú považované za vysoko transparentné ekonomiky. Podľa Stiglitzu môže väčšia transparentnosť viesť k vyššej alokačnej efektívnosti, jej význam pre posilnenie makroekonomickej stability je však diskutabilný a nejednoznačný.

Aj keď sa v prípade odlevu kapitálu pred nejakým časom ustúpilo od jeho regulácie pre predpokladanú nízku efektívnosť, nastolila sa požiadavka jej opätovného zavedenia. Okrem iných napríklad Krugman (Krugman, 1998) argumentoval, že regulácia pohybu kapitálu umožňuje, aspoň dočasne, napomôcť kontrolu neočakávaného a nadmerného odlevu kapitálu kvôli náhlemu rušeniu otvorených pozícií investormi.

Diskusia postupne nadobudla otvorenejší charakter, keď napríklad Krugman, Stiglitz, Wagner, Wei a Wu a ďalší otvorene kritizovali fungovanie medzinárodného finančného systému. Spolu s ďalšími ekonómami boli zástancami intervencií na finančných trhoch, čo možno postaviť priamo do kontrastu s ešte donedávna nekriticky obhajovanou medzinárodnou finančnou integráciou.

Krugman vo svojej práci (Krugman, 2002) konštatoval, že užšia integrácia celosvetovej ekonomiky predstavuje zvýšenie budúceho rizika vzniku finančných kríz. Obmedzenie vzniku finančných kríz je podľa neho možné dosiahnuť dvomi spôsobmi. Po prvé, zvýšením integrácie trhov tovarov a služieb. Nárast vzájomných obchodných aktivít vedie k zvýšeniu špecializácie, čím sa podľa autora vytvoria lepšie predpoklady na menšiu symetrickosť šokov. Po druhé, výraznejšou orientáciou na priame zahraničné investície sa môže znížiť riziko vzniku finančných kríz.

Wagner sa vo svojej práci (Wagner, 2002) venoval analýze pôsobenia globalizácie na štruktúrne zmeny v celosvetovej ekonomike. Finančná liberalizácia zvyšuje neistotu vývoja makroekonomických indikátorov. Podľa autora, dôsledkom štrukturálnych reforiem (nielen vo finančnom sektore) spojených s procesom globalizácie je vznik asymetrických nákladov pre rôzne sociálne skupiny. Niektoré vlády potom pristupujú ku kompenzácii vyvolaných negatívnych dopadov, čo má však negatívny dosah na samotné reformy.

Autori Wei a Wu vo svojej práci (Wei a Wu, 2002) analyzovali vplyv faktora korupcie na štruktúru prílevu kapitálu. Konštatovali, že priame zahraničné investície sú vysoko citlivé na faktor korupcie, zatiaľ čo napríklad bankové úvery tento faktor významnejšie neovplyvňuje. Dôsledkom korupcie pre krajinu importujúcu kapitál je narastajúci podiel zahraničného dlhového financovania a tým vyššie riziko, vyplývajúce z prípadnej finančnej krízy. Podľa týchto autorov môže korupcia zvýšiť riziko vzniku finančnej krízy aj prostredníctvom oslabenia kvality domáceho dohľadu nad finančným trhom. Dôsledkom je zhoršenie kvality bankových a podnikových bilancií.

Tabuľka 1.2 ponúka prehľad rozsahu devízových reštrikcií uplatňovaných vybranou vzorkou krajín⁴. Z tabuľky je zrejmá tendencia postupného uvoľňovania reštrikcií na pohyb tovarov, služieb, dôchodkov a kapitálu v rámci vzorky vyspelých krajín. Na druhej strane je na vzorke vybraných rozvíjajúcich sa ekonomík vidieť snahu pokračovať v uplatňovaní reštrikcií medzinárodných ekonomických aktivít.

Tabuľka 1.2 Devízové reštrikcie

	1969	1979	1989	1999	2005
Počet krajín	58	61	61	61	61
Reštrikcie operácií v rámci kapitálového účtu	44	43	45	41	45
Vyspelé ekonomiky	17	14	11	5	5
Rozvíjajúce sa ekonomiky	27	29	34	36	40
Reštrikcie operácií v rámci bežného účtu	32	27	30	31	33
Vyspelé ekonomiky	9	4	2	0	0
Rozvíjajúce sa ekonomiky	23	23	28	31	33

Prameň: (Grilli a Milesi-Ferretti, 1995), s. 16 upravená o aktualizáciu v rokoch 1999 a 2005.

Napriek známym dôsledkom finančných kríz významná časť odbornej verejnosti stále zdôrazňovala výhody finančnej liberalizácie. Finančná liberalizácia pomáha zlepšovať funkčnosť finančných systémov zvyšovaním dostupnosti finančných zdrojov a umožnením diverzifikácie rizika medzi krajinami. Napríklad Obstfeld (Obstfeld, 1998) zdôrazňoval, že medzinárodné kapitálové trhy umožňujú s vyššou efektívnosťou alokovať národné finančné úspory bez ohľadu na lokalitu potenciálneho záujemcu o tieto zdroje. Stulz (Stulz, 1999) a Mishkin (Mishkin, 2001) tvrdili, že finančná liberalizácia pomáha zvyšovať transparentnosť a zodpovednosť pri alokácii finančných zdrojov redukciou nevhodných alternatív a morálneho hazardu, pričom zároveň znižuje problémy s likviditou na finančných trhoch. Argumentovali, že medzinárodné kapitálové trhy pomáhajú zvyšovať disciplínu národných vlád, ktoré by inak mohli negatívne pôsobiť na domáci kapitálový trh. Sú známe aj tvrdenia, že finančná liberalizácia a finančný rozvoj sú kľúčovými faktormi stimulácie ekonomického rastu. Môžeme teda konštatovať, že tak odporcovia, ako aj zástancovia finančnej liberalizácie časom získavali oporu pre svoje argumenty.

V analýze, ktorá je predmetom tejto kapitoly, ponúkame pohľad na ekonomické aspekty liberalizácie kapitálových tokov a finančnej integrácie vzhľadom na ekonomický rast a volatilitu makroekonomických ukazovateľov.

⁴ Vyspelé ekonomiky: US, GB, AS, BE, DK, FR, DE, IT, NL, NO, SE, CA, JP, FI, GR, IS, IE, PT, ES, AU, NZ. Rozvíjajúce sa ekonomiky: MT, TR, MK, ZA, AR, BO, BR, CL, CO, CR, HN, MX, NI, PA, PE, UY, VE, BS, BB, IL, EG, IN, ID, MY, NP, PK, PH, SG, TH, BW, CG, ET, GH, KE, MA, NE, TZ, UG, ZM, WS.

1.2. Vyjadrenie finančnej otvorenosti

Tradičné prístupy k meraniu finančnej otvorenosti vychádzajú z rozsahu existujúcich obmedzení kapitálových tokov medzi krajinami. Kontrola pohybu kapitálu má rôzne podoby (kontrola prílevu, resp. odlevu kapitálu; objemová, resp. cenová kontrola; obmedzenia držby domácich, resp. zahraničných majetkových účastí a pod.).

Meranie otvorenosti kapitálového účtu bolo výzvou národným vládam v pomerne dlhom časovom období. Edison, Klein, Ricci a Slok vo svojej práci (Edison, Klein, Ricci a Slok, 2004) použili vybrané pomerové ukazovatele a ukazovatele intenzity⁵ založené na báze údajov z AREAER⁶ (Správa o kurzových usporiadaniach a kurzových obmedzeniach publikovaná MMF). Podobne z údajov AREAER čerpali aj Grilli a Milesi-Ferretti (Grilli a Milesi-Ferretti, 1995), Rodrik (Rodrik, 1998) a Quinn (Quinn, 1997), Klein a Olivei (Klein a Olivei, 2006). Účelom bolo zostavenie podielových ukazovateľov za obdobie, počas ktorého bol kapitálový účet krajiny otvorený. Chinn a Ito (Chinn a Ito, 2005) využívali sofistikovanejšie metódy merania konštrukciou indexu finančnej otvorenosti, ktorý využíva základné položky získané dezagregáciou bežného a kapitálového účtu s ohľadom na obmedzenia v rámci AREAER. Mody a Murshid (Mody a Murshid, 2005) taktiež využili vlastné merania pri zohľadnení obmedzenia na bežnom a kapitálovom účte. Edwards (Edwards, 2005) skombinoval merania použité v prácach Modyho a Murshida (Modyho a Murshida, 2005), ako aj Chinna a Itoa (Chinna a Itoa, 2005) s informáciami pochádzajúcimi zo špecifických zdrojov danej krajiny a zostavil vlastný index. Postupne sa vytvárali ďalšie ukazovatele, ktoré odrážali rozsah obmedzení kapitálových tokov. V posledných rokoch došlo k rozsiahlejšej revízií predovšetkým starších ukazovateľov vzhľadom na aktuálny vývoj kapitálových obmedzení (Miniane, 2004).

Aj napriek sofistikovanému charakteru týchto prístupov má väčšina navrhovaných meraní finančnej otvorenosti určité nedostatky. Po prvé, tieto prístupy jednoznačne nezohľadňujú stupeň otvorenosti kapitálového účtu, keďže sú čiastočne postavené na rôznych obmedzeniach spojených s devízovými transakciami, ktoré nevyhnutne nemusia brzdiť kapitálové toky. Po druhé, uvádzané prístupy neberú do úvahy rozsah uplatňovania kontroly kapitálových tokov (resp. efektívnosť takejto kontroly), ktorý sa môže v určitom časovom horizonte zmeniť bez toho, aby nastali zmeny v samotných obmedzeniach pohybu kapitálu. Po tretie, za najzávažnejší argument môžeme označiť skutočnosť, že spomínané prístupy k vyjadreniu stupňa finančnej otvorenosti nie vždy zohľadňujú skutočnú úroveň integrácie ekonomiky do medzinárodných kapitálových trhov. Môžeme spomenúť príklad Číny, ktorá napriek využívaniu rozsiahleho režimu regulácie kapitálových tokov nedokázala v súčasnosti zastaviť prílev špekulatívneho kapitálu.

Metódy vyjadrenia finančnej otvorenosti krajiny možno rozdeliť do dvoch formálnych skupín (prístupy na báze cenových diferenciálov a prístupy na báze objemových diferenciálov).

⁵ Napríklad Quinn's Indicators; OECD Share; CapFlows; CapStocks; Montiel & Reinart Indicators; Edison & Warnock Indicators; Bekeart, Harvey & Lundblad Indicators, Levine/Zervos & Henry Indicators.

⁶ *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (AREAER).

Prvý prístup sa zameriava na cenovo orientované merania integrácie trhu aktív. Na základe tohto prístupu sú kľúčovým faktorom integrácie kapitálových trhov ceny podobných finančných nástrojov vo dvoch krajinách, pričom sa neberie zreteľ na objem, ani smerovanie kapitálových tokov. V praxi sa možno pri aplikácii týchto prístupov v podmienkach rozvíjajúcich sa ekonomík (najmä v ekonomík s nízkym národným dôchodkom) stretnúť s viacerými problémami. Očakávaná výnosnosť finančných nástrojov môže zahŕňať množstvo potenciálnych rizík. Dôsledkom vyššej rizikovosti takýchto investícií je prítomnosť rizikovej prémie, ktorú je pri jednotlivých finančných nástrojoch pomerne ťažké vyjadriť.

Objemovo orientované prístupy k vyjadreniu finančnej integrácie (prístupy založené na aktuálnych kapitálových tokoch) ponúkajú efektívnejší spôsob merania integrácie národnej ekonomiky do medzinárodných finančných trhov. Aj tu je však potrebné upozorniť na niekoľko aspektov. Pri aplikácii týchto prístupov je nevyhnutné rozhodnúť sa, či sa na účely meraní použijú čisté, alebo hrubé kapitálové toky. Hrubé kapitálové toky ponúkajú konkrétnejšiu predstavu o finančnej integrácii. Takéto prístupy teda zachytávajú obojstranné kapitálové toky. Výhodou je, že ponúkajú pomerne jasný obraz o tom, či národná ekonomika dokáže, pri zohľadnení existencie množstva finančných nástrojov a taktiež investorov s odlišnými rizikovými stratégiami, efektívne zdieľať riziko. Ukazovateľ, v ktorom by sme súčet súm hrubých odlevov a prílevov kapitálu dali do pomeru k hrubému domácomu produktu, ponúka zaujímavú symetriu so široko používaným ukazovateľom na vyjadrenie celkovej funkčnej (obchodnej) otvorenosti ekonomiky, ktorý dáva do pomeru súčet súm exportov a importov k hrubému domácomu produktu.

Na druhej strane, takéto ročné toky kapitálu môžu byť dosť nestabilné a celkové meranie je tak náchylné k chybám. Na zmiernenie týchto problémov sa ako alternatívny objemový ukazovateľ využíva podiel súčtu súm zahraničných aktív a pasív⁷ a hrubého domáceho produktu. Tento prístup umožňuje vyhnúť sa množstvu problémov, ktoré súvisia s evidenciou údajov o kapitálových tokoch. V súčasnosti, predovšetkým na sledovanie zdieľania rizika medzi krajinami, sa merania na báze využitia celkových stavov zahraničných aktív a pasív javia ako vhodnejšie. Ak krajina disponuje vysokou hrubou zásobou zahraničných aktív a pasív, potom aj malé zmeny vo menovom kurze môžu viesť k významným hodnotovým zmenám zásob kapitálu. Pôsobí to ako mechanizmus na efektívnejšie zdieľanie rizika medzi krajinami aj v prípade, že by čisté saldo zahraničných aktív a pasív bolo nízke.

1.3. Dôsledky liberalizácie kapitálových tokov

Vplyv na ekonomickú rast

Liberalizácia kapitálových tokov by mala viesť k pohybu kapitálu z kapitálovo dostatočne vybavených ekonomík do kapitálovo poddimenzovaných ekonomík. V týchto ekonomikách sa očakáva vyššie zhodnotenie vstupného kapitálu. V menej rozvinutej ekonomike by mal prílev kapitálu vhodným spôsobom doplniť obmedzenú zásobu domáceho

⁷ Ide o kumulovanú verziu zodpovedajúcich kapitálových tokov upravených o hodnotové zmeny za príslušné časové obdobie.

kapitálu. V dôsledku zníženia nákladov na obstaranie nového kapitálu by prílev zahraničného kapitálu mal následne vyvolať ďalšie investície. Určité formy kapitálových tokov majú taktiež schopnosť podporiť technologický rozvoj.

Existuje množstvo nepriamych kanálov, prostredníctvom ktorých môže liberalizácia kapitálových tokov pozitívne vplývať na ekonomický rast. Môže podporiť rozvoj a prehĺbenie špecializácie diverzifikáciou dôchodkového rizika a následne zvýšiť produktivitu a tempo ekonomického rastu. Finančné toky môžu podporiť rozvoj domáceho finančného sektora, pozitívne vplývať na finančnú disciplínu vlád a tým podporiť stabilitu makroekonomických politík.

Významným pozitívnym efektom narastajúcej finančnej integrácie je výrazne vyšší kumulatívny ekonomický rast, ktorý zaznamenali rozvíjajúce sa ekonomiky v porovnaní s vyspelými svetovými ekonomikami od 70. rokov. Ak by sme zo zoznamu rozvíjajúcich sa ekonomík vyškrtli Čínu a Indiu, tempo kumulatívneho ekonomického rastu by sa za túto skupinu výrazne znížilo. Stále by však presahovalo úroveň vyspelých svetových ekonomík.

Na druhej strane však vzťah medzi liberalizáciou kapitálových tokov a ekonomickým rastom zostáva aj naďalej problematický, neurčitý. Pozitívne efekty možno celkom jednoznačne zaznamenať na mikroekonomickej úrovni, avšak na makroekonomickej úrovni zostávajú nejednoznačné.

Vplyv na volatilitu makroekonomických kategórií

Z teoretického hľadiska nie sú efekty liberalizácie kapitálových tokov na stabilitu vývoja celkového outputu jednoznačné. Liberalizácia kapitálových tokov umožňuje kapitálovo poddimenzovaným ekonomikám diverzifikovať pomerne úzku výrobnú základňu, ktorá obvykle závisí od vybavenosti prirodzenými zdrojmi, resp. od poľnohospodárstva. Takáto situácia môže prispieť k zníženiu makroekonomickej volatility.

V neskorších fázach vývoja môže výraznejšia obchodná a finančná integrácia takejto ekonomiky prispieť k nárastu špecializácie založenej na predpoklade komparatívnych výhod. To však môže zvýšiť citlivosť krajiny voči odvetvovo špecifickým šokom.

Vzťah medzi finančnou integráciou a stabilitou vývoja celkovej spotreby možno z pohľadu teórie naznačiť formou vzájomných súvislostí. Predpokladáme, že spotrebitelia, aj samotné ekonomiky majú negatívny vzťah voči riziku. Potom z pohľadu teórie by mali spotrebitelia využiť finančné trhy na zabezpečenie sa proti dôchodkovému riziku, a tak sa vyhnúť prípadným dočasným fluktuáciám v dôchodku a spotrebe. Z tohto pohľadu sú výhody medzinárodného zdieľania rizika pomerne významné. Lucas (Lucas, 1987) vychádza z predpokladu, že makroekonomická stabilizačná politika, ktorá sa snaží redukovat' nestabilitu vývoja celkovej spotreby, má len malý vplyv na celkovú úroveň dôchodku. Z toho vyplýva, že čím vyššiu nestabilitu vykazuje určitá rozvíjajúca sa ekonomika, tým vyšší potenciálny prínos môže zaznamenať z medzinárodného zdieľania rizika.

Môžeme predpokladať, že liberalizácia kapitálového účtu platobnej bilancie zohráva významnú úlohu pri podnecovaní finančných kríz. Dôležité pritom je, či voľný pohyb kapitálu je samotnou príčinou, alebo len sprievodným javom finančnej krízy. Vzhľadom na špecifiká

regiónov, v ktorých sa jednotlivé finančné krízy (Krugman, 2002; Mishkin, 2001; Wei a Wu, 2002) odohrali, nedá sa jednoznačne potvrdiť, že liberalizované kapitálové toky so sebou priniesli predpokladaný efekt výraznejšieho zdieľania rizika medzi krajinami, a tým aj redukcii nestability vývoja celkovej spotreby.

Trend znižovania makroekonomickej volatility vo väčšine vyspelých ekonomík od polovice 80. rokov bol pomerne dobre zdokumentovaný, aj keď dôvody pre takýto vývoj sú stále predmetom diskusií. Pokles nestability vývoja celkového outputu bol, zdá sa, trendom rovnako vo vyspelých, ako aj v rozvíjajúcich sa ekonomikách. Avšak na základe dostupných analýz, založených na aplikácii rôznych regresných modelov, rôznej vzorky krajín, rôznych časových období, môžeme konštatovať, že neexistuje systematický empirický vzťah medzi finančnou otvorenosťou a (ne)stabilitou vývoja celkového outputu.

Konvergencia medzi krajinami

Z pohľadu teórie je možné ako logický dôsledok prebiehajúcich integračných procesov medzi krajinami považovať konvergenciu vývoja hlavných makroekonomických kategórií. Efekt zvýšenia finančnej integrácie na koreláciu tempa rastu outputu medzi krajinami je neurčitý, pretože je výrazne ovplyvňovaný charakterom exogénnych šokov a rozsahom špecializácie. Na druhej strane, z pohľadu teórie môže finančná integrácia pomôcť krajinám diverzifikovať riziká špecifické pre národné ekonomiky a tým posilniť konvergenciu tempa rastu spotreby medzi krajinami. Ekonomická teória tak naznačuje dôsledky pôsobenia finančnej integrácie na koreláciu vývoja spotrebných výdavkov krajín. Na druhej strane však chýbajú jednoznačné argumenty pre koreláciu vývoja celkového outputu, resp. národného dôchodku.

Z tohto pohľadu predpokladáme, že liberalizácia kapitálových tokov má pozitívny vplyv na ekonomický rast. Hoci jej efekt na (ne)stabilitu vývoja celkového outputu je neistý, dôsledkom by malo byť zníženie relatívnej nestability vo vývoji spotrebných výdavkov a tým aj zvýšenie konvergenzie medzi krajinami v oblasti vývoja národnej spotreby.

1.4. Štruktúra kapitálových tokov a jej aspekty

Portfóliové majetkové investície

Narastajúci význam portfóliových majetkových investícií na rozvíjajúcich sa trhoch je predmetom skúmania mnohých štúdií, ktoré sa zaoberali analýzou vplyvu liberalizácie trhu s majetkovými cennými papiermi na ekonomický rast. Väčšina štúdií sa vo svojich záveroch zhodla na skutočnosti, že portfóliové majetkové investície majú významný pozitívny vplyv na rast celkového outputu. Otázkou zostáva, či tento pozitívny vplyv na ekonomický rast je vyvolaný priamo liberalizáciou trhu s majetkovými cennými papiermi, alebo ide o dôsledok pôsobenia iných opatrení finančnej liberalizácie. Súčasne môžeme pozorovať rôzne efekty na úrovni jednotlivých odvetví, resp. firiem, ktoré zdôrazňujú význam liberalizácie trhu s majetkovými cennými papiermi na mikroekonomickej úrovni. Zaujímavé sú aj rôzne kanály, prostredníctvom ktorých sa finančná liberalizácia premieta do pozitívnych vplyvov na

ekonomický rast, napríklad nárast investičnej aktivity, zvýšenie celkovej produktivity výrobných faktorov a pod.

Priame zahraničné investície

Relatívny význam priamych zahraničných investícií sa v posledných rokoch zvýšil. Stali sa najdôležitejšou formou súkromného nadnárodného financovania rozvíjajúcich sa ekonomík. Z teoretického hľadiska existuje predpoklad, že priame zahraničné investície môžu znamenať významnejší prínos ako ostatné formy financovania. Popri rozšírení domácej zásoby kapitálu majú priame zahraničné investície pozitívny vplyv na produktivitu, predovšetkým prostredníctvom transferu technológií a manažérskych skúseností. Navyše, majú tendenciu byť aj najmenej nestabilnou formou zahraničného kapitálu, čo následne robí prijímajúcu krajinu menej citlivú na náhle prerušenie či zníženie prílevu tejto formy kapitálu, resp. na jej spätný odlev.

V súvislosti s významným nárastom priamych zahraničných investícií sa aj mnohé štúdie začali orientovať na problematiku vyjadrenia pozitívnych efektov týchto kapitálových tokov, resp. dôslednejšiu identifikáciu podmienok, ktorých splnenie je nevyhnutné na plné využitie potenciálnych pozitívnych efektov, ktoré rozvíjajúcej sa ekonomike prinášajú priame zahraničné investície.

Dlhový kapitál

Dlhový kapitál predstavuje menej stabilnú formu finančných tokov v porovnaní s ostatnými formami. V prípade problémov v prijímajúcej ekonomike môže dôjsť k rýchlemu odlevu tejto formy kapitálu. Náhlý pokles záujmu zahraničných investorov je pravdepodobnejší v prípade krajín, ktoré majú relatívne vyšší podiel portfóliového dlhového kapitálu (vrátane bankových úverov) a nižší podiel priamych zahraničných investícií. Krátkodobé bankové úvery majú v prípade rozvíjajúcich sa ekonomík obvykle cyklický charakter (majú tendenciu narastať v čase vykazovaného ekonomického rastu, a naopak, tendenciu klesať v čase poklesu ekonomickej výkonnosti). Cyklický a vysoko nestabilný charakter tohto druhu kapitálových tokov môže ešte zvýrazniť negatívne dopady endogénnych šokov na ekonomický rast.

Väčšia otvorenosť ekonomiky voči prílevu dlhového kapitálu spôsobuje zvýšenú citlivosť vlád a iných subjektov finančného sektora na rôzne druhy šokov. Krajiny s nepriaznivým ekonomickým vývojom majú vo výraznejšej miere tendenciu využívať ako hlavný zdroj zahraničného kapitálu krátkodobý zahraničný dlh denominovaný v cudzej mene. To však zvyšuje ich zraniteľnosť, osobitne v prípade, keď domáci finančný systém, prostredníctvom ktorého sa tento kapitál následne alokuje, je málo rozvinutý, nedostatočne regulovaný, resp. nevhodne organizovaný.

1.5. Súbežné efekty finančnej liberalizácie

Z pohľadu teórie proces finančnej liberalizácie prispieva k zintenzívneniu kapitálových tokov. Relatívne vyšší prínos však so sebou prinášajú práve nepriame efekty finančnej liberalizácie. V tejto časti sa zameriame na tri kľúčové oblasti, v rámci ktorých zohrávajú nepriame efekty významnú úlohu - na rozvoj finančného sektora, kvalitu inštitúcií a ich riadenie a na makroekonomické politiky.

Empirické skúsenosti naznačujú, že finančná integrácia zintenzívňuje rozvoj domáceho finančného trhu. Aj keď z pohľadu teórie existuje predpoklad, že finančná liberalizácia prispieva k zvýšeniu kvality inštitúcií a ich riadenia, z praktického hľadiska sa táto skutočnosť nedá jednoznačne potvrdiť. Skutočnosť, že finančná liberalizácia prispieva k zlepšeniu makroekonomických politík, sa v praxi ťažko overuje a vyvoláva určité pochybnosti.

Rozvoj finančného sektora

Predmetom záujmu tejto časti je otázka, či medzinárodné kapitálové toky prispievajú významne k rozvoju domáceho finančného trhu, a to tak z hľadiska jeho veľkosti (veľkosť bankového sektora a kapitálových trhov), ako aj rozvoja v širšom zmysle slova (dohľad a regulácia nad finančným trhom a pod.).

Vzhľadom na pozitívne efekty finančnej liberalizácie môžeme predpokladať, že zahraničné vlastníctvo bánk môže priniesť rôzne pozitíva. Po prvé, prítomnosť zahraničných bánk na domácom finančnom trhu môže uľahčiť krajine ako celku prístup na zahraničné finančné trhy. Po druhé, táto skutočnosť môže zlepšiť regulačný a kontrolný rámec v domácom bankovom sektore. Po tretie, môže prispieť k zvýšeniu kvality poskytovaných úverov, keďže zvýšením otvorenosti ekonomiky by sa mal vplyv vlády na finančný sektor znížiť. Po štvrté, zahraničné banky môžu napomôcť zavedenie nových finančných nástrojov a technológií na domácom finančnom trhu, čo môže viesť k zvýšeniu konkurencieschopnosti a zvýšeniu kvality finančných služieb. Prítomnosť zahraničných bánk môže taktiež posilniť pocit stability a bezpečnosti domáceho finančného systému v prípade, že by sa vkladatelia začali obávať o solventnosť domácich bánk.

Prítomnosť väčšieho počtu zahraničných bánk na domácom finančnom trhu zvyšuje konkurenciu a zdá sa, že vedie aj k zníženiu tak reálnych nákladov, ako aj ziskov bánk. Podobne možno očakávať zvýšenie alokačnej efektívnosti v oblasti kapitálového trhu. Rozvoj finančného sektora prináša nasledujúce efekty:

- vytvára priestor na prorastové efekty spojené s prílevom priamych zahraničných investícií⁸ (Hermes a Lensink, 2003),
- zlepšuje prorastové pôsobenie portfóliových majetkových tokov⁹ (Bekaert a Harvey, 2005),

⁸ Rozvinutý domáci finančný sektor môže poskytnúť potrebnú kredibilitu domácim firmám, ktoré na využitie technologických efektov spojených s prílevom PZI potrebujú získať finančné prostriedky.

⁹ Rozvinutý domáci finančný sektor pomáha zvyšovať efektívnosť rozhodnutí o alokácii zahraničných majetkových finančných tokov medzi domáce konkurenčné investičné projekty.

- vytvára pozitívny vplyv na makroekonomickú stabilitu, ktorá potom spätne vplýva na objem a štruktúru kapitálových tokov (Larrain, 2004),
- zmierňuje negatívne pôsobenie šokov, a tým pomáha redukovať makroekonomickú volatilitu.¹⁰

Ekonomické krízy na rozvíjajúcich sa trhoch opätovne zdôraznili potrebu dobre rozvinutých a regulovaných finančných trhov počas procesu finančnej integrácie.

Kvalita inštitúcií a ich riadenia

Ďalšou oblasťou, ktorá môže byť predmetom skúmania v rámci súbežných efektov, je vzťah finančnej liberalizácie a riadenia podnikov. Kvalita inštitúcií zohráva významnú úlohu nielen pri determinácii prínosov finančnej integrácie, ale aj pri určení stupňa samotnej finančnej integrácie. Má významný vplyv na štruktúru kapitálových tokov prúdiacich do rozvíjajúcej sa ekonomiky, čo predstavuje ďalší kanál, prostredníctvom ktorého sa ovplyvňuje makroekonomický vývoj.

Práve kvalita inštitúcií sa spravidla považuje za kľúčový faktor, ktorý ovplyvňuje kapitálové toky do rozvíjajúcej sa ekonomiky. Dôsledkom finančnej liberalizácie môžu byť dokonca aj toky kapitálu, ktoré budú prúdiť z kapitálovo poddimenzovanej (a zle riadenej) ekonomiky do vyspelej ekonomiky. Inštitucionálne indikátory a indikátory riadenia inštitúcií majú významný vplyv na prílev priamych zahraničných investícií.

Štruktúra kapitálových tokov má obvykle významnú schopnosť predvídať menové krízy. Podiel priamych zahraničných investícií na celkovom príleve kapitálu do ekonomiky je negatívne asociovaný s pravdepodobnosťou vzniku menových kríz. Iné rozmery štruktúry kapitálu predstavuje časová štruktúra zahraničného dlhu (čím väčší je podiel krátkodobého dlhu, tým väčšia je pravdepodobnosť vzniku krízy) a menová štruktúra zahraničného dlhu (čím väčší je podiel dlhu denominovaného v cudzej mene, tým väčšia je pravdepodobnosť vzniku krízy).

Riadenie podnikov

Zahraniční investori môžu disponovať schopnosťami a informačnými technológiami, ktoré im ako lokálnym investorom umožňujú efektívnejšie monitorovať manažment podniku. Globalizácia tiež prispieva k transformácii podnikovej kontroly - zvyšuje sa monitorovanie manažérov súčasných akcionárov, a to aj zo strany potenciálnych zahraničných záujemcov o danú spoločnosť.

Zvýšená zahraničná konkurencia tak obvykle vedie k zvýšenej kvalite riadenia podnikov. Priame zahraničné investície prichádzajúce z krajiny s dobre regulovaným a kontrolovaným finančným sektorom môžu na rozvíjajúcich sa trhoch pozitívne prispieť k inštitucionálnemu rozvoju a kvalitnejšiemu podnikovému riadeniu.

¹⁰ Z pohľadu teórie rozvinuté finančné trhy umožňujú prostredníctvom rozšírenia spektra príležitostí diverzifikáciu podnikateľského rizika, čo umožňuje znížiť negatívne pôsobenie prípadných šokov a pomáha obmedziť makroekonomickú volatilitu.

Riadenie verejných inštitúcií a korupcia

V oblasti verejných inštitúcií je rovnako zrejماً prepojenosť s pôsobením finančnej liberalizácie (v oblasti korupcie, byrokracie, transparentnosti vládnych politík a pod.). Samozrejme, špecifiká riadenia podnikov a verejných inštitúcií sú vzájomne úzko prepojené.

Finančná integrácia pomáha uskutočňovať štrukturálne zmeny, a tým aj nevyhnutné reformy v rozvíjajúcich sa ekonomikách. Ak sa v ekonomike uvoľní cezhraničný pohyb tovaru a kapitálu, väčšinou to vedie k oslabeniu protireformných snáh v určitých oblastiach, čím sa podporí rozvoj finančného sektora.

Makroekonomické politiky

Vzhľadom na to, že liberalizácia kapitálového účtu robí krajinu zraniteľnejšou voči náhlym zmenám investorských očakávaní, môže byť takáto situácia vhodným signálom na zlepšenie makroekonomickej politiky.

Monetárna a fiškálna politika

Skutočnosť, že určité obdobie finančnej liberalizácie bolo spojené s dezinflačnými trendmi takmer vo všetkých ekonomikách na svete, viedla mnohých autorov k úvahám, že práve finančná liberalizácia zlepšuje výsledky monetárnej politiky. Globalizácia viedla k zvýšeniu konkurencie na trhoch tovarov a pracovných síl (čo prispelo k zníženiu cien statkov, zvýšeniu miezd a k cenovej flexibilitě), a v dôsledku toho boli reálne efekty monetárnej politiky relatívne nižšie a nestále.

V každom prípade sa zdá, že finančná otvorenosť komplikuje implementáciu monetárnej politiky v rozvíjajúcich sa ekonomikách. Napríklad globalizácia zvyšuje neistotu vzhľadom na vývoj produkčnej medzery (zvyšuje citlivosť na šoky v oblasti produktivity prichádzajúce zo zahraničia), inflačnú medzeru (prostredníctvom vplyvu prílevu kapitálu na ceny aktív) a monetárny transmisný mechanizmus (centrálne banky majú nižší dosah na operácie domácich komerčných bánk). Avšak to, či tieto faktory spôsobujú zlepšenie výsledkov monetárnej politiky, nie je určité.

Krajiny s vysokým stupňom finančnej otvorenosti majú tendenciu vykazovať lepšie výsledky monetárnej politiky v oblasti inflácie. Na druhej strane, systematická prepojenosť medzi stupňom finančnej otvorenosti a vhodnejšími fiškálnymi politikami neexistuje.

1.6. Podmienené efekty finančnej liberalizácie

V tejto časti sa zameriame na analýzu oblastí, ktoré zohrávajú významnú úlohu pri formovaní efektov finančnej liberalizácie na makroekonomické výsledky. Ide o tieto oblasti: rámec pre makroekonomické politiky a obchodná integrácia. Obidva tieto faktory ovplyvňujú ekonomický rast. Nás bude zaujímať, akým spôsobom tieto faktory prispievajú k efektom nazývaným finančná integrácia.

Makroekonomická politika a finančná liberalizácia

Empirické štúdie naznačujú, že kvalita domácej makroekonomickej politiky má významný vplyv tak na štruktúru prílevu kapitálu, ako aj na citlivosť voči krízam. Liberalizácia kapitálového účtu prebehne obvykle úspešne, ak je implementovaná do prostredia s podporou vhodnej fiškálnej, monetárnej a kurzovej politiky.

Režim menového kurzu

Režim pevného menového kurzu v princípe predstavuje transparentnú a kredibilnú menovú kotvu, ktorá je dôležitým faktorom pre množstvo rozvíjajúcich sa ekonomík. V takomto prípade má ale stabilita pomerne vysokú cenu - stratu menovej nezávislosti.

Substitučný vzťah medzi monetárnou stabilitou a nezávislosťou tak vytvára priestor na voľbu, pričom je pomerne ťažké stanoviť jednoznačný záver. Otvorený kapitálový účet vytvára väčšie bremeno pre ostatné politiky a štrukturálne črty ekonomiky (napr. celkový output a flexibilitu trhu práce). Pre ekonomiky so slabším finančným systémom nepredstavuje otvorený kapitálový účet a pevný menový kurz vhodnú kombináciu. Rigidný systém pevného menového kurzu môže vystaviť ekonomiku výraznejšej citlivosti voči krízam v čase, keď dôjde k otvoreniu jej kapitálových trhov. Ak by ekonomiky, ktoré boli v 90. rokoch vystavené finančnými krízami (napr. Mexiko, Rusko, Brazília a pod.), nemali zavedený systém pevných kurzov, mohli byť dôsledky vzniknutých kríz podstatne nižšie, resp. tieto krajiny sa im mohli úplne vyhnúť.

Na druhej strane literatúra nekonštatuje, že pevné menové kurzy treba vnímať ako problém pre krajiny, ktoré sa nachádzajú v počiatočných fázach rozvoja domáceho finančného systému, resp. ešte nie sú pripravené na medzinárodnú liberalizáciu svojich kapitálových trhov. Chudobnejším rozvíjajúcim sa ekonomikám, zdá sa, vyhovuje aplikácia systému relatívne pevného menového kurzu v podmienkach rýchleho ekonomického rastu a nízkej inflácie.

Pre rozvíjajúce sa ekonomiky nie je štandardný spôsob merania makroekonomickej výkonnosti nevyhnutne spojený s charakterom systému menových kurzov. Na druhej strane pravdepodobnosť vzniku finančných kríz je pre krajiny s pevným, resp. takmer pevným menovým kurzom, vyššia.

A preto sa pre rozvíjajúce sa ekonomiky ako krátkodobá stratégia odporúča kombinácia systému pevných menových kurzov so stanoveným pásmom oscilácie, resp. s kľavými zmenami parít spolu s vhodne stanovenými limitami pre mobilitu kapitálu. Udržanie systémov s voľne pohyblivými kurzami, resp. pevnými kurzami bez možnosti oscilácie spolu s otvoreným kapitálovým účtom si vyžaduje silné inštitúcie, predovšetkým vo vzťahu k regulácii a dohľadu nad finančným trhom.

Vzťah medzi funkčnou otvorenosťou a finančnou otvorenosťou ekonomiky

Funkčná otvorenosť so sebou zväčša prináša významnejšie pozitíva v porovnaní s finančnou integráciou. Takisto prispieva k znižovaniu pravdepodobnosti vzniku kríz spojených s finančnou otvorenosťou, pričom má v prípade vzniku kríz vzniknuté náklady

relatívne znížiť. Aj z týchto dôvodov sa funkčnej otvorenosti v porovnaní s finančnou integráciou prikladá väčší význam.

Obchodná integrácia má schopnosť znižovať pravdepodobnosť vzniku finančných kríz spojených s náhlymi zmenami vo vývoji na bežnom účte. Menej otvorené ekonomiky musia podstúpiť reálne znehodnotenie menového kurzu, aby jeho nová úroveň odrážala zmenu na bežnom účte. Samotná zmena na bežnom účte pri menej otvorených ekonomikách môže výraznejšie ovplyvniť zmenu zahraničnej platobnej pozície ekonomiky.

Obchodná integrácia tiež zohráva významnú úlohu znižovaním negatívnych dopadov finančných kríz na output a napomáha obnoveniu ekonomiky z finančnej krízy. Reálne náklady finančnej krízy závisia od stupňa otvorenosti ekonomiky, pretože v prípade menej otvorených ekonomík musia krajiny prejsť väčšou kontrakciou agregátneho dopytu a/alebo väčšími zmenami v reálnom menovom kurze, aby sa tak prispôbili vzniknutým šokom. Obchodná integrácia môže pomôcť rozvíjajúcim sa ekonomikám prostredníctvom exportu rýchlejšie prekonať recesiu, keďže vyvolané znehodnotenie menového kurzu bude mať významnejší vplyv na úroveň príjmov z exportu ako v prípade menej otvorených ekonomík. Príjmy z exportu takisto pomáhajú prefinancovať zahraničný dlh, ktorý v prípade mnohých rozvíjajúcich sa ekonomík dosahuje významnú úroveň.

Ekonomiky s väčšou obchodnou otvorenosťou sú v prípade náhlych problémov na bežnom účte vystavené menším negatívnym dopadom na ekonomický rast.

Implikácie

Analýza faktorov ovplyvňujúcich hodnotenie finančnej liberalizácie naznačuje existenciu určitých predpokladov, podmienok, ktoré v prípade konkrétnej ekonomiky vplývajú na jej celkový efekt. Poznáme podmienené efekty finančnej liberalizácie v rôznych oblastiach.

Avšak nie je k dispozícii ucelený rámec na hodnotenie relatívnej dôležitosti každej z relevantných podmienok, ako aj vzájomných vzťahov medzi jednotlivými podmienkami. Jeho existencia by pomohla na základe konkrétnych priorít jednotlivej krajiny zohľadniť vlastné predstavy o očakávaných efektoch z finančnej integrácie.

Otvorenie kapitálového účtu môže „nepripravenej“ ekonomike s nedostatočne rozvinutým finančným trhom, so slabými inštitúciami alebo s rôznymi makroekonomickými nerovnováhami spôsobiť významné škody.

Jednotlivé predpoklady závisia od stupňa samotnej integrácie. Vyspelé ekonomiky, ktoré sú podstatne viac integrované do globálnych finančných trhov, sú schopné efektívnejšie využiť medzinárodné kapitálové toky na zvýšenie celkovej vlastnej produktivity výrobných faktorov, ako aj efektívnejšie zdieľanie dôchodkového rizika než rozvíjajúce sa ekonomiky.

Zatiaľ čo makroekonomická volatilita má negatívny dopad na ekonomický rast, v prípade otvorenejších ekonomík je tento efekt menej výrazný. Ekonomiky, ktoré sú z hľadiska obchodu a finančných tokov viac otvorené, sú schopné absorbovať relatívne vyšší stupeň volatility (za inak nezmenených okolností) ako menej rozvinuté ekonomiky.

1.7. Zhrnutie

Vyjadrenie rozsahu integrácie krajín do globálnych finančných trhov je dôležitou, ale náročnou záležitosťou. Aj keď v prípade mnohých krajín nie je možné jednoznačne identifikovať podklady na podporu prorastových efektov liberalizácie kapitálového účtu, mnohé štúdie ukázali pozitívne výsledky. Na druhej strane je potrebné pripomenúť, že za určitých okolností môže liberalizácia kapitálového účtu prispieť k zvýšeniu zraniteľnosti krajiny voči finančným krízam.

Štruktúra kapitálových tokov má výrazný vplyv na prorastové efekty finančnej liberalizácie. Štúdie vychádzajúce z makroekonomických a mikroekonomických údajov dokazujú pozitívny vplyv liberalizácie trhu s majetkovými cennými papiermi na rast outputu. Priame zahraničné investície predstavujú formu kapitálových tokov s najvýznamnejšími pozitívnymi efektmi na ekonomický rast. Hoci na makroekonomickej úrovni je pomerne ťažké jednoznačne dokladovať pozitívny vplyv priamych zahraničných investícií, štúdie vychádzajúce z mikroekonomických údajov naznačujú pozitívny vplyv na rast outputu a produktivity, predovšetkým prostredníctvom efektov na vertikálnej úrovni v rámci národného hospodárstva.

Popri tradičných kanáloch, ako je efektívna alokácia kapitálu a príležitosť na medzinárodné zdieľanie rizika, rastové a stabilizačné efekty finančnej liberalizácie sa realizujú prostredníctvom skupiny súbežných efektov, napríklad rozvoja finančného trhu, zvýšenia kvality inštitúcií a ich riadenia, makroekonomickej disciplíny a pod. Tieto súbežné efekty ovplyvňujú ekonomický rast a stabilitu nepriamo, pretože makroekonomické efekty nemusia byť jednoznačne viditeľné v krátkom období.

Rôzne podmienky zohrávajú významnú úlohu pri hodnotení ekonomických efektov spojených s finančnou liberalizáciou. Niektoré kľúčové predpoklady sa vzťahujú na úroveň vyspelosti domácich finančných trhov, kvalitu inštitúcií a riadenie podnikov, charakter makroekonomických politík (vrátane systému menového kurzu) a rozsah funkčnej otvorenosti krajiny. Ekonomiky, ktoré spĺňajú tieto predpokladané podmienky, sú schopné významnejším spôsobom profitovať z procesu finančnej liberalizácie.

1.8. Literatúra

- [1] BEKAERT, G. - HARVEY, C. R. (2005) *Does Financial Liberalization Spur Growth*, *Journal of Financial Economics*, 77(1): 3-55
- [2] EDISON, H. J. - KLEIN, M. - RICCI, L. - SLOK, T. (2004) *Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis*, [IMF Staff Papers, Vol. 51, No. 2.] Washington: International Monetary Fund
- [3] EDWARD, S. (2005) *Capital Controls, Sudden Stops, and Current Account Reversals*, [NBER Working Paper, No. 11170.] Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research
- [4] GRILLI, V. - MILESI-FERRETTI, G. M. (1995) *Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls*, [Staff Papers, Vol. 42, No. 3 (September), pp. 517-551.] Washington: International Monetary Fund

- [5] HERMES, N. - LENSINK, R. (2003) *Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth*, Journal of Development Studies, 40(1): 142-163
- [6] CHINN, M. - ITO, H. (2005) *What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions and Interactions*, Journal of Development Economics, 81(1): 163-192
- [7] JOHNSTON, R. B. - TAMIRISA, N. (1998) *Why Do Countries Use Capital Controls?*, [IMF Working Paper, 98/181.] Washington: International Monetary Fund
- [8] KLEIN, M. - OLIVEI, G. (2006) *Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth*, [Working Paper.] Medford, MA: Tufts University
- [9] KRUGMAN, P. (1998) *Saving Asia: It's Time to Get Radical*, Fortune, September 7, s. 74-80
- [10] KRUGMAN, P. (2002) *Crises: The Price of Globalization?*, [Paper presented at 2000 Symposium on Global Economic Integration.] Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City
- [11] LANE, R. - MILESI-FERRETTI, G. M. (2006) *The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004*, [IMF Working Paper, 06/69.] Washington: International Monetary Fund
- [12] LARRAIN, B. (2004) *Financial Development, Financial Constraints, and the Volatility of Industrial Output*, [Public Policy Discussion Paper No. 6] Boston: Federal Reserve Bank
- [13] LUCAS, R. E., Jr. (1987) *Models of Business Cycles*, Oxford: Basil Blackwell
- [14] MINIANE, J. (2004) *A New Set of Measures on Capital Account Restrictions*, [IMF Staff Papers, Vol. 51, No. 2, pp. 276-308.] Washington, DC: International Monetary Fund
- [15] MISHKIN, F. (2001) *Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries*, [NBER Working Paper, No. 8087.] Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research
- [16] MODY, A. - MURSHID, A. P. (2005) *Growing Up With Capital Flows*, Journal of International Economics, 65(1): 249-266
- [17] OBSTFELD, M. (1998) *The Global Capital Market: Benefactor or Menace?*, Journal of Economic Perspectives, 12: 9-30
- [18] QUINN, D. (1997) *The Correlates of Changes in International Financial Regulation*, American Political Science Review, 91, s. 531-551
- [19] RODRIK, D. (1998) *Who Needs Capital-Account Convertibility?*, Essays in International Finance, č. 207
- [20] STIGLITZ, J. (2000) *Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability*, World Development, 28(6): 1075-1086
- [21] STIGLITZ, J. (2002) *Globalization and Its Discontents*, New York: W. W. Norton and Company

-
- [22] STULZ, R. (1999) *International Portfolio Flows and Security Markets. International Capital Flows*, [NBER Conference Report Series, pp. 257-293.] Chicago/London: University of Chicago Press
- [23] WAGNER, H. (2002) *Implications of Globalization for Monetary Policy*, [Working Paper.] Hagen: University of Hagen
- [24] WEI, S. J. - WU, Y. (2002) *Negative Alchemy? Corruption, Composition of Capital Flows, and Currency Crises*. In: EDWARDS, S. and FRANKEL, J. (ed.): *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*. Chicago: University of Chicago Press, s. 461-501

2. METODOLOGICKÉ ASPKETY SKÚMANIA MEDZINÁRODNEJ FINANČNEJ INTEGRÁCIE

Medzinárodná finančná integrácia pomáha zlepšovať funkčnosť finančných systémov zvyšovaním dostupnosti finančných zdrojov a umožnením diverzifikácie rizika medzi krajinami. Intenzívnejšia finančná integrácia by mala viesť k pohybu kapitálu z kapitálovo dostatočne vybavených ekonomík do kapitálovo poddimenzovaných ekonomík. Intenzita zapájania sa národných ekonomík do procesov spojených s medzinárodným pohybom kapitálu je podmienená a súčasne ovplyvňovaná množstvom lokálnych aj nadnárodných faktorov, ktorých špecifické pôsobenie, spoločne s ekonomickou a finančnou vyspelosťou ekonomík, zásadným spôsobom determinuje charakter výsledných efektov medzinárodnej finančnej integrácie.

2.1. Úvod

Akumulácia zahraničného kapitálu prispieva k zrýchleniu konvergenčného procesu, čo umožňuje rýchlo sa rozvíjajúcej ekonomike využiť investičné príležitosti pri súčasnom zvýšení spotrebných výdavkov a náraste celkového národného dôchodku. V prípade krajín, ktoré sa stali významným cieľom pre zahraničný kapitál, je potrebné upozorniť na dve závažné skutočnosti.

Po prvé, s postupným narastaním rentability zahraničných investícií a objemu splátok zahraničných dlhov, musí byť cieľová krajina zahraničných investícií v súvislosti s repatriáciou zisku a nárastom dlhovej služby pripravená stabilizovať zahraničnú finančnú pozíciu prostredníctvom prebytkov na účte obchodnej bilancie. Veľkosť potrebného prebytku v rámci obchodnej bilancie nie je ovplyvnená len objemom akumulovaných zahraničných pasív a tempa ekonomického rastu, ale aj očakávanou mierou návratnosti zahraničných aktív a pasív krajiny, čo bude v nemalej miere závisieť od štruktúry celkovej bilancie zahraničných aktív a pasív.

Druhou významnou skutočnosťou pre zadlžujúce sa ekonomiky je odhad stupňa otvorenosti voči finančným šokom. Napríklad finančné krízy v 90. rokoch podkryli potenciálnu volatilitu, ktorá súvisela s výraznejšou orientáciou na určitý druh zahraničného financovania, predovšetkým v podobe krátkodobých zahraničných pôžičiek. Z tohto dôvodu je dôležité zamerať sa v rámci analýz aj na rizikový charakter zahraničných finančných pasív určitej krajiny.

Liberalizácia kapitálových pohybov v európskych tranzitívnych ekonomikách zo sebou priniesla predpoklady na významný prílev kapitálu do týchto krajín. Proces obnovy domácej zásoby kapitálu (predovšetkým reálneho kapitálu) po období počiatkovej makroekonomickej stabilizácie v prvej polovici 90. rokov zvýraznil nerovnováhu medzi domácimi zdrojmi (úsporami) a reálnou kapitálovou potrebou. Na investície náročný transformačný proces, ako aj výrazný rastový potenciál tranzitívnych ekonomik vytváral a stále vytvára atraktívne podmienky na prílev zahraničného kapitálu. Medzi ďalšie významné stimulačné faktory pre zahraničných investorov možno popri počiatkovej významnej kapitálovej podvybavenosti zaradiť relatívne vysokú počiatkovú úroveň ľudského kapitálu

a inštitucionálnu garanciu v podobe potenciálneho vstupu týchto krajín do Európskej únie. Zatiaľ čo celková ekonomická výkonnosť počas tohto obdobia bola a stále je významne pod vplyvom počiatočného ekonomického prepadu, tempá ekonomického rastu v niektorých európskych tranzitívnych ekonomikách boli za obdobie posledných rokov v predkrízovom období vysoké.

Medzinárodná finančná integrácia európskych tranzitívnych ekonomik, odrážajúca ich schopnosť zapájať sa do procesu medzinárodných pohybov kapitálu, je úzko prepojená s procesom ekonomickej integrácie a konvergenie a podmienená kvalitatívnymi zmenami základných makro a mikroekonomických proporcií. Medzinárodné kapitálové pohyby pritom na jednej strane významne ovplyvňujú ekonomický vývoj krajín a na strane druhej odrážajú schopnosť krajiny aktívne participovať na procese medzinárodnej deľby práce. Vzhľadom na dlhodobú udržateľnosť ekonomického rastu v európskych tranzitívnych ekonomikách možno za mimoriadne prínosné považovať analýzu základných tendencií formovania medzinárodnej finančnej integrácie týchto krajín v podmienkach ekonomickej konvergenie k starým členským krajinám Európskej únie. Predpokladáme, že zohľadnenie vplyvu zmien základných makro a mikroekonomických proporcií v každej z európskych tranzitívnych ekonomik nám umožní posúdiť základné, ako aj vedľajšie efekty plynúce zo zapájania sa týchto ekonomik do procesu medzinárodných kapitálových pohybov.

V kapitole sa zameriame na vymedzenie základných determinantov medzinárodnej finančnej integrácie národných ekonomik, čo nám umožní vytvoriť metodologický aparát pre následnú analýzu širších efektov zapájania sa európskych tranzitívnych ekonomik do procesu medzinárodných kapitálových pohybov. Kapitola je tak úvodom do štúdia tejto problematiky, ktorá bude predmetom skúmania v ďalších vedeckých prácach.

2.2. Prehľad súčasného stavu poznania

Medzinárodný pohyb kapitálu je úzko spojený s procesom globalizácie a postupným odstraňovaním bariér pre cezhraničnú alokáciu aktív, dôsledkom čoho došlo počas obdobia posledných desaťročí k masívnemu nárastu vzájomnej finančnej previazanosti medzi ekonomikami (Kose, Prasad, Rogoff a Wei, 2006). Medzinárodná finančná integrácia ekonomik, ako prostriedok zapájania sa krajín do procesu medzinárodných kapitálových pohybov, výrazne prispela k prekonávaniu obmedzení, ktoré investori pociťovali v rámci národných ekonomik. Presuny kapitálu medzi krajinami stimulované výrazným rozšírením potenciálu na zvýšenie jeho rentability a diverzifikáciu portfólií finančných aktív viedli na jednej strane k vzniku množstva pozitívnych, symetrických a multiplikačných efektov, avšak na strane druhej zvýšili riziko prejavu mnohých negatívnych a asynchrónnych defektov, ktoré podnietili ekonómov k prehodnocovaniu celkových účinkov finančnej liberalizácie a intenzifikácie medzinárodných pohybov kapitálu (Obstfeld, 1998). Na základe analýzy efektov medzinárodnej finančnej integrácie (Baldwin, 2004; Bussiere, 2004; Eichengreen, 2001) možno evidovať jej účinky nielen na makroekonomickej, ale aj mikroekonomickej úrovni.

Bilancia týchto efektov je zásadne podmienená základnými parametrami ekonomiky, pričom však ani podobnosť týchto parametrov medzi krajinami nie je garanciou podobnosti

efektov, vyvolaných zapájaním sa týchto krajín do procesu medzinárodných kapitálových pohybov (Fischer, 1998; Stulz, 1999). Osobitný rozmer nadobúda hodnotenie predpokladov a účinkov medzinárodných pohybov kapitálu v podmienkach európskych tranzitívnych ekonomík (do tejto skupiny v rámci projektu zahrnieme krajiny EÚ-10, t.j. Bulharsko, Českú republiku, Estónsko, Litvu, Lotyšsko, Maďarsko, Poľsko, Rumunsko, Slovenskú republiku a Slovinsko), ktoré boli svojou špecifickou východiskovou pozíciou a zložitým, kapitálovo náročným transformačným procesom predurčené do pozície čistých kapitálových príjemcov (Lane a Milesi-Ferretti, 2006). V porovnaní so starými členskými krajinami Európskej únie však vplyvy medzinárodných kapitálových pohybov v európskych tranzitívnych ekonomikách nemusia dosahovať nielen očakávanú intenzitu, ale ich výsledný efekt môže byť deformovaný, prípadne úplne opačný (Edwards, 2001; Edison, Ross, Luca a Torsten 2002; Bekaert, 2005).

Konkrétne národné podmienky zásadne ovplyvňujú nielen veľkosť, ale aj štruktúru medzinárodných kapitálových pohybov, ktorých sa konkrétna krajina zúčastňuje. V európskych tranzitívnych ekonomikách potom osobitný rozmer nadobúda aj časové hľadisko, ktoré odráža kvalitatívnu zmenu parametrov ekonomiky (Buitert-Taci, 2002). Práve tento faktor, zásadným spôsobom ovplyvnil charakter (nárast významu majetkových foriem kapitálových pohybov), intenzitu (rastúca medziročná dynamika kapitálových pohybov), ako aj výsledné efekty medzinárodnej finančnej integrácie európskych tranzitívnych ekonomík. Makroekonomická stabilizácia a predpoklady rýchlej hospodárskej konvergencie európskych tranzitívnych ekonomík k starým členským krajinám Európskej únie zvýšili atraktivitu týchto krajín pre zahraničných investorov, čo sa prejavilo v posilnení prílevu priamych zahraničných investícií (Stiglitz, 2000; Rose, 2005). Popri ich význame sa však v empirických štúdiách stále podceňuje význam portfóliových investícií v podmienkach európskych tranzitívnych ekonomík. V každom prípade je to odrazom nízkej rozvinutosti domácich finančných trhov (Buitert a Taci, 2002) a teda úzkym miestom pre prenos efektov z medzinárodnej finančnej integrácie. Jedným z najvýznamnejších nepriamych efektov zapájania sa krajín (ako príjemcov kapitálu) do procesu medzinárodných kapitálových pohybov je pozitívny vplyv na proces známy ako „financial deepening“ domácej ekonomiky (Stulz, 1999; Hasan, Wachtel a Zhou, 2006).

Zvyšovanie ekonomickej úrovne európskych tranzitívnych ekonomík, ako cieľových oblastí pre zahraničný kapitál, by na základe empirických skúseností zo starých členských krajín Európskej únie malo časom viesť k významným zmenám v rozsahu, štruktúre aj samotnom smere kapitálových tokov (Kraay, 1998; Goldberg, 2004), ktoré by sa mali významne prejavíť vo vývoji platobných bilancií európskych tranzitívnych ekonomík. Nárast exportnej výkonnosti, zvýšenie prílevu portfóliových investícií, nárast exportu priamych zahraničných investícií, zníženie zahraničnej zadlženosti sú len niektorými z efektov vyplývajúcich z očakávanej budúcej zmeny úlohy vyspelejších krajín zo skupiny európskych tranzitívnych ekonomík (Lane a Milesi-Ferretti, 2006; Obstfeld, 1998).

Nezanedbateľný, aj keď v zásade vopred ťažko kvantifikovateľný dopad na veľkosť a štruktúru medzinárodných kapitálových pohybov v podmienkach európskych tranzitívnych ekonomík bude mať aj svetová finančná kríza. Zvýšenie neistoty, nárast rizikových prírážok, obozretnú úverovú politiku komerčných bánk, pokles domáceho aj zahraničného dopytu,

tlaky na znižovanie cien, selektívnu štátnu podporu vybraných odvetví, atď., možno spolu s ďalšími dopadmi svetovej finančnej krízy považovať za kľúčové determinanty zmien základných parametrov medzinárodných pohybov kapitálu (nielen) v podmienkach európskych tranzitívnych ekonomík.

2.3. Medzinárodná finančná integrácia

Finančná integrácia národnej ekonomiky je úzko prepojená s liberalizáciou kapitálových pohybov, resp. rozsahom reštrikcií, ktoré daná ekonomika uplatňuje na medzinárodný pohyb kapitálu.

Medzinárodná finančná integrácia pomáha zlepšovať funkčnosť finančných systémov zvyšovaním dostupnosti finančných zdrojov a umožnením diverzifikácie rizika medzi krajinami. Napríklad Obstfeld (Obstfeld, 1998) zdôrazňoval, že medzinárodné kapitálové trhy umožňujú s vyššou efektívnosťou alokovať národné finančné úspory bez ohľadu na lokalitu potenciálneho záujemcu o tieto zdroje. Stulz (Stulz, 1999) a Mishkin (Mishkin, 2001) tvrdili, že finančná liberalizácia pomáha zvyšovať transparentnosť a zodpovednosť pri alokácii finančných zdrojov redukciami nevhodných alternatív a morálneho hazardu, pričom zároveň znižuje problémy s likviditou na finančných trhoch. Argumentovali, že medzinárodné kapitálové trhy pomáhajú zvyšovať disciplínu národných vlád, ktoré by inak mohli negatívne pôsobiť na domáci kapitálový trh. Sú známe aj tvrdenia, že finančná integrácia a finančný rozvoj sú kľúčovými faktormi stimulácie ekonomického rastu.

Intenzívnejšia finančná integrácia by mala viesť k pohybu kapitálu z kapitálovo dostatočne vybavených ekonomík do kapitálovo poddimenzovaných ekonomík. V týchto ekonomikách sa očakáva vyššie zhodnotenie vstupného kapitálu. V menej rozvinutej ekonomike by mal prílev kapitálu vhodným spôsobom doplniť obmedzenú zásobu domáceho kapitálu. V dôsledku zníženia nákladov na obstaranie nového kapitálu by prílev zahraničného kapitálu mal následne vyvolať ďalšie investície. Určité formy kapitálových tokov majú taktiež schopnosť podporiť technologický rozvoj.

Ďalším významným efektom medzinárodnej finančnej integrácie je predpokladaný dopad na celkovú makroekonomickú stabilitu. Z teoretického hľadiska nie sú efekty finančnej integrácie na stabilitu vývoja celkového outputu jednoznačné. Medzinárodná finančná integrácia umožňuje kapitálovo poddimenzovaným ekonomikám diverzifikovať pomerne úzku výrobnú základňu, ktorá obvykle závisí od vybavenosti prirodzenými zdrojmi, resp. od poľnohospodárstva. Takáto situácia môže prispieť k zníženiu makroekonomickej volatility. V neskorších fázach vývoja môže výraznejšia obchodná a finančná integrácia takejto ekonomiky prispieť k nárastu špecializácie založenej na predpoklade komparatívnych výhod. To však môže zvýšiť citlivosť krajiny voči odvetvovo špecifickým šokom.

2.4. Metodologické aspekty skúmania medzinárodnej finančnej integrácie

Medzinárodná finančná integrácia národných ekonomík je logickým dôsledkom a prirodzenou súčasťou globálnej a regionálnej integrácie. Mieru celkovej integrácie možno vyjadriť použitím jednoduchých monotematicky orientovaných ukazovateľov finančnej

integrácie, resp. aplikáciou komplexnejších indexov, ktoré zohľadňujú aj kultúrne, sociálne, politické a iné faktory.

Tradičné prístupy k meraniu finančnej integrácie (finančnej otvorenosti) vychádzajú z rozsahu existujúcich obmedzení kapitálových tokov medzi krajinami. Kontrola pohybu kapitálu má rôzne podoby (kontrola prílevu, resp. odlevu kapitálu; objemová, resp. cenová kontrola; obmedzenia držby domácich, resp. zahraničných majetkových účastí a pod.).

Meranie otvorenosti kapitálového účtu bolo výzvou národným vládam v pomerne dlhom časovom období. Mnohé tradičné prístupy v súčasnosti využívajú pomerové ukazovatele a ukazovatele intenzity založené na báze údajov z AREAER. Sofistikovanejšie metódy merania vychádzajú z konštrukcie rôznych indexov finančnej otvorenosti, ktoré využívajú základné položky získané dezagregáciou bežného a kapitálového účtu s ohľadom na obmedzenia v rámci AREAER.

Významným kritériom pre členenie základných pomerových ukazovateľov finančnej otvorenosti je dynamika objemových kategórií, ktoré sú využívané pri kalkuláciách. Z tohto pohľadu možno ukazovatele finančnej otvorenosti ekonomiky rozdeliť na statické a dynamické. Statické ukazovatele zohľadňujú stav určitého objemu finančných aktív, resp. pasív k určitému časovému obdobiu (napr. objem celkových zahraničných aktív, celkových zahraničných pasív, resp. objem niektorej z ich súčastí). Veľkosť finančnej integrácie možno následne vyjadriť podielom vybranej skupiny finančných aktív, resp. finančných pasív a vytvoreného HDP. Dynamické ukazovatele zohľadňujú zmenu určitej kategórie finančných aktív, prípadne finančných pasív (resp. súčtu vybranej skupiny aktív a pasív) danej krajiny v určitom časovom období (napr. zmena celkových zahraničných aktív, celkových zahraničných pasív, resp. zmena niektorej z ich súčastí za určité časové obdobie). Veľkosť finančnej integrácie možno následne vyjadriť podielom medziročnej zmeny vybranej skupiny finančných aktív, prípadne finančných pasív (resp. súčtu medziročnej zmeny vybranej skupiny aktív a pasív) a vytvoreného HDP.

2.5. Determinanty medzinárodnej finančnej integrácie

Špecifické domáce faktory

Za účelom analýzy medzinárodnej finančnej integrácie národných ekonomík je nevyhnutné zohľadniť celkový stav domáceho ekonomického prostredia. Ak predpokladáme, že jedným z významných faktorov medzinárodného pohybu kapitálu je rentabilita výnosových aktív tvoriacich portfóliá zahraničných investorov, potom výnosnosť domácich aktív bude zásadným spôsobom ovplyvňovať celkovú medzinárodnú finančnú pozíciu krajiny. Vyššia výnosnosť domácich aktív odráža vyššiu mieru rizika a pre zahraničných investorov predstavuje dodatočnú rizikovú prémii spojenú s finančnými investíciami v domácej ekonomike. Za zásadné faktory podmieňujúce intenzitu zapájania sa krajiny do procesu medzinárodných kapitálových pohybov možno považovať domáci ekonomický rast, stav a tendencie vo vývoji domáceho finančného systému (celkový objem a štruktúra domácich vkladov, úverov, kapitalizácia domácich finančných trhov, úrokové miery, objem a časová štruktúra vládnych dlhových cenných papierov a pod.), legislatívne a inštitucionálne

prostredie a úrovne finančnej liberalizácie (vzťahujúca sa na jednotlivé položky finančného účtu platobnej bilancie).

Ekonomický rast

Empirické štúdie v mnohých aspektoch zdôrazňujú prepojenosť celkovej ekonomickej výkonnosti krajiny a s výkonnosťou a vyspelosťou domácich finančných trhov. Konvergencia národnej produkcie smerom k vyspelejším ekonomikám súčasne odráža narastajúcu úroveň ekonomickej synchronizácie a tým aj potenciálny trend vývoja ekonomickej integrácie. Ekonomický rast, osobitne v podmienkach menej výkonných ekonomík na seba obvykle viaže čistý prílev zahraničného kapitálu, ktorý ekonomický rast ďalej stimuluje.

Ekonomická stabilita

Ekonomická a menová stabilita podporuje rozvoj domáceho finančného systému a následne aj vonkajšej finančnej integrácie. Inflácia je súčasne kategóriou, ktorá ovplyvňuje vývoj a výšku úrokových sadzieb, menového kurzu, reálnu výnosnosť finančných aktív a tiež vonkajšiu finančnú pozíciu krajiny. Meny krajín s vyššou infláciou majú obvykle tendenciu k depreciácii, čo znižuje atraktivitu domácich investičných príležitostí pre zahraničných investorov (riziko znehodnotenia domácich investícií). Vývoj inflácie v domácej ekonomike tak možno považovať za zásadný determinant štruktúry zahraničných finančných aktív v držbe zahraničných investorov. Konvergencia inflácie v domácej ekonomike smerom k vyspelejším krajinám s nižšou infláciou, ceteris paribus, zvyšuje atraktivitu domácich investícií. Národná menová stabilita tak môže v konečnom dôsledku zásadným spôsobom ovplyvniť diverzifikačné stratégie zahraničných investorov pri formovaní ich finančných portfólií.

Súkromné investície

Domáce investície (súkromné aj verejné) vytvárajú pozitívny signál pre zahraničných investorov a portfóliových manažérov. Súčasne odrážajú dynamiku ekonomického rastu v krajine, dynamiku národných úspor, vývoj úrokových sadzieb a likviditu kapitálových trhov. Osobitné postavenie možno pripísať charakteru daňovej politiky vo vzťahu k výnosom z investícií, nakoľko vhodná daňová politika môže výrazne pozitívne stimulovať prílev zahraničného kapitálu do ekonomiky a tým podporiť celkovú medzinárodnú finančnú integráciu krajiny.

Daňová politika

Predpokladáme, že prebytkový rozpočet všeobecnej vlády je spájaný, resp. je odrazom vyššieho daňového zaťaženia ekonomických subjektov v krajine v porovnaní so situáciou, ak by rozpočet všeobecnej vlády hospodáril s deficitom. Analogicky preto uvažujeme, že fiškálny deficit je odrazom nižšieho daňového zaťaženia ekonomických subjektov a teda aj investorov. Prebytkové rozpočtové hospodárenie je tak odrazom značne rigidnej národnej daňovej politiky. Daňová politika významne determinuje nielen správanie domácich, ale prirodzene aj zahraničných investorov. Mnohé empirické štúdie pritom poukazujú na odôvodnené správanie zahraničných investorov, ktorých lákajú, ceteris paribus, ekonomiky

s priaznivo nastaveným daňovým systémom vo vzťahu k zahraničným investíciám. Firmy a finanční sprostredkovatelia (portfólioví manažéri) preferujú prostredie so zvýhodnenými (resp. vo všeobecnosti výhodnými) daňovými sadzbami vo vzťahu k ich ekonomickým a finančným aktivitám. Vysoké dôchodkové dane obvykle podnecujú investorov k presunu ich aktivít do iných krajín s cieľom zníženia celkového daňového zaťaženia.

Finančný systém

Finančná teória kapitálových trhov konštatuje, že rozvoj domáceho finančného systému ovplyvňuje výnosovosť aktív dvoma spôsobmi: (a) priamy kanál, ktorý zdôrazňuje význam základných funkcií kapitálového trhu, pričom v sebe zahŕňa presuny kapitálu medzi ekonomickými subjektmi, formovanie finančných vzťahov (väzieb), diverzifikáciu rizika a likvidity a kapitálové väzby medzi firmami (od drobných majetkových spoluúčasť až po kompletne preberanie firiem), (b) nepriamy kanál, ktorý zdôrazňuje význam domáceho finančného systému pri financovaní potrieb domácej ekonomiky. Kvalitatívny trend vo vývoji domáceho finančného systému by sa pritom mal odrážať v pozitívnom vývoji národných ekonomických indikátorov a v raste ziskovosti domácich firiem.

Dividendové výnosy

Dividendové indikátory odrážajú finančnú ziskovosť domácich trhov, ako aj stav finančnej prosperity najvýznamnejších firiem, ktorých cenné papiere sú kótované na domacom kapitálovom trhu. Dividendové výnosy preto možno považovať za určitý referenčný indikátor pre domácich a zahraničných investorov. Na druhej strane je však potrebné tento indikátor, v súvislosti s komplexným posudzovaním medzinárodnej finančnej integrácie krajiny, interpretovať pragmaticky. Zahraniční investori sa pri svojich investičných rozhodnutiach koncentrujú na kapitálové trhy, ktoré im umožňujú dosahovať hraničné dividendové výnosy. Takéto správanie však korešponduje s racionalitou krátkodobých investičných zámerov. Vysoké dividendové výnosy nám však z dlhodobého hľadiska môžu indikovať nízke hodnoty ukazovateľa PER (price-earnings ratio) a tým aj horšie rastové vyhliadky domácich firiem, čo môže viesť k poklesu medzinárodnej finančnej integrácie celej krajiny. Ak majú byť krajiny, ktorých kapitálové trhy vykazujú vysoké PER, dostatočne atraktívne pre zahraničných investorov, musia v porovnaní s inými krajinami vykazovať vyššiu dynamiku.

Legislatívne a inštitucionálne prostredie

Dôležitým predpokladom vysokej cezhraničnej mobility kapitálu a teda aj medzinárodnej finančnej integrácie krajiny je vzájomná dôvera medzi investormi a vládou hostujúcej ekonomiky. Transparentnosť prostredia a dôveryhodnosť inštitúcií v domácej ekonomike úzko súvisí s úpravou pôsobenia akciových spoločností vo vzťahu k ochrane práv akcionárov. Je preto zrejmé, že krajiny s nízkou úrovňou inštitucionálnej ochrany majetkových práv akcionárov, nedostatočne účinnou reguláciou insider trading a vo všeobecnosti nízkou úrovňou vymožitelnosti práva majú obvykle aj menej rozvinuté kapitálové trhy.

Globálne faktory

Vzhľadom k tomu, že vývoj na domácom kapitálovom trhu odzrkadľuje aj medzinárodnú ekonomickú situáciu, príspevok vonkajších faktorov k formovaniu medzinárodnej finančnej integrácie domácej ekonomike je potrebné zohľadniť. Za globálne faktory možno považovať všetky skutočnosti, ktoré majú globálne črty a pôsobia na široké spektrum krajín a ich kapitálové trhy súčasne.

Úrokové miery

Odborná literatúra poukazuje na skutočnosť, že za predpokladu dokonalej integrácie medzi ekonomikami ovplyvňujú medzinárodné úrokové miery oceňovanie aktív prostredníctvom medzinárodnej trhovej rizikovej prémie. Medzinárodné úrokové miery súčasne vplyvajú na podmienky formovania medzinárodných finančných portfólií a tiež arbitrážne stratégie. Na základe toho potom pokles medzinárodných úrokových sadziieb vedie k zvýšenej mobilite kapitálu smerom k trhom, ktoré prinášajú dodatočné zisky. Pohyb medzinárodných úrokových sadziieb súčasne vysiela signál, ktorý stimuluje mobilitu kapitálu v medzinárodnom meradle. Pokles medzinárodných úrokových sadziieb možno interpretovať ako nevyhnutnú podmienku pre oživenie investícií a zníženie nákladov firiem na obstaranie kapitálu. S poklesom medzinárodných úrokových sadziieb súčasne dochádza k presmerovaniu toku medzinárodného kapitálu smerom k rozvíjajúcim sa trhom.

Priemyselná produkcia

Svetová hospodárska situácia poskytuje informácie o ziskovosti firiem a celosvetovom rastovom potenciály. Na základe mnohých empirických štúdií je zrejme, že existuje pomerne úzke praktické prepojenie medzi globálnym hospodárskym vývojom a dianím na medzinárodných kapitálových trhoch. Udržateľný globálny ekonomický rast vytvára globálne príležitosti pre medzinárodných investorov. Komplexná analýza investičných príležitostí následne podporuje medzinárodnú mobilitu kapitálu a cezhraničné finančné transakcie. Dobrá ekonomická situácia súčasne vysiela pozitívny signál v podobe zníženia rizika krachu firiem a investičných projektov. Medzinárodná diverzifikácia investičných rozhodnutí by tak mala byť ovplyvňovaná veľkosťou rizikových prémie, ktoré by pri efektívne fungujúcich trhoch mali zahŕňať všetky podstatné informácie, vrátane predpokladaného ekonomického vývoja a potenciálnych rizík. V tejto súvislosti preto možno očakávať existenciu pozitívnej väzby medzi vývojom svetovej priemyselnej produkcie a medzinárodnou finančnou integráciou. Analogicky potom v prípade zhoršenia globálnej hospodárskej situácie možno očakávať zmeny v teritoriálnej orientácii investičných tokov smerom do rozvíjajúcich sa ekonomík (emerging markets), ktoré vykazujú vyššie tempá ekonomického rastu.

Rastový potenciál

Rastový potenciál ekonomík je odrazom ziskovosti firiem a správania sa akciových trhov. Medzinárodní investori budú zrejme aktívnejší na medzinárodných trhoch, ktoré vykazujú výrazný rastový potenciál. Národné akciové trhy vykazujúce rastový potenciál, ktorý súčasne konverguje s globálnym rastovým potenciálom, budú preto atraktívne pre

zahraničných investorov. Konvergencie rastových príležitostí odzrkadľuje stupeň medzinárodnej finančnej integrácie krajín.

Na predikciu rastového potenciálu ekonomík (jeho dôležitými predpokladmi sú ekonomická výkonnosť a kontrola rizika) možno využiť viacero indikátorov, napríklad pomer trhovej a nominálnej hodnoty akcií (M/B), prípadne pomer trhovej ceny akcií a dividendového výnosu (P/E).

2.6. Zhrnutie

V kapitole sme predstavili základné metodologické aspekty skúmania medzinárodnej finančnej integrácie národných ekonomík. V rámci tejto problematiky sme sa osobitne zamerali na prezentáciu základných determinantov medzinárodných kapitálových pohybov medzi krajinami. Kapitola je tak úvodom do štúdia tejto problematiky, ktorá bude predmetom skúmania v ďalších naväzujúcich vedeckých prácach s cieľom analyzovať širšie efekty zapájania sa európskych tranzitívnych ekonomík do procesu medzinárodných kapitálových pohybov.

2.7. Literatúra

- [1] BALDWIN, R.E. (2004) *Openness and Growth: What's the Empirical Relationship?*, In: *Challenges to Globalization: Analyzing the Economics*, ed. by Robert E. Baldwin and L. Alan Winters (Chicago: University of Chicago Press)
- [2] BEGG, D. - EICHENGREEN, B. - HALPERN, L. - HAGEN, J. - WYLPOSZ, CH. (2003) *Sustainable Regimes of Capital Movements in Accession Countries*, In: CEPR Policy Paper, No. 10 (London: Centre for Economic Policy Review)
- [3] BEKAERT, G. (2005) *Does Financial Liberalization Spur Growth?*, In: *Journal of Financial Economics*, 77(1): 3-55
- [4] BERTAUT, C. - KOLE, L. (2004) *What Makes Investors Overweight or Underweight? Explaining International Appetites for Foreign Equities*, In: *Federal Reserve Board Bulletin*, No. 90, No. 1 (Winter), p. 19-31
- [5] BRADA, J. C. - TOMŠÍK, V. (2004) *Foreign Investments and Perceptions of Vulnerability to Foreign Exchange Crises: Evidence from Transition Economies*. In: *Politická ekonomie*, 52(3): 313-329
- [6] BUITER, W. - TACI, A. (2002) *Capital Account Liberalization and Financial Sector Development in Transition Countries*, In: *Capital Liberalization and Transition Countries: Lessons from the Past and for the Future*, ed. by BARKER, A.F.P. and CHAPPLE, B. (Cheltenham: Elgar), pp. 105-41
- [7] BUSSIČRE, M. - FRATZSCHER, M. - MULLER, G. J. (2004) *Current Account Dynamics in OECD and EU Acceding Countries-An Intertemporal Approach*, In: *ECB Working Paper No. 311* (Frankfurt: European Central Bank)

- [8] BUSSIÈRE, M. - FRATZSCHER, M. (2004) *Financial Openness and Growth: Short-Run Gain, Long-Run Pain?*, ECB Working Paper No. 348 (Frankfurt: European Central Bank)
- [9] EDISON, H. - ROSS, L. - LUCA, R. - TORSTEN, S. (2002) *International Financial Integration and Economic Growth*, In: *Journal of International Monetary and Finance*, 21(6): 749-76
- [10] EDWARDS, S. (2001) *Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?*, NBER Working Paper No. 8076 (Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research)
- [11] EICHENGREEN, B.J. (2001) *Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us?*, *World Bank Economic Review*, Vol. 15 (October), pp. 341-65
- [12] FISCHER, S. (1998) *Capital Account Liberalization and the Role of the IMF*, In: *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?*, *Essays in International Finance*, Department of Economics, Princeton University, Vol. 207, pp. 1-10
- [13] GOLDBERG, L. (2004) *Financial-Sector Foreign Direct Investment and Host Countries: New and Old Lessons*, NBER Working Paper No. 10441 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research)
- [14] HASAN, I. - WACHTEL, P. - ZHOU, M. (2006) *Institutional Development, Financial Deepening and Economic Growth: Evidence from China*. Bank of Finland, Institute for Economies in Transition. BOFIT Discussion Papers No. 12
- [15] KOSE, M.A. - PRASAD, E. - ROGOFF, K.S. - WEI, S.-J. (2006) *Financial Globalization: A Reappraisal*, NBER Working Papers 12484, National Bureau of Economic Research
- [16] KRAAY, A. (1998) *In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization*, manuscript, World Bank (unpublished)
- [17] LANE, P. R. - MILESI-FERRETTI, G. N. (2006) *The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004*, In: *IMF Working Paper*, No. 69, 2006 (Washington: International Monetary Fund)
- [18] MISHKIN, F. (2001) *Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries*. [NBER Working Paper, No. 8087.] Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research
- [19] OBSTFELD, M. (1998) *The Global Capital Market: Benefactor or Menace?*, *Journal of Economic Perspectives*, 12: 9-30
- [20] ROSE, A.K. (2005) *One Reason Countries Pay Their Debts: Renegotiation and International Trade*, In: *Journal of Development Economics*, 77(1): 189-206
- [21] STIGLITZ, J. (2000) *Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability*, *World Development*, 28(6): 1075-86
- [22] STULZ, R. (2006) *Financial Globalization, Corporate Governance and Eastern Europe*, In: NBER Working Paper, No. 11912 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research)

- [23] STULTZ, R. (1999) *International Portfolio Flows and Security Markets. International Capital Flows*, [NBER Conference Report Series, pp. 257-293.] Chicago/London: University of Chicago Press

3. MEDZINÁRODNÁ FINANČNÁ INTEGRÁCIA

Hospodárska kríza zasiahla ekonomický vývoj v európskych tranzitívnych ekonomikách bezprecedentnou silou, ktorej dôsledky by sme mohli prirovnať k počiatočnému šoku, ktorý európskej tranzitívne ekonomiky zasiahol po spustení transformačného procesu na začiatku 90. rokov 20. storočia. Výrazné zhoršenie makroekonomickej výkonnosti spojené s ďalšími sprievodnými efektmi (negatívny vývoj fiškálneho hospodárenia, zníženie dostupnosti úverových zdrojov pre domáce subjekty napriek poklesu úrokových sadzieb, zhoršenie očakávaní ekonomických subjektov a pod.) sa premietlo do spomalenia procesu konvergenencie európskych tranzitívnych ekonomík smerom ku krajinám západnej Európy. Dôsledkami hospodárskej krízy bol zasiahnutý aj jeden z významným aspektov konvergenčného procesu - účasť európskych tranzitívnych ekonomík v procese medzinárodných kapitálových pohybov. Celkové efekty plynúce z cezhraničnej alokácie kapitálu (väčšina ekonomík z tejto skupiny krajín sa počas obdobia posledných dvoch desaťročí stala v medzinárodnom meradle čistými dlžníkmi) významným spôsobom prispeli k vysokým mieram ekonomického rastu, ktoré európske tranzitívne ekonomiky vykazovali posledných niekoľko rokov predkrízového obdobia. Náhle zmeny v smerovaní, ako aj veľkosti kapitálových tokov možno považovať za podstatný faktor očakávaného spomalenia pokrízovej obnovy rastového potenciálu v európskych tranzitívnych ekonomikách.

V tejto kapitole sa zameriame na analýzu hlavných trendov procesu medzinárodnej finančnej integrácie v európskych tranzitívnych ekonomikách. Pre posúdenie efektov prílevov medzinárodného kapitálu na makroekonomickú výkonnosť európskych tranzitívnych ekonomík budeme analyzovať vplyv priamych zahraničných investícií, portfóliových investícií a dlhových investícií na vývoj reálneho outputu. Za týmto účelom odhadneme VEC (vector error correction) model, v rámci ktorého identifikujeme štruktúrne šoky jednotlivých typov kapitálových pohybov prostredníctvom implementácie Choleskyho rekurzívnej identifikačnej schémy aplikovanej na maticu rezíduí modelu v redukovanej podobe. Dopad krízového obdobia na prezentované výsledky zohľadníme tak, že pre každú zo sledovaných ekonomík odhadneme dva modely (v prvom modeli použijeme časové rady pre obdobie rokov 2000 až 2007 a v druhom modeli pre obdobie rokov 2000 až 2010). Odhadnutý model nám umožní vypočítať priebehy impulse-response funkcií pre odhad krátkodobých efektov prílevu zahraničného kapitálu na reálny output. Existenciu príčinných krátkodobých väzieb medzi jednotlivými formami prílevu zahraničného kapitálu a reálnym outputom posúdime prostredníctvom Grangerových testov kauzality.

3.1. Prehľad hlavných trendov vo vývoji medzinárodnej finančnej integrácie

Teoretické vymedzenie medzinárodnej finančnej integrácie

Medzinárodná finančná integrácia európskych tranzitívnych ekonomík, ktorá odráža schopnosť týchto krajín participovať na procese medzinárodných kapitálových pohybov, je úzko prepojená s procesom ekonomickej integrácie a konvergenencie a súčasne zásadným spôsobom podmienená kvalitatívnymi zmenami základných makroekonomických a mikroekonomických indikátorov. Medzinárodné kapitálové pohyby determinujú

ekonomický vývoj, pričom súčasne odrážajú schopnosť krajín participovať na procese medzinárodnej deľby práce.

Medzinárodné kapitálové pohyby predstavujú jeden z kľúčových aspektov procesu globalizácie, pričom ich nárast bol ovplyvnený postupným trendom odstraňovania bariér pre cezhraničnú alokáciu kapitálu, ktorý viedol k prudkému nárastu finančnej previazanosti krajín počas obdobia posledných dvoch desaťročí (Arfaoui a Abaoub, 2010). Medzinárodná finančná integrácia, ako dôležitý kanál pre zapájanie sa krajín do procesu medzinárodnej deľby práce, prispela k zmierneniu vplyvu prekážok, ktoré limitovali rozhodnutia investorov na národnej úrovni. Toky kapitálu medzi krajinami, stimulované rastom investičných príležitostí, očakávaným ziskom a lepšou diverzifikáciou rizika tak vedú k vzniku mnohých pozitívnych symetrických a multiplikačných efektov. Na strane druhej však súčasne dochádza k zvýšeniu vystavenia krajín mnohým negatívnym a asynchrónnym efektom, čo viedlo ekonómov k postupnému prehodnocovaniu celkových dopadov finančnej liberalizácie a dynamického zvyšovania objemov medzinárodného pohybu kapitálu (Obstfeld, 1998). Analýza celkových efektov medzinárodnej finančnej integrácie pritom upriamuje našu pozornosť nielen na makroekonomické, ale súčasne aj na mikroekonomické dopady medzinárodnej finančnej integrácie. Výsledné pôsobenie celej škály vzájomne prepojených efektov je pritom významným spôsobom podmienené ekonomickou vyspelosťou krajiny a stavom jej makroekonomických a mikroekonomických proporcií. Na druhej strane však ani výrazná podobnosť ekonomického prostredia vo vybraných krajinách nemusí predznamenávať podobnosť efektov z účasti týchto krajín v procese medzinárodných kapitálových pohybov (Stulz, 1999).

Domnievame sa, že predmetom osobitnej pozornosti by malo byť hodnotenie celkových efektov spojených s medzinárodnými kapitálovými pohybmi v európskych tranzitívnych ekonomikách. Medzinárodnú finančnú integráciu európskych tranzitívnych ekonomik možno považovať za jeden z najvýznamnejších dôsledkov procesu liberalizácie kapitálových pohybov, k začatiu ktorého došlo v podmienkach bývalých centrálne plánovaných ekonomik koncom prvej polovice 90. rokov. Na začiatku tohto obdobia sa krajiny bývalého východného bloku nachádzali v špecifickej situácii, ktorá predstavovala začiatok dynamického, komplikovaného a silne kapitálovo náročného procesu transformácie smerom spojenej s ekonomickou orientáciou na západoeurópske trhovú ekonomiky. Rozhodnutie o umožnení cezhraničnej alokácie kapitálových aktív a pasív bolo vrámci tohto procesu podmienené udržateľnosťou tlakov oslabujúcich celkovú vonkajšiu makroekonomickú rovnováhu v podobe negatívneho vývoja platobnej bilancie a nestability menového kurzu. Počiatočná nízka úroveň domácej zásoby kapitálu spoločne s relatívne vysokými domácimi úrokovými mierami predstavovali, aj napriek nedostatočne konkurenčnému a málo rozvinutému domácemu bankovému (finančnému) systému, výrazný stimul pre prílev zahraničného kapitálu do takej miery, že mnohé európske tranzitívne ekonomiky sa v pomerne krátkej dobe stali čistými zahraničnými dlžníkmi (Lane a Milesi-Ferretti, 2006).

Makroekonomická stabilita a očakávania pomerne dynamickej konvergenie (spojenej s vysokými tempami ekonomického rastu) európskych tranzitívnych ekonomik smerom k starým členským krajinám Európskej únie zvýšili atraktivitu tejto skupiny krajín pre

zahraničných investorov, dôsledkom čoho bol výrazný prílev priamych zahraničných investícií do európskych tranzitívnych ekonomík (Stiglitz, 2000). Zatiaľ čo pôsobenie priamych zahraničných investícií je v empirických štúdiách pomerne dostatočne prezentované, úloha portfóliových investícií je obvykle podceňovaná. Tradičným argumentom objasňujúcim nízky význam portfóliových investícií je nízka rozvinutosť domácich finančných trhov v európskych tranzitívnych ekonomikách (Buiter a Taci, 2003). Okrem uvedeného možno počas obdobia posledných dvoch desaťročí sledovať tendenciu v zmenách relatívnych váh jednotlivých položiek v rámci štruktúry portfólia zahraničných prílevov kapitálu, ktoré odrážali pokrok v domácich ekonomických a inštitucionálnych reformách a nárast dôvery zahraničných investorov alokovať väčší objem priamych a portfóliových majetkových investícií v európskych tranzitívnych ekonomikách. V porovnaní so starými členskými krajinami Európskej únie čiastkové efekty medzinárodných kapitálových pohybov v európskych tranzitívnych ekonomikách však nedosahovali všeobecne očakávanú intenzitu, zatiaľ čo celkový efekt sa môže v niektorých prípadoch javiť ako neurčitý či dokonca obrátený (Edison et al., 2001).

Individuálne národné podmienky majú zásadný dopad nielen na veľkosť, ale súčasne aj na štruktúru medzinárodných kapitálových pohybov, do ktorých je domáca ekonomika zapojená. Ďalším špecifickým determinantom pôsobenia cezhraničnej alokácie kapitálu v európskych tranzitívnych ekonomikách je samotná dĺžka obdobia pre analýzu celkových efektov, ktorá zohľadňuje kvalitatívne zmeny základných ekonomických parametrov národných ekonomík (Buiter a Taci, 2003). Tento kľúčový faktor pritom významne ovplyvňuje nielen charakter (v európskych tranzitívnych ekonomikách možno s narastajúcim časovým odstupom sledovať tendenciu zvyšovania podielu majetkových foriem prílevov zahraničného kapitálu), ale aj intenzitu (v európskych tranzitívnych ekonomikách možno s narastajúcim časovým odstupom sledovať na ročnej báze trend nárastu dynamiky prílevu zahraničného kapitálu) a celkové efekty medzinárodnej finančnej integrácie v európskych tranzitívnych ekonomikách.

Spomedzi ďalších významných aspektov, ktorých význam je porovnateľný s postupne narastajúcim rozsahom medzinárodnej finančnej integrácie, možno v podmienkach európskych tranzitívnych ekonomík zdôrazniť pokrok vo vývoji domáceho finančného sektora a tiež rastúci vplyv procesu známeho ako financial deepening (Buiter a Taci, 2003). Inštitucionálne aspekty, pretrvávajúci vplyv špecifických faktorov z obdobia centrálného plánovania spoločne s mnohými rigiditami typickými pre samotný proces transformácie výrazným spôsobom poznačili celkový pokrok a dĺžku trvania čiastkových etáp rozvoja individuálnymi črtami poznačeného finančného sektora a procesu financial deepening v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách. Na základe uvedeného možno konštatovať, že rozvoj finančného sektora sa v európskych tranzitívnych ekonomikách javil ako zložitejší a pre jednotlivé krajiny špecifickejší v porovnaní s procesom medzinárodnej finančnej integrácie.

Na základe empirických poznatkov z vývoja v starých členských krajinách Európskej únie možno očakávať, že pokrok európskych tranzitívnych ekonomík (ktoré možno vnímať ako tradičný cieľ zahraničných kapitálových tokov) vo zvyšovaní celkovej ekonomickej výkonnosti bude mať v neskoršom období za následok podstatné zmeny vo veľkosti,

štruktúre, ako aj smerovaní kapitálových tokov (Pradhan, 2010). Tieto zmeny môžu následne ovplyvniť vývoj platobnej bilancie európskych tranzitívnych ekonomík. Spomedzi očakávaných efektov možno upozorniť predovšetkým na predpokladané zvýšenie exportnej výkonnosti, nárast odlevu priamych zahraničných investícií, zníženie celkovej zahraničnej zadlženosti a pod. Uvádzané efekty pritom možno považovať za priamy dôsledok očakávaných zmien v postavení európskych tranzitívnych ekonomík v procese medzinárodných kapitálových pohybov (Stiglitz, 2000).

Vplyv na zmenu veľkosti a štruktúry medzinárodných kapitálových pohybov, ktorý je však v súčasnosti ťažké odhadnúť, možno očakávať aj v súvislosti s prebiehajúcou hospodárskou a dlhovou krízou. Nárast neistoty, vyššie rizikové prémie, prísnejšia úverová politika komerčných bánk, pokles dopytu na domácich aj zahraničných trhoch, deflačné tlaky spojené so zmenami relatívnych cien, diskriminačná štátna pomoc vybraným odvetviam, spoločne so sprievodnými efektmi prameniáciami v rozpočtových problémoch všeobecných vlád, možno považovať za podstatné príčiny poklesu významu tradičných determinantov medzinárodných kapitálových pohybov (nielen) v európskych tranzitívnych ekonomikách.

Medzinárodná finančná integrácia a európske tranzitívne ekonomiky

Obnovenie podmienok a predpokladov makroekonomickej stability po počiatocnom náhlom šoku spojenom so spustením procesu transformácie z centrálne plánovaných na trhové ekonomiky možno považovať za jednu z najväčších výziev pre krajiny z bývalého Východného bloku po roku 1989. Pôsobenie zahraničnej konkurencie spoločne s narastajúcou vonkajšou obchodnou a finančnou otvorenosťou prispeli k postupnej profilácii postavenia európskych tranzitívnych ekonomík na medzinárodných trhoch do pozície čistých dlžníkov. Vnútorne štruktúrne zmeny prispievajúce k zvyšovaniu medzinárodnej konkurencieschopnosti európskych tranzitívnych ekonomík stimulovali zvyšovanie vnútorných tlakov na tvorbu zdrojov domácej kapitálovej základne. V tejto súvislosti je potrebné zdôrazniť dva logické dôsledky procesu dynamizácie prílevu zahraničného kapitálu do európskych tranzitívnych ekonomík.

Po prvé, s narastajúcim rozsahom zahraničných investícií v domácej ekonomike sa zväčšuje aj veľkosť dlhovej služby a tokov dôchodkov z majetkových investícií plynúcich do zahraničia, dôsledkom čoho by mala byť dlžnícka krajina schopná stabilizovať svoju vonkajšiu finančnú pozíciu prostredníctvom prebytkov obchodnej bilancie. Veľkosť zahranično-obchodných prebytkov potrebných na stabilizovanie vonkajšej finančnej pozície pritom závisí nielen od objemu naakumulovanej zásoby zahraničného kapitálu a miery ekonomického rastu, ale súčasne aj od očakávanej miery návratnosti zahraničných finančných aktív a pasív domácej ekonomiky, ktorá odráža samotnú štruktúru prílevov a odlevov zahraničného kapitálu.

Po druhé, zadlžené ekonomiky, ktoré sú vystavené masívnym prílevom zahraničného kapitálu by mali zvážiť potenciálne riziko spojené s možnými finančnými šokmi. Napríklad finančná kríza v 90. rokoch minulého storočia zvýraznila potenciálne riziká spojené s makroekonomickou volatilitou, ktorej pôvod možno hľadať vo výraznej orientácii krajín na určitý typ zahraničného kapitálu, osobitne krátkodobého dlhového kapitálu denominovaného

v zahraničných menách. Z tohto hľadiska sa preto javí ako dôležité analyzovať celkové riziko vyplývajúce z držby rôznych typov zahraničných finančných pasív v portfólio domácej ekonomiky.

Liberalizáciu kapitálových pohybov spoločne s makroekonomickou stabilitou možno považovať za dva najvýznamnejšie predpoklady pre nárast medzinárodnej finančnej integrácie európskych tranzitívnych ekonomík. Súčasne je dôležité upozorniť na skutočnosť, že bariéry pre voľný pohyb medzinárodného kapitálu neboli národnými vládami v jednotlivých krajinách odstránené okamžite. Dôsledkom toho počiatkový mierny progres v medzinárodnej finančnej integrácii poznačil postupné formovanie štruktúry prílevov zahraničného kapitálu v európskych tranzitívnych ekonomikách (Edison at al., 2002).

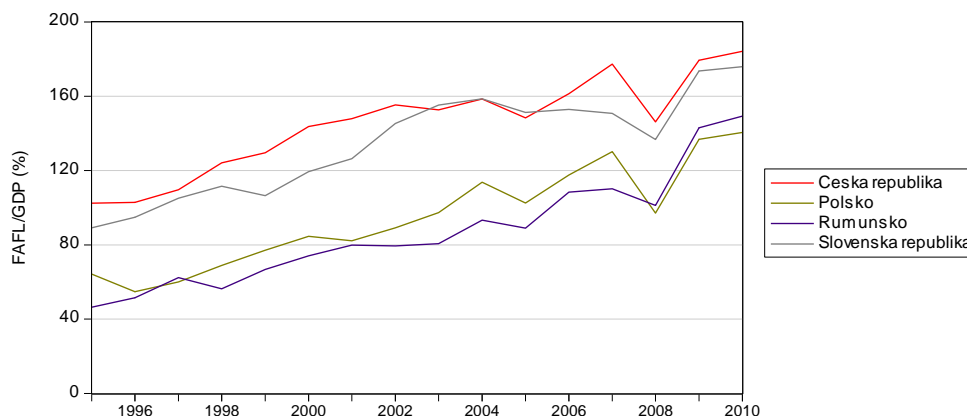
Formovanie celkovej vonkajšej finančnej otvorenosti európskych tranzitívnych ekonomík bolo na začiatku transformačného procesu zásadným spôsobom ovplyvňované tempom a rozsahom liberalizácie zahraničných kapitálových pohybov. Podstatné zmeny v zahranično-ekonomických vzťahoch medzi európskymi tranzitívnymi ekonomikami a západoeurópskymi ekonomikami predurčili krajiny bývalého Východného bloku zotrvať na medzinárodnom poli takmer nepretržite v pozícií čistých zahraničných vypožičiavateľov. Proces reprodukcie domácej kapitálovej základne už hneď na začiatku transformačného obdobia zvýraznil zásadný nepomer medzi tvorbou domácich finančných zdrojov (úsporami) a skutočným dopytom po reálnych investíciách. Aj v tejto súvislosti sa európske tranzitívne ekonomiky stali už v prvej polovici 90. rokov významným cieľovým regiónom pre masívny prílev zahraničného kapitálu. Úspešnosť a rýchlosť ekonomickej transformácie európskych tranzitívnych ekonomík možno aj s odstupom času považovať za proces zásadne podmienený dostupnosťou dostatočnej zásoby kapitálu, čo spoločne s vysokými očakávanými mierami ekonomického rastu predstavovalo výrazný stimul pre prílev zahraničného kapitálu. Spomedzi ďalších determinantov, ktoré prispeli k atraktivite európskych tranzitívnych ekonomík pre kapitál zahraničných investorov v rôznych podobách možno spomenúť význam kvalifikovanej a súčasne lacnej pracovnej sily (pracovný kapitál) a inštitucionálne garancie v podobe, v tom čase, budúceho očakávaného členstva týchto krajín v Európskej únii. Zatiaľ čo celková makroekonomická výkonnosť bola na začiatku transformačného procesu stále významne ovplyvnená počiatkovým ekonomickým šokom, tempá reálneho ekonomického rastu boli počas relatívne dlhého obdobia pred nástupom hospodárskej krízy vo vybraných európskych tranzitívnych ekonomikách relatívne vysoké.

Vývoj medzinárodnej finančnej integrácie

Grafy 3.1 až 3.3 zachytávajú vývoj medzinárodnej finančnej integrácie (vyjadrenej ako podiel celkových zahraničných finančných aktív a zahraničných finančných pasív na HDP) v európskych tranzitívnych ekonomikách počas obdobia rokov 1995-2010. Všetky európske tranzitívne ekonomiky zaznamenali počas väčšiny sledovaného obdobia trend dlhodobého zvyšovania podielu zahraničných finančných aktív a zahraničných finančných pasív na HDP. Sledované ekonomiky zaznamenali rastúcu tendenciu vo vývoji vonkajšej finančnej otvorenosti aj napriek relatívne vysokým tempám ekonomického rastu, ktorý väčšina z nich vykazovala po roku 2001.

V grafe 3.1 uvádzame prehľad vývoja medzinárodnej finančnej integrácie v Českej republike, Poľsku, Rumunsku a Slovenskej republike za obdobie rokov 1995 až 2010.

Graf 3.1 Medzinárodná finančná integrácia (1995-2010)
(Česká republika, Poľsko, Rumunsko, Slovenská republika)



Poznámka: Medzinárodná finančná integrácia - podiel zahraničných finančných aktív a zahraničných finančných pasív (FAFL) na HDP (v percentách).

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Česká republika, Poľsko, Rumunsko a Slovenská republika patrili v rámci sledovaného obdobia k najmenej otvoreným ekonomikám z pohľadu vývoja medzinárodnej finančnej integrácie (graf 3.1). Nízku úroveň vonkajšej finančnej otvorenosti Poľska a Rumunska možno pripísať predovšetkým ich veľkosti, keďže obidve ekonomiky patria v absolútnom vyjadrení k najväčším ekonomikám spomedzi všetkých desiatich európskych tranzitívnych ekonomik. Zatiaľ čo v obidvoch ekonomikách dosiahol objem zahraničných finančných aktív a zahraničných finančných pasív veľkosť vytvoreného HDP až v druhej polovici sledovaného obdobia, v Českej republike a Slovenskej republike sme takýto vývoj mohli zaznamenať už na začiatku druhej polovice 90. rokov. Na druhej strane sa však dynamika rastu celkovej vonkajšej finančnej otvorenosti všetkých štyroch ekonomik vyvíjala až do nástupu hospodárskej krízy porovnateľným tempom. Roky 2007 a 2008 možno v súvislosti s hospodárskou krízou vnímať ako obdobie náhleho poklesu vonkajšej finančnej otvorenosti v rámci všetkých štyroch ekonomik, ku ktorému došlo aj napriek výraznému spomaleniu tempa ekonomického rastu.

V grafe 3.2 uvádzame prehľad vývoja medzinárodnej finančnej integrácie v Bulharsku, Litve a Slovinsku za obdobie rokov 1995 až 2010.

Bulharsko, Litvu a Slovinsku možno z pohľadu vývoja celkovej vonkajšej finančnej otvorenosti vnímať, v porovnaní s predchádzajúcou skupinou krajín, ako ekonomiky viac otvorené (graf 3.2). Aj keď sa vonkajšia finančná otvorenosť v Litve a Slovinsku javila na začiatku sledovaného obdobia ako pomerne nízka, od začiatku druhého desaťročia zaznamenal tento indikátor pomerne dynamický rast. Naproti tomu v Bulharsku, ktoré sa už na začiatku druhej polovice 90. rokov javilo ako pomerne výrazne otvorená ekonomika,

podiel zahraničných finančných aktív a zahraničných finančných pasív na HDP počas viac ako polovice sledovaného obdobia stagnoval.

Graf 3.2 Medzinárodná finančná integrácia (1995-2010)
(Bulharsko, Litva, Slovinsko)



Poznámka: Medzinárodná finančná integrácia - podiel zahraničných finančných aktív a zahraničných finančných pasív (FAFL) na HDP (v percentách).

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Výrazný nárast dynamiky vonkajšej finančnej otvorenosti sme vo všetkých troch krajinách mohli zaznamenať po roku 2005, teda počas obdobia krátko pred nástupom hospodárskej krízy. Aj napriek miernemu poklesu celkovej vonkajšej finančnej otvorenosti dôsledkom pôsobenia hospodárskej krízy presiahla jej hodnota na konci sledovaného obdobia úroveň dvojnásobku vytvoreného HDP.

V grafe 3.3 uvádzame prehľad vývoja medzinárodnej finančnej integrácie v Estónsku, Maďarsku a Lotyšsku za obdobie rokov 1995 až 2010.

Graf 3.3 Medzinárodná finančná integrácia (1995-2010)
(Estónsko, Maďarsko, Lotyšsko)



Poznámka: Medzinárodná finančná integrácia - podiel zahraničných finančných aktív a zahraničných finančných pasív (FAFL) na HDP (v percentách).

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Aj napriek zreteľnému poklesu ukazovateľa vonkajšej finančnej otvorenosti vplyvom pôsobenia následkov hospodárskej krízy presiahol podiel zahraničných finančných aktív a zahraničných finančných pasív úroveň dva a pol násobku HDP na konci sledovaného obdobia.

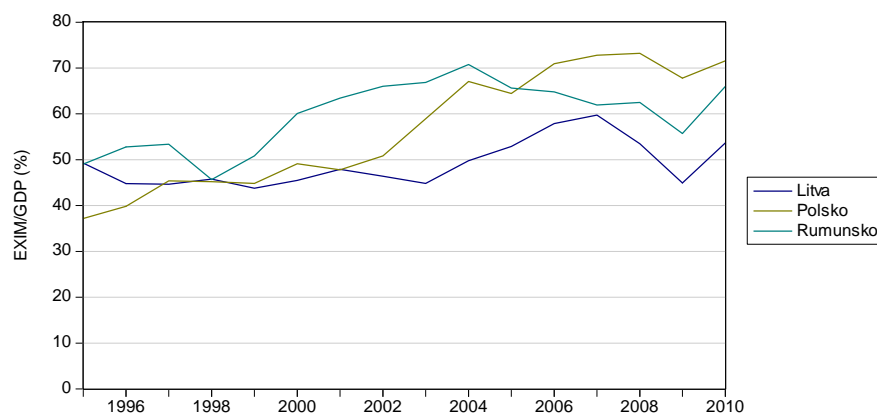
Hospodárska kríza významným spôsobom poznačila vývoj vonkajšej finančnej otvorenosti európskych tranzitívnych ekonomík. Napriek prudkému poklesu temp rastu reálneho outputu (všetkých desať európskych tranzitívnych ekonomík zažilo počas niekoľkých mesiacov roku 2009 dokonca absolútny pokles tvorby reálneho outputu) sa podiel objemov zahraničných finančných aktív a zahraničných finančných pasív koncom roku 2008 znížil v celej skupine krajín.

Vývoj medzinárodnej obchodnej integrácie

V grafoch 3.4 až 3.6 zachytávame základné črty vo vývoji medzinárodnej obchodnej integrácie v európskych tranzitívnych ekonomikách. Všetky európske tranzitívne ekonomiky zaznamenali počas väčšiny sledovaného obdobia trend dlhodobého zvyšovania podielu zahranično-obchodného obratu na HDP. Úroveň medzinárodnej obchodnej integrácie sa však v podmienkach meniacich rastových tendencií nevyvíjala v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách rovnako dynamicky ako tomu bolo v prípade medzinárodnej finančnej integrácie.

V grafe 3.4 uvádzame prehľad vývoja medzinárodnej obchodnej integrácie v Litve, Poľsku a Rumunsku za obdobie rokov 1995 až 2010.

**Graf 3.4 Medzinárodná obchodná integrácia (1995-2010)
(Litva, Poľsko, Rumunsko)**



Poznámka: Medzinárodná obchodná integrácia - podiel exportu a importu (zahranično-obchodného obratu - EXIM) na HDP (v percentách).

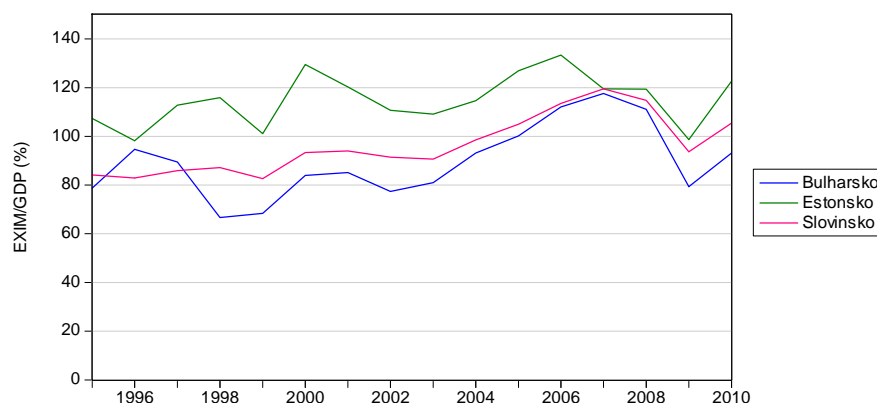
Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Litva, Poľsko a Rumunsko dosahovali spomedzi všetkých desiatich európskych tranzitívnych ekonomík počas celého sledovaného obdobia najnižší stupeň vonkajšej obchodnej otvorenosti. V Litve a Poľsku ukazovateľ vonkajšej obchodnej otvorenosti

relatívne stagnoval počas takmer celej prvej polovice sledovaného obdobia, pričom následne až do nástupu hospodárskej krízy pomerne dynamicky rástol. Na druhej strane sme v Rumunsku mohli zaznamenať podstatný nárast medzinárodnej obchodnej integrácie už počas prvej polovice sledovaného obdobia. Napriek pokračujúcemu rastu exportnej výkonnosti a importnej náročnosti rumunskej ekonomiky sme po roku 2004 mohli sledovať trend postupnému znižovaniu vonkajšej obchodnej otvorenosti, čo možno považovať predovšetkým za dôsledok vysokých temp ekonomického rastu, ktoré Rumunsko dosahovalo v druhej polovici sledovaného obdobia až do nástupu hospodárskej krízy.

V grafe 3.5 uvádzame prehľad vývoja medzinárodnej obchodnej integrácie v Bulharsku, Estónsku a Slovinsku za obdobie rokov 1995 až 2010.

**Graf 3.5 Medzinárodná obchodná integrácia (1995-2010)
(Bulharsko, Estónsko, Slovinsko)**



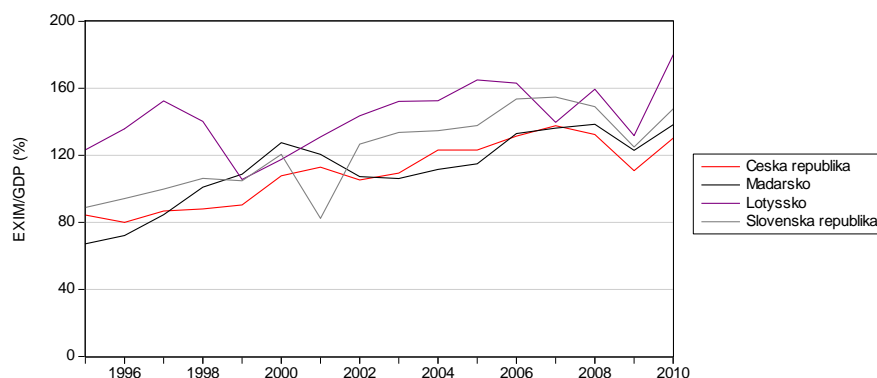
Poznámka: Medzinárodná obchodná integrácia - podiel exportu a importu (zahranično-obchodného obratu - EXIM) na HDP (v percentách).

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Estónsko a Slovinsko dosahovali v prvej polovici sledovaného obdobia pomerne stagnujúci vývoj vonkajšej obchodnej otvorenosti, pričom v prípade Bulharska sme mohli zaznamenať dokonca mierny pokles vo vývoji tohto ukazovateľa. Podobne ako v Poľsku a Litve, aj v tejto skupine krajín sme mohli po roku 2003 zaznamenať vyššie tempá rastu objemov zahranično-obchodných transakcií v porovnaní s rastom reálneho outputu, dôsledkom čoho Bulharsko, Estónsko a Slovinsko vykazovali až do nástupu hospodárskej krízy trend zvyšovania medzinárodnej obchodnej integrácie.

V grafe 3.6 uvádzame prehľad vývoja medzinárodnej obchodnej integrácie v Českej republike, Lotyšsku, Maďarsku a Slovenskej republike za obdobie rokov 1995 až 2010.

Graf 3.6 Medzinárodná obchodná integrácia (1995-2010)
(Česká republika, Lotyšsko, Maďarsko, Slovenská republika)



Poznámka: Medzinárodná obchodná integrácia - podiel exportu a importu (zahranično-obchodného obratu - EXIM) na HDP (v percentách).

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Posledné štyri krajiny zo skupiny európskych tranzitívnych ekonomík možno považovať za najviac otvorené z pohľadu vývoja medzinárodnej obchodnej integrácie v rámci sledovaného obdobia. Jednotlivé krajiny pritom vykazovali od začiatku roku 1995 až do nástupu hospodárskej krízy trend takmer nepretržitého rastu vonkajšej obchodnej otvorenosti (Lotyšsko, ktoré na začiatku sledovaného obdobia vykazovalo najvyššiu mieru zahranično-obchodnej otvorenosti sme tento trend mohli zaznamenať až po roku 1999).

V porovnaní s vývojom medzinárodnej finančnej integrácie sa tempá nárastu medzinárodnej obchodnej integrácie v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách javili ako porovnateľne nižšie. Uvedené zistenie pritom korešponduje so všeobecne očakávaným predpokladom intenzívnejšej participácie európskych tranzitívnych ekonomík v procese cezhraničných kapitálových pohybov v porovnaní s ich účasťou v procese medzinárodnej deľby práce. Súčasne možno konštatovať, že jedine v Českej republike a Slovenskej republike sa ich vonkajšia obchodná otvorenosť pohybovala na úrovni vonkajšej finančnej otvorenosti. V ostatných ekonomikách úroveň medzinárodnej finančnej integrácie výrazne prevyšovala stupeň medzinárodnej obchodnej integrácie.

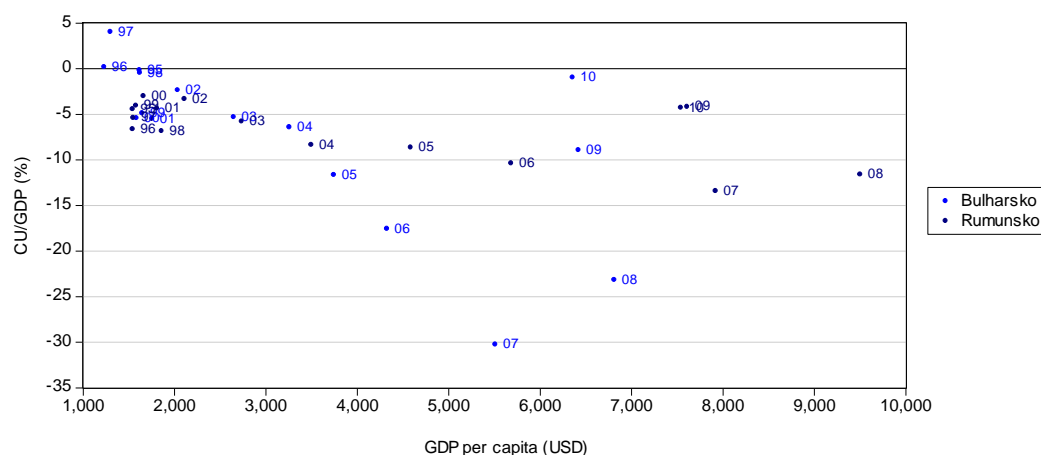
Vývoj HDP a bežného účtu platobnej bilancie

V grafoch 3.7 až 3.9 uvádzame prehľad vývoja HDP vyjadreného na jedného obyvateľa a salda bežného účtu platobnej bilancie vyjadreného ako podiel na HDP. Vzájomné porovnanie obidvoch ukazovateľov nám umožní zachytiť tendencie vo vývoji jedného zo základných ukazovateľov vonkajšej ekonomickej rovnováhy vo vzťahu k dynamickému vývoju reálnej ekonomickej výkonnosti jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomík. Tempá reálneho ekonomickeho rastu takto možno priamo konfrontovať s podmienkami jeho dlhodobej udržateľnosti v podobe zachovania nerovnováhy na bežnom účte platobnej bilancie na relatívne bezpečnej úrovni. Rýchle tempá ekonomickeho rastu spojené s akceleráciou nerovnováhy (deficitu) na bežnom účte možno v tejto súvislosti vnímať ako prejav nerovnováhy s rizikami spojenými s dlhodobou neudržateľnosťou vykazovaného tempa

ekonomického rastu. Dynamizácia procesu konvergenie európskych tranzitívnych ekonomík smerom k starým členským krajinám pritom so sebou nesie práve riziko neprimerane vysokých medziročných prírastkov reálneho outputu, sprievodným javom ktorých sú práve nerovnovážne prejavy v podobe prehĺbenia vonkajšej nerovnováhy, ako napríklad deficitný vývoj na bežnom účte spojený s nárastom zahraničnej zadlženosti krajiny. Zvyšovanie reálnej výkonnosti európskych tranzitívnych ekonomík tak možno v súvislosti so zachovaním podmienok a predpokladov udržania vonkajšej rovnováhy vnímať ako jeden z podstatných faktorov úspešného napredovania nových členských krajín Európskej únie v strednodobom časovom horizonte.

V grafe 3.7 uvádzame prehľad vývoja HDP vyjadreného na jedného obyvateľa a podielu salda bežného účtu platobnej bilancie na HDP v Bulharsku a Rumunsku za obdobie rokov 1995 až 2010.

Graf 3.7 HDP per capita a saldo bežného účtu platobnej bilancie (1995-2010)
(Bulharsko, Rumunsko)



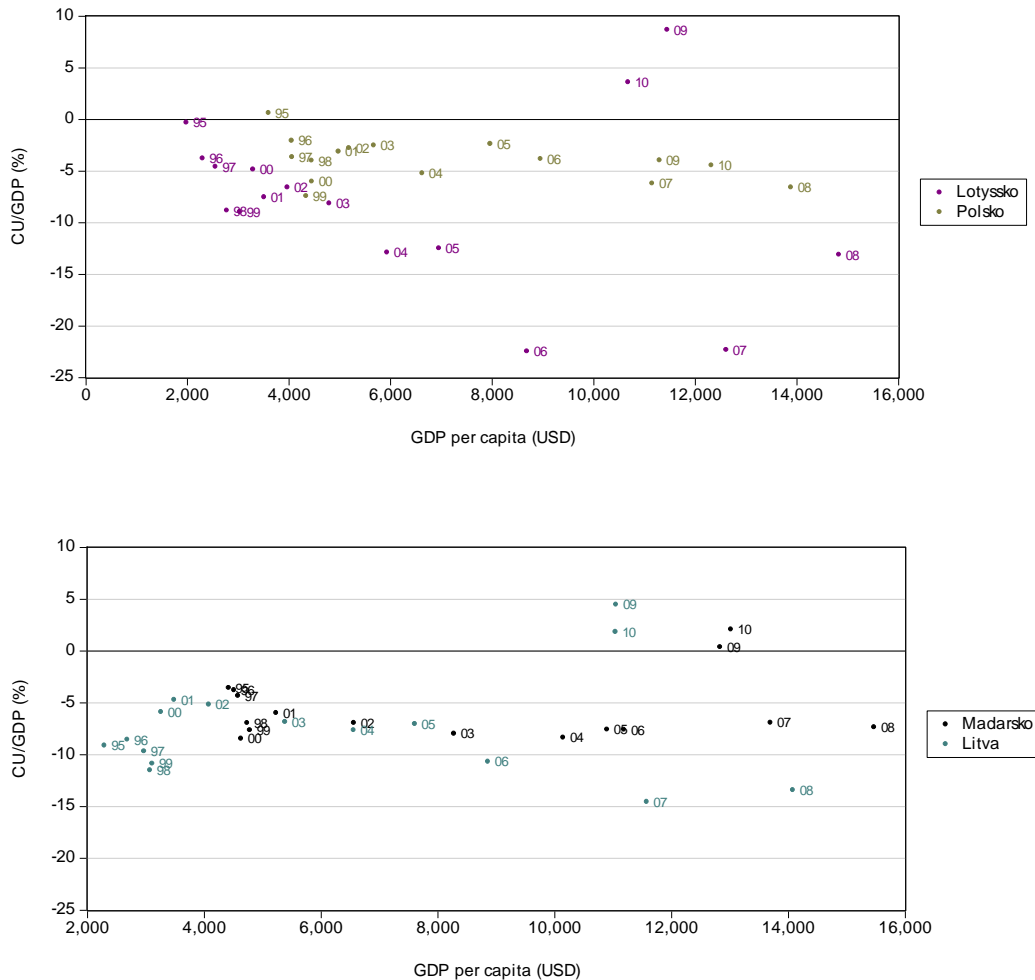
Poznámka: Podiel salda bežného účtu platobnej bilancie na HDP (CU/GDP) v percentách a HDP na jedného obyvateľa (GDP per capita) v percentách.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Bulharsko a Rumunsko možno považovať za ekonomicky najmenej vyspelé krajiny spomedzi všetkých desiatich európskych tranzitívnych ekonomík. Zvyšovanie ekonomickej výkonnosti oboch krajín sa počas obdobia posledného desaťročia spájalo s negatívnym vývojom na bežnom účte platobnej bilancie. Zvyšovanie rastového potenciálu sa tak v oboch ekonomikách výrazne spájalo s pretrvávajúcou vonkajšou ekonomickou nerovnováhou a súvisiacim rastom zahraničného zadlženia. V strednodobom časovom horizonte preto možno vývoj na bežnom účte platobnej bilancie považovať za významný limitujúci faktor konvergenie Bulharska a Rumunska smerom k starým členským krajinám Európskej únie. Akumulácia zahraničných finančných pasív a zvyšovanie zahraničného dlhu tak môže najmä v pokrízovom období viesť k zhoršeniu podmienok pre dlhodobú udržateľnosť zvyšovania reálnej ekonomickej výkonnosti oboch krajín.

V grafe 3.8 uvádzame prehľad vývoja HDP vyjadreného na jedného obyvateľa a podielu salda bežného účtu platobnej bilancie na HDP v Litve, Lotyšsku, Maďarsku a Poľsku za obdobie rokov 1995 až 2010.

Graf 3.8 HDP per capita a saldo bežného účtu platobnej bilancie (1995-2010)
(Litva, Lotyšsko, Maďarsko, Poľsko)



Poznámka: Podiel salda bežného účtu platobnej bilancie na HDP (CU/GDP) v percentách a HDP na jedného obyvateľa (GDP per capita) v percentách.

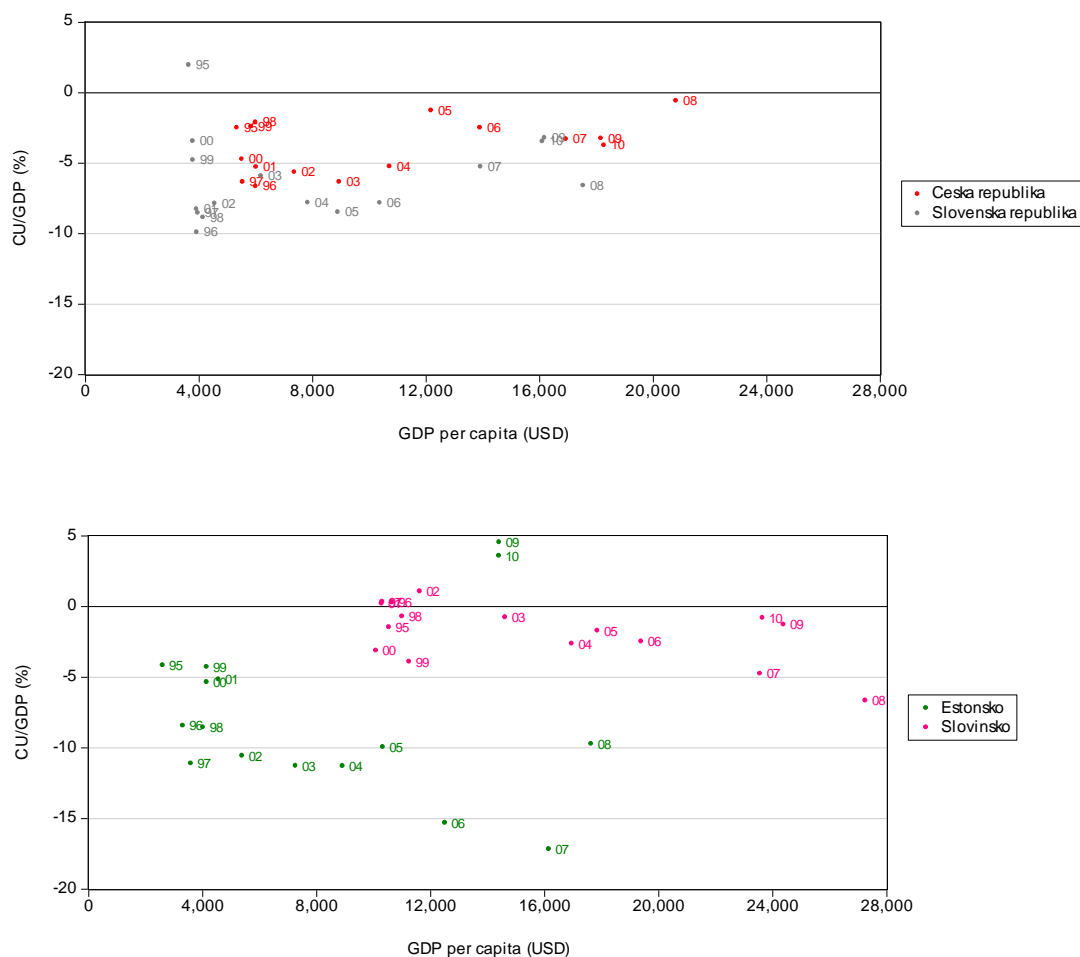
Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Litva a Lotyšsko ako menšie ekonomiky (v porovnaní s Poľskom) vykazovali v rámci sledovaného obdobia volatilnejší vývoj nerovnováhy na bežnom účte platobnej bilancie. Výraznejší nárast vonkajšej nerovnováhy je pritom badateľný najmä v Lotyšsku počas obdobia posledných niekoľkých rokov pred nástupom hospodárskej krízy. Maďarsko, ktoré je čo do veľkosti porovnateľné s Litvou a Lotyšskom (úrovňou HDP na jedného obyvateľa však Maďarsko obidve ekonomike mierne predbieha) dosahovalo v rámci sledovaného obdobia menej výrazné schodky na bežnom účte platobnej bilancie. Aj napriek tomu sa však prevažnú väčšinu celej periódy deficit bežného účtu Maďarska nachádzal nad úrovňou 5 percent. Aj keď sa na prvý pohľad menej výrazná nerovnováha na bežnom účte platobnej bilancie

v Poľsku počas celého sledovaného predkrízového obdobia môže javiť ako pozitívny prvok vo vývoji tejto ekonomiky, veľkosť poľskej ekonomiky pôsobí na negatívny vývoj bežného účtu platobnej bilancie výrazne zotrvačným spôsobom. Aj dôsledkom toho možno v Poľsku počas krízového obdobia sledovať len minimálne zlepšenie vývoja na bežnom účte, zatiaľ čo vo zvyšných troch ekonomikách, podobne ako v Bulharsku a Rumunsku, sa pôsobenie hospodárskej krízy premietlo do výraznej redukcie nerovnováhy na bežnom účte platobnej bilancie.

V grafe 3.9 uvádzame prehľad vývoja HDP vyjadreného na jedného obyvateľa a podielu salda bežného účtu platobnej bilancie na HDP v Českej republike, Estónsku, Slovinsku a Slovenskej republike za obdobie rokov 1995 až 2010.

Graf 3.9 HDP per capita a saldo bežného účtu platobnej bilancie (1995-2010)
(Česká republika, Estónsko, Slovinsko, Slovenská republika)



Poznámka: Podiel salda bežného účtu platobnej bilancie na HDP (CU/GDP) v percentách a HDP na jedného obyvateľa (GDP per capita) v percentách.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Štvorica najvýkonnejších krajín spomedzi všetkých desiatich európskych tranzitívnych ekonomík vykazovala podobne ako predchádzajúce krajiny počas väčšiny sledovaného obdobia trend negatívneho vývoja na bežnom účte platobnej bilancie. Najmenej výraznú nerovnováhu na bežnom účte (do 5 percent HDP) pritom vykazovalo Slovinsko, ktorého HDP na jedného obyvateľa vykazoval počas celého obdobia najvyššie hodnoty. Českej republike, ako druhej najvýkonnejšej ekonomike sa podarilo znížiť deficit bežného účtu platobnej bilancie pod úroveň 5 percent HDP po roku 2004. Menej úspešnými krajinami v intenciách vývoja vonkajšej nerovnováhy boli ekonomiky Estónska a Slovenskej republiky. Kým Slovenskej republike sa po roku 2005 až do nástupu hospodárskej krízy darilo zmiernovať nerovnováhu na bežnom účte, v prípade Estónska sme mohli zaznamenať opačný trend. Vplyvom hospodárskej krízy sa vonkajšia nerovnováha zmiernila vo všetkých štyroch ekonomikách (najvýraznejšie v Estónsku, ktoré súčasne zaznamenalo najväčší prepád vývoja HDP na jedného obyvateľa).

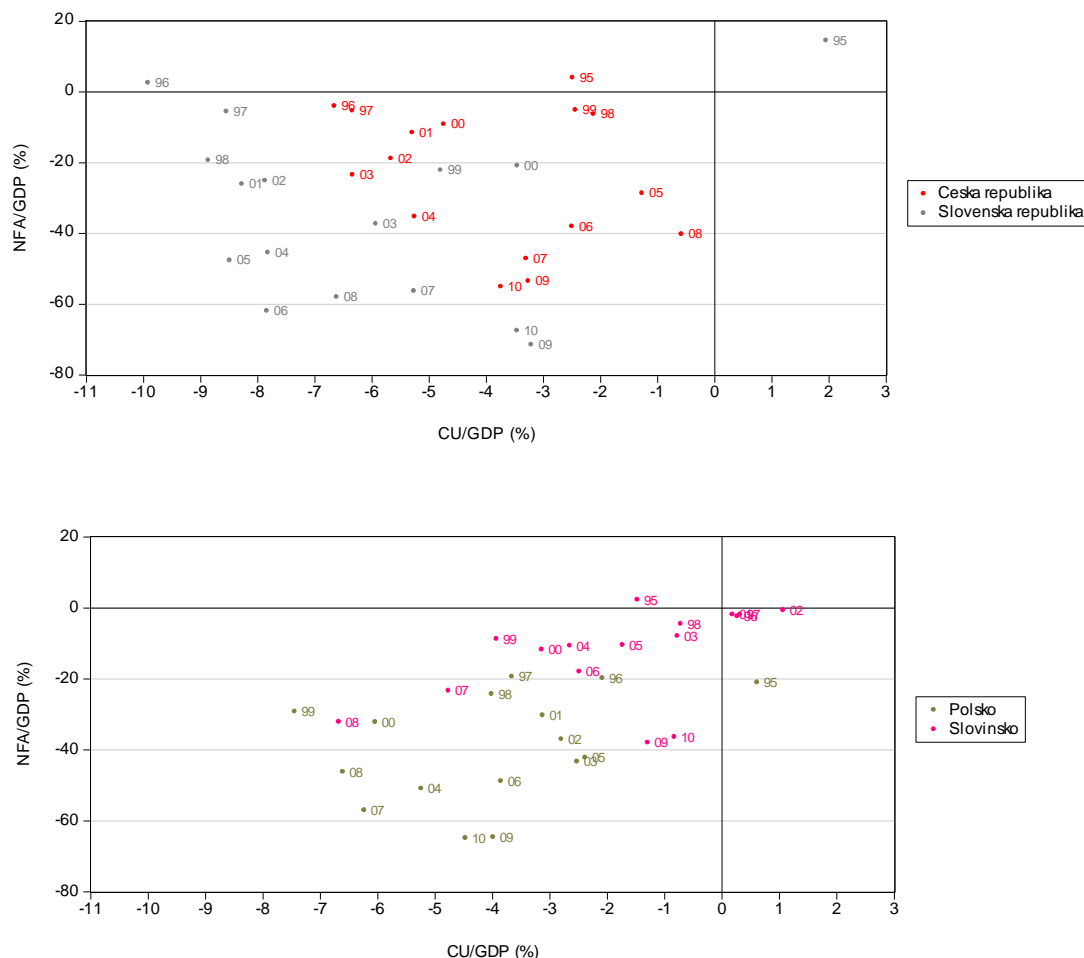
Na základe vývoja vzájomného vzťahu medzi reálnym outputom na jedného obyvateľa a saldom bežného účtu platobnej bilancie v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách možno konštatovať, že sme od začiatku roku 1995 až do nástupu hospodárskej krízy nezaznamenali zreteľnejšiu prepojenosť medzi vývojom obidvoch ukazovateľov. Zatiaľ čo počas obdobia prvého desaťročia vykazovali európske tranzitívne ekonomiky deficit na bežnom účte predovšetkým dôsledkom celkovo nízkej exportnej výkonnosti, v neskoršom období (najmä po roku 2000) možno sledovať určité zlepšenie vo vývoji salda bežného účtu dôsledkom nárastu zahraničnej konkurencieschopnosti ako odrazu zrýchlenia tempa konvergenzie k starým členským krajinám Európskej únie. Väčšina krajín v tomto období súčasne zaznamenávala trend znižovania miery inflácie, čo európskym tranzitívnym ekonomikám umožnilo posilňovať ich konkurenčnú pozíciu na medzinárodných trhoch pri súčasnom trende posilňovania nominálneho menového kurzu. Vysoké tempá ekonomického rastu, ktoré európske tranzitívne ekonomiky vykazovali na konci predkrízového obdobia považujeme za jednu z hlavných bŕzd úspešnej redukcie nerovnováhy na bežnom účte platobnej bilancie.

Vývoj medzinárodnej obchodnej a finančnej integrácie

V grafoch 3.10 až 3.12 porovnáваме vzájomné tendencie vo vývoji čistej medzinárodnej obchodnej integrácie a čistej medzinárodnej finančnej integrácie v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách. Uvedený prístup nám umožní posúdiť porovnateľné čisté efekty plynúce zo zapájania sa európskych tranzitívnych ekonomík do procesu medzinárodných kapitálových pohybov a procesu medzinárodnej deľby práce. Kým vývoj čistej medzinárodnej obchodnej integrácie možno považovať za priamy odraz konkurenčnej pozície európskych tranzitívnych ekonomík na medzinárodných trhoch tovarov, vývoj čistej medzinárodnej finančnej integrácie odráža postavenie európskych tranzitívnych ekonomík na medzinárodných finančných trhoch.

V grafe 3.10 uvádzame prehľad vývoja čistej medzinárodnej obchodnej integrácie a čistej medzinárodnej finančnej integrácie v Českej republike, Poľsku, Slovinsku a Slovenskej republike za obdobie rokov 1995 až 2010.

**Graf 3.10 Čistá medzinárodná obchodná a finančná integrácia (1995-2010)
(Česká republika, Poľsko, Slovinsko, Slovenská republika)**



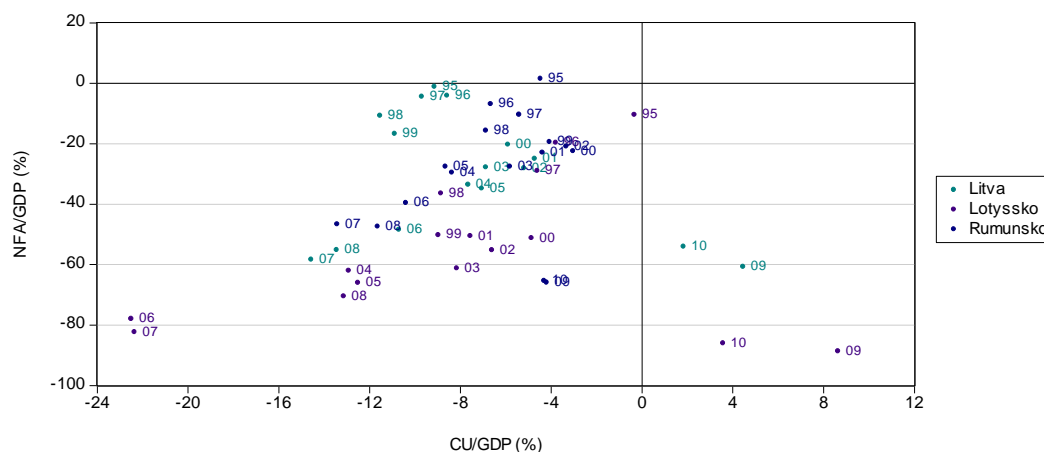
Poznámka: Podiel čistých zahraničných finančných aktív na HDP (NFA/GDP) a salda bežného účtu platobnej bilancie na HDP (CU/GDP) v percentách.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Českú republiku, Poľsko, Slovinsko a Slovenskú republiku možno zaradiť medzi krajinami s najmenej výraznými nerovnováhami spojenými s ich medzinárodným integračným obchodným a finančným pôsobením. Možno konštatovať, že zatiaľ čo negatívny podiel čistých zahraničných aktív na vytvorenom HDP rástol takmer nepretržite počas celého sledovaného obdobia, vývoj negatívneho salda bežného účtu platobnej bilancie nevykazoval jednoznačnú tendenciu. Aj napriek tomu sa zapájania tejto skupiny krajín do procesu medzinárodnej delby práce javí ako aktívnejšie (exportná výkonnosť týchto ekonomík vykazovala v predkrízovom období dlhodobu vysokú tempá rastu). V oblasti medzinárodných kapitálových pohybov stále dominuje ich pozícia ako čistých dlžníkov, pričom nepredpokladám, že by došlo v tejto oblasti k zásadnejšej zmene trendu v najbližších rokoch.

V grafe 3.11 uvádzame prehľad vývoja čistej medzinárodnej obchodnej integrácie a čistej medzinárodnej finančnej integrácie v Litve, Lotyšsku a Rumunsku za obdobie rokov 1995 až 2010.

Graf 3.11 Čistá medzinárodná obchodná a finančná integrácia (1995-2010)
(Litva, Lotyšsko, Rumunsko)



Poznámka: Podiel čistých zahraničných finančných aktív na HDP (NFA/GDP) a salda bežného účtu platobnej bilancie na HDP (CU/GDP) v percentách.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

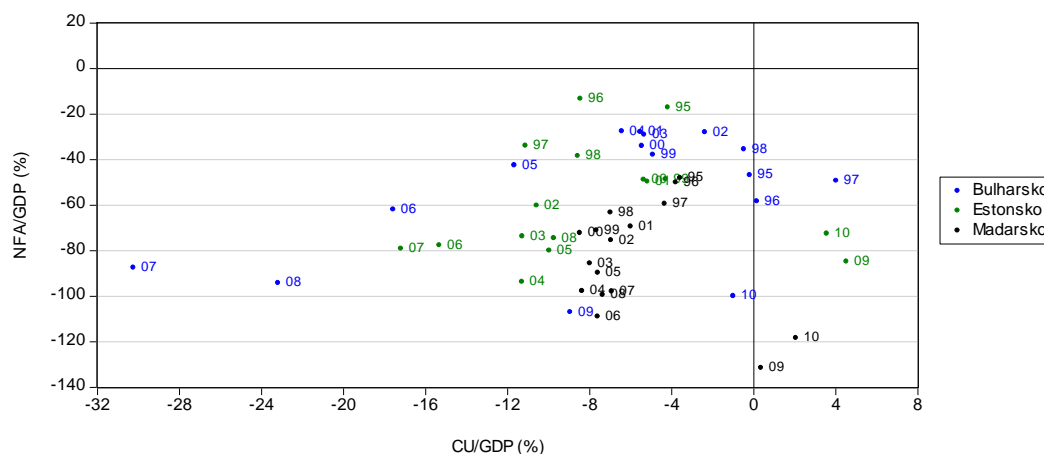
Litva, Lotyšsko a Rumunsko dosahovali v rámci sledovaného obdobia porovnateľnú úroveň podielu čistých zahraničných aktív na HDP ako predchádzajúca štvorica ekonomík. Horší vývoj salda bežného účtu platobnej bilancie však v tejto skupine krajín vytvára potenciálne riziká prehĺbenia ich vonkajšej dlžníckej pozície spojenej s ďalšou kumuláciou zahraničných dlhových finančných pasív. Aj keď sme vplyvom krízového obdobia mohli zaznamenať zlepšenie vývoja na bežnom účte platobnej bilancie vo všetkých troch krajinách (v súvislosti s pôsobením hospodárskej krízy to možno vnímať skôr ako dôsledok asynchrónnych efektov utlmujúcich ako domáci, tak aj zahraničný dopyt), súčasné prehĺbenie negatívneho vývoja čistých zahraničných finančných aktív zvyrazňuje potenciálne riziká spojené s ďalším nárastom vonkajšieho dlhu v podmienkach pretrvávajúcej neistoty na medzinárodných finančných trhoch.

V grafe 3.12 uvádzame prehľad vývoja čistej medzinárodnej obchodnej integrácie a čistej medzinárodnej finančnej integrácie v Bulharsku, Estónsku a Maďarsku za obdobie rokov 1995 až 2010.

V rámci poslednej trojice krajín sme v podmienkach Bulharsko a Estónsko - bolo v rámci sledovaného obdobia pred nástupom hospodárskej krízy sledovať trend pomerne dynamickej akumulácie zahraničných finančných pasív, dôsledkom čoho bol trend pomerne výrazného zhoršovania vývoja čistých zahraničných finančných aktív. V oboch ekonomikách sme súčasne mohli zaznamenať trend zhoršovania vývoja na bežnom účte platobnej bilancie. Aj keď sa v Maďarsku bežný účet vyvíjal porovnateľne lepšie ako

v Bulharsku a Estónsku, dôvodom zaradenia tejto krajiny do tejto poslednej skupiny krajín bolo výrazné prehlbovanie negatívneho salda v oblasti čistej medzinárodnej investičnej pozície spojené s výraznou akumuláciou zahraničných finančných pasív.

**Graf 3.12 Čistá medzinárodná obchodná a finančná integrácia (1995-2010)
(Bulharsko, Estónsko, Maďarsko)**



Poznámka: Podiel čistých zahraničných finančných aktív na HDP (NFA/GDP) a salda bežného účtu platobnej bilancie na HDP (CU/GDP) v percentách.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Vplyv hospodárskej krízy na vývoj bežného účtu platobnej bilancie možno v celej skupine európskych tranzitívnych ekonomík hodnotiť pozitívne. Vo všetkých desiatich ekonomikách sme mohli zaznamenať dočasné zlepšenie vývoja bežného účtu. Ak však zohľadníme skutočnú príčinu spomínaného vývoja, t.j. výrazné utlmenie domáceho dopytu spojené so znížením dopytu nielen po domácich, ale aj po zahraničných tovaroch, obnovenie predkrízového vývoja je vo všetkých desiatich ekonomikách pomerne vysoko pravdepodobné.

Vývoj čistej medzinárodnej investičnej pozície v rámci európskych tranzitívnych ekonomik čiastočne odzrkadľoval trendy vo vývoji bežného účtu platobnej bilancie. Zatiaľ čo vývoj medzinárodnej finančnej integrácie vykazoval vo všetkých desiatich ekonomikách v rámci predkrízového obdobia pomerne odlišné tendencie, v rámci jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomik možno sledovať negatívny trend vo vývoji čistých zahraničných finančných aktív. Európske tranzitívne ekonomiky sa stali atraktívnym regiónom pre zahraničných investorov, dôsledkom čoho došlo v týchto krajinách počas obdobia posledných dvoch desaťročí k výraznej akumulácii zahraničných finančných pasív. Popri tomto vývoji sme mohli súčasne zaznamenať len málo dynamický trend vývoja podielu zahraničných finančných aktív relatívne k HDP. Zatiaľ čo prílev priamych zahraničných investícií umožnil európskym tranzitívnym ekonomikám zvýšiť ich medzinárodnú konkurenčnú pozíciu domácej produkcie na zahraničných trhoch a tým prispieť k zmierneniu negatívneho vývoja na bežnom účte platobnej bilancie, schopnosť európskych tranzitívnych ekonomik alokovať vlastné priame zahraničné investície na zahraničných trhoch spoločne so znížením prílevu zahraničného dlhového (najmä krátkodobého) kapitálu považujeme za jednu

z najvýznamnejších výziev pre európske tranzitívne ekonomiky v rámci strednodobého časového horizontu.

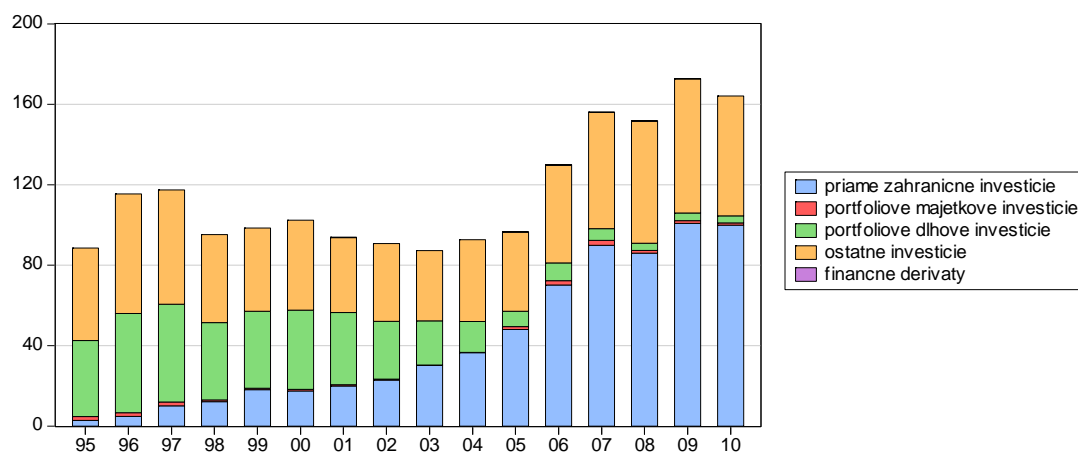
Vývoj štruktúry vonkajšieho portfólia zahraničných finančných pasív

Za účelom analýzy špecifických črt vo vývoji medzinárodnej finančnej integrácie európskych tranzitívnych ekonomík sa v tejto časti zameriame na analýzu detailnej štruktúry portfólia zahraničného kapitálu s akcentom na kompozíciu zahraničných finančných aktív. Aj napriek pomerne odlišnej situácii vo vývoji celkovej medzinárodnej finančnej integrácie v rámci jednotlivých individuálnych tranzitívnych ekonomík možno identifikáciu trendov vo vývoji portfólia zahraničných finančných pasív v celom zoskupení považovať za prínosnú.

V grafoch 3.13 až 3.22 prezentujeme analýzu štruktúry zahraničných finančných pasív v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách za obdobie rokov 1995-2000. Uvedený prístup nám umožní posúdiť vývoj štruktúry prílevov zahraničného kapitálu v podmienkach naznačených trendov vo vývoji medzinárodnej finančnej integrácie.

V grafe 3.13 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry vonkajšieho portfólia zahraničných finančných pasív v Bulharsku počas obdobia rokov 1995 až 2010.

Graf 3.13 Štruktúra vonkajšieho portfólia zahraničných finančných pasív (1995-2010) (Bulharsko)



Poznámka: Jednotlivé segmenty zahraničných finančných pasív sú vyjadrené ako percentuálne podiely na HDP.
Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

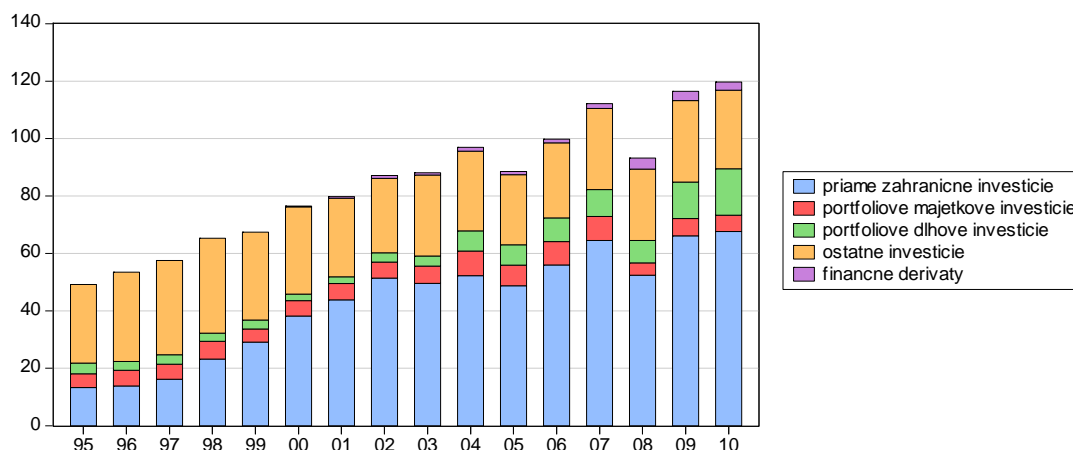
Počas analyzovaného obdobia možno v podmienkach Bulharska sledovať v rámci vývoja štruktúry zahraničných finančných pasív tendenciu postupného zvyšovania podielu prílevov priamych zahraničných investícií. Po roku 2004 pritom už ich podiel tvoril dominantnú časť celkového portfólia zahraničných finančných pasív. Pozitívne možno súčasne hodnotiť trend znižovania podielu ostatných (dlhových) investícií a to aj pri mierne rastúcej tendencii vývoja ich absolútnych objemov. Pomerne významný podiel portfóliových dlhových cenných papierov na začiatku sledovaného obdobia súvisel s pôžičkami Bulharsku od zahraničných finančných inštitúcií a nebol teda odrazom kvalitatívnych zmien domáceho

finančného systému. Splácania zahraničných úverov sa v nasledujúcich rokoch prejavilo výrazným poklesom podielu portfóliových dlhových investícií. Spoločne s portfóliovými majetkovými investíciami sa ich podiel na celkových zahraničných finančných pasívach na konci predkrízového obdobia nachádzal na výrazne nízkej úrovni typickej pre európske tranzitívne ekonomiky.

Vplyvom hospodárskej krízy sa trend zvyšovania podielu priamych zahraničných investícií v Bulharsku zastavil. Celková štruktúra zahraničných finančných pasív sa však výraznejšie nezmenila.

V grafe 3.14 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry vonkajšieho portfólia zahraničných finančných pasív v Českej republike počas obdobia rokov 1995 až 2010.

Graf 3.14 Štruktúra vonkajšieho portfólia zahraničných finančných pasív (1995-2010) (Česká republika)



Poznámka: Jednotlivé segmenty zahraničných finančných pasív sú vyjadrené ako percentuálne podiely na HDP.

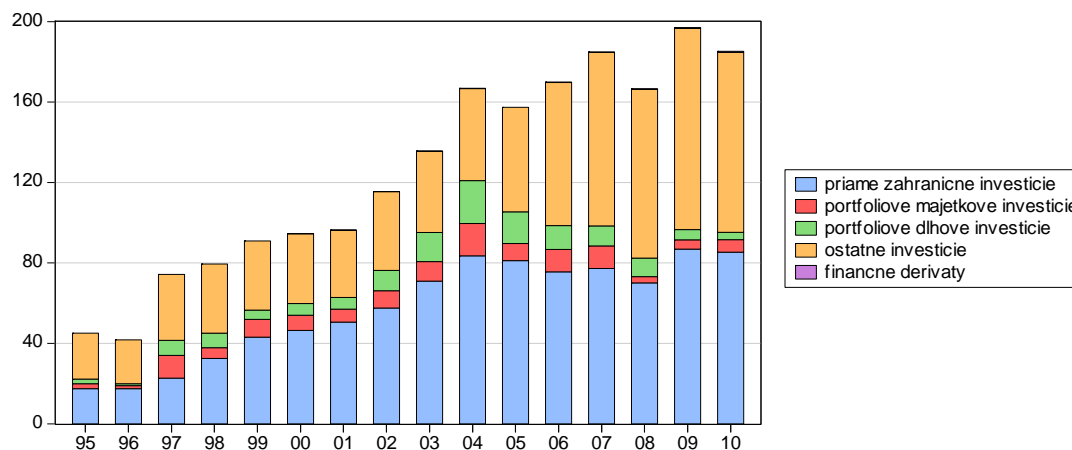
Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Počas prvej polovice sledovaného obdobia možno v podmienkach Českej republiky sledovať v rámci vývoja štruktúry zahraničných finančných pasív tendenciu postupného zvyšovania podielu prílevov priamych zahraničných investícií. Po roku 2000 pritom možno sledovať zastavenie tohto trendu (s opätovným oživením po roku 2005), keď medziročné zmeny v prílevoch priamych zahraničných investícií korešpondovali s tempami ekonomického rastu. Pozitívne možno hodnotiť trend znižovania váhy ostatných (dlhových) investícií, čo bolo v druhej polovici sledovaného obdobia spojené s miernym rastom váhy sekuritizovaného dlhu (t.j. portfóliových dlhových investícií).

Dôsledkom pôsobenia krízového obdobia sa prílev priamych zahraničných investícií do Českej republiky výrazne znížil. Aj napriek tomu však možno celkovú štruktúru zahraničných finančných pasív v Českej republike hodnotiť v posledných rokoch ako relatívne stabilizovanú s mierne rastúcim trendom vo vývoju oboch základných zložiek portfóliových investícií.

V grafe 3.15 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry vonkajšieho portfólia zahraničných finančných pasív v Estónsku počas obdobia rokov 1995 až 2010.

Graf 3.15 Štruktúra vonkajšieho portfólia zahraničných finančných pasív (1995-2010) (Estónsko)



Poznámka: Jednotlivé segmenty zahraničných finančných pasív sú vyjadrené ako percentuálne podiely na HDP.
Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Počas prvej polovice sledovaného obdobia možno v podmienkach Estónska sledovať v rámci vývoja štruktúry zahraničných finančných pasív výraznú dynamizáciu prílevov priamych zahraničných investícií, ktoré sa tak v tomto období stali významným zdrojom zvyšovania celkovej vonkajšej finančnej otvorenosti. Súčasne je možno počas tohto časového úseku sledovať stagnáciu prílevu obidvoch druhov portfóliových investícií. Po roku 2003 dochádza k postupnému znižovaniu váhy priamych zahraničných investícií pri súčasnom raste podielu ostatných (dlhových) investícií, čo sa premietlo do zvyšovania zahraničnej zadlženosti krajiny. Tento trend tak možno v rámci druhej polovice sledovaného obdobia hodnotiť negatívne.

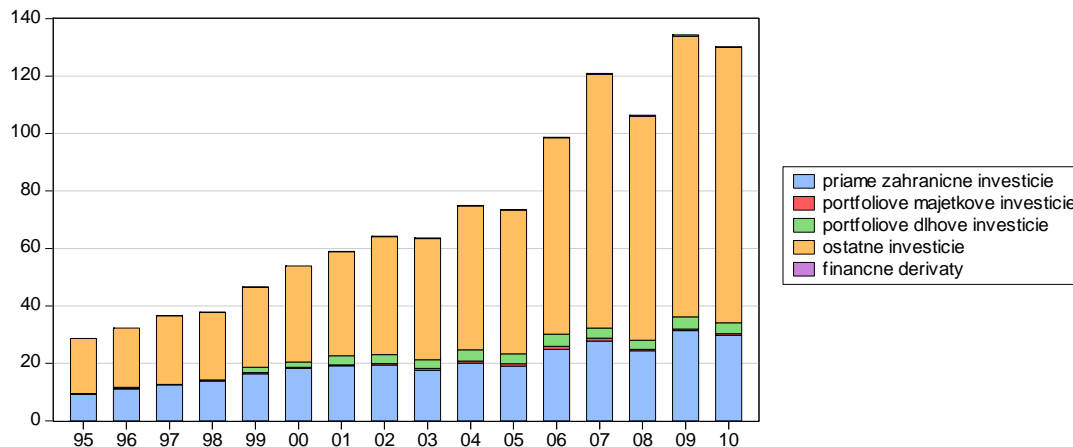
Naznačený vývoj štruktúry zahraničných finančných pasív Estónska sa nezmenil ani nástupom hospodárskej krízy, dôsledkom čoho sa ostatné investície stali ku koncu sledovaného obdobia dominantnou zložkou vonkajšieho finančného portfólia krajiny.

V grafe 3.16 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry vonkajšieho portfólia zahraničných finančných pasív v Litve počas obdobia rokov 1995 až 2010.

Počas analyzovaného obdobia možno v Litve sledovať v rámci vývoja štruktúry zahraničných finančných pasív tendenciu pomerne výraznej akcelerácie podielu ostatných (dlhových) investícií. Takýto, v podmienkach európskych tranzitívnych ekonomík, pomerne nezvyčajný trend, bol, po počiatkovej stabilizácii v rámci prvých piatich rokov, súčasne spojený so znižovaním celkovej váhy priamych zahraničných investícií. Podiel portfóliových investícií v rámci štruktúry celkových zahraničných finančných pasív klesal, pričom aj na konci sledovaného obdobia vykazoval veľmi nízke hodnoty.

Aj keď sa vplyvom hospodárskej krízy podiel ostatných finančných pasív krátkodobo znížil, ku koncu sledovaného obdobia dosahoval po roku 1995 najvyššie hodnoty.

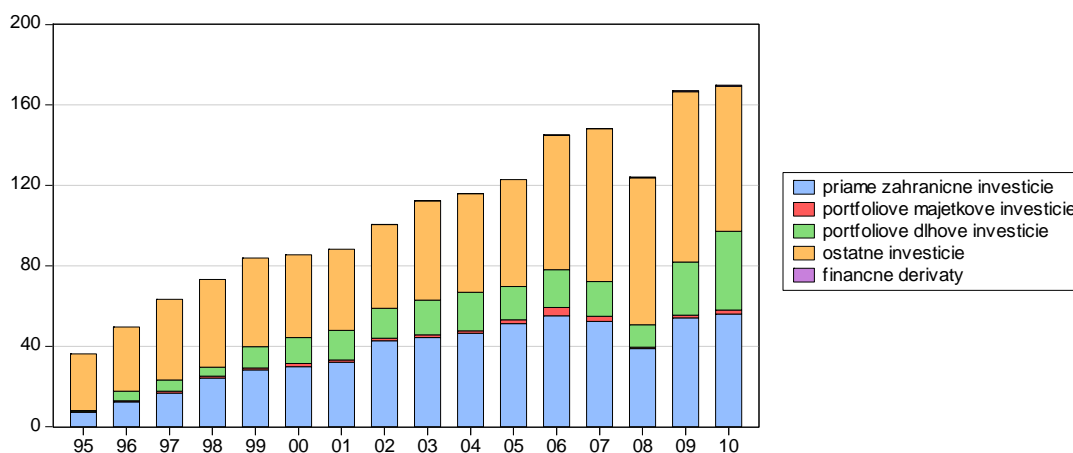
Graf 3.16 Štruktúra vonkajšieho portfólia zahraničných finančných pasív (1995-2010) (Litva)



Poznámka: Jednotlivé segmenty zahraničných finančných pasív sú vyjadrené ako percentuálne podiely na HDP.
Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

V grafe 3.17 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry vonkajšieho portfólia zahraničných finančných pasív v Lotyšsku počas obdobia rokov 1995 až 2010.

Graf 3.17 Štruktúra vonkajšieho portfólia zahraničných finančných pasív (1995-2010) (Lotyšsko)



Poznámka: Jednotlivé segmenty zahraničných finančných pasív sú vyjadrené ako percentuálne podiely na HDP.
Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

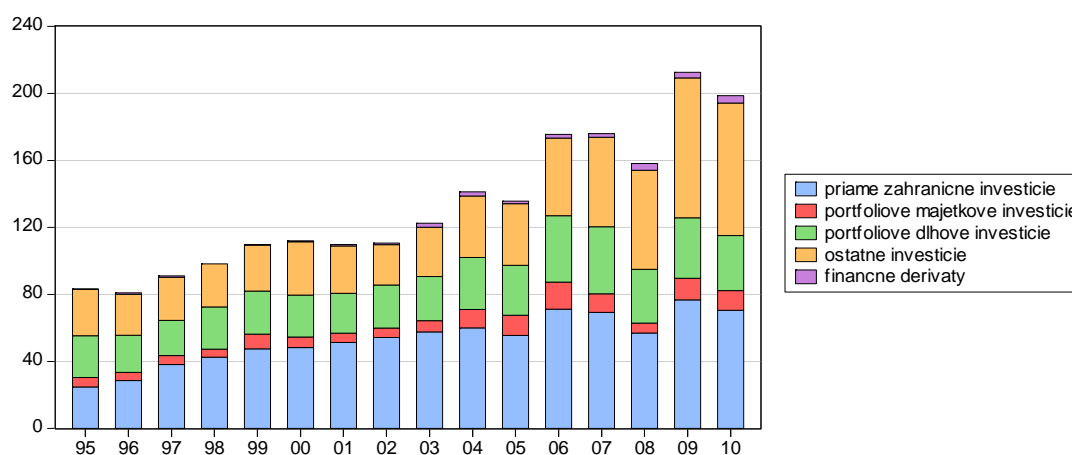
Počas analyzovaného obdobia možno v podmienkach Lotyšska sledovať v rámci vývoja štruktúry zahraničných finančných pasív pomerne stabilný vývoj prílevov priamych

zahraničných investícií pri súčasnom zvyšovaní ich podielu na vytvorenom HDP. Mierne klesajúci trend v rámci štruktúry vonkajšieho finančného portfólia vykazoval podiel ostatných (dlhových) investícií. Po roku 2003 dochádza k postupnému zvyšovaniu váhy ostatných investícií pri súčasnom klesaní podielu priamych zahraničných investícií.

Vplyvom hospodárskej krízy sa podiely prílevov priamych zahraničných investícií postupne znižovali, zatiaľ čo ostatné investície posilňovali svoj význam v rámci portfólia zahraničných finančných pasív. Popri tomto negatívnom trende možno sledovať aj zreteľné posilňovanie váhy portfóliových dlhových investícií (t.j. sekuritizovaného dlhu).

V grafe 3.18 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry vonkajšieho portfólia zahraničných finančných pasív v Maďarsku počas obdobia rokov 1995 až 2010.

Graf 3.18 Štruktúra vonkajšieho portfólia zahraničných finančných pasív (1995-2010) (Maďarsko)



Poznámka: Jednotlivé segmenty zahraničných finančných pasív sú vyjadrené ako percentuálne podiely na HDP.
Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

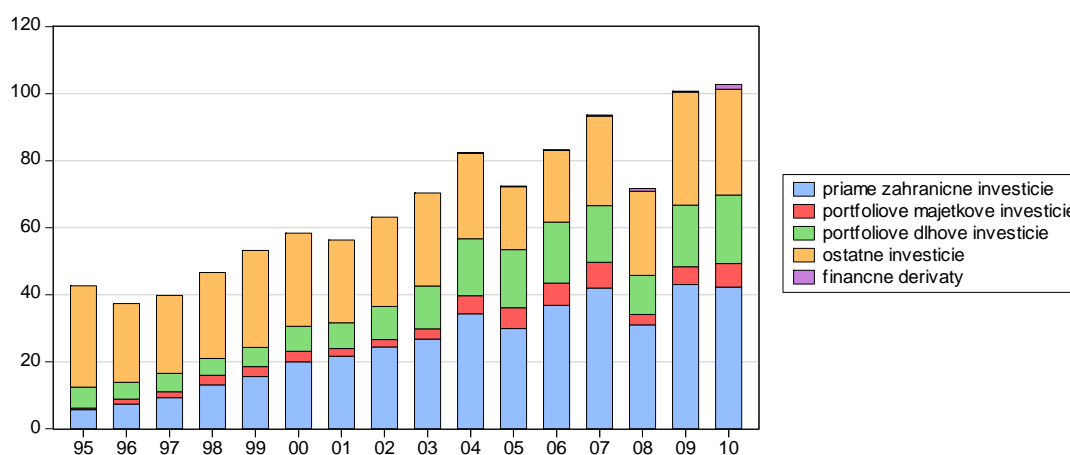
Počas prvej polovice analyzovaného obdobia možno v podmienkach Maďarska sledovať v rámci vývoja štruktúry zahraničných finančných pasív relatívne stabilný vývoj jednotlivých položiek. Relatívne vyšší podiel portfóliových dlhových investícií od začiatku sledovaného obdobia, v porovnaní ostatnými európskymi tranzitívnymi ekonomikami, možno zdôvodniť pôžičkami Maďarska od medzinárodných finančných inštitúcií. Po roku 2003 sa relatívny význam priamych zahraničných investícií v rámci vonkajšieho portfólia finančných pasív začal postupne znižovať v prospech nárastu podielov dlhových foriem (priamych aj sekuritizovaných) zahraničných prílevov kapitálu.

Dôsledkom pôsobenia hospodárskej krízy sa uvedený trend z konca prvej polovice sledovaného obdobia ešte zvýraznil, pričom výrazné zvýšenia váhy sme mohli zaznamenať najmä pri ostatných (dlhových) investíciách.

V grafe 3.19 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry vonkajšieho portfólia zahraničných finančných pasív v Poľsku počas obdobia rokov 1995 až 2010.

Počas analyzovaného obdobia možno v podmienkach Poľska sledovať v rámci vývoja štruktúry zahraničných finančných pasív mierne rastúci trend vývoja podielu prílevov priamych zahraničných investícií. Pozitívne možno v tejto súvislosti hodnotiť súčasné znižovanie váhy dlhových foriem zahraničných kapitálových prílevov (t.j. ostatných (dlhových) investícií aj portfóliových dlhových investícií). Určitým pozitívom sa v tejto súvislosti javí nárast významu sekuritizovanej formy zahraničného dlhu na úkor priameho zahraničného dlhu (zahraničných úverov). Po roku 2004 dochádza k relatívnemu znižovaniu váhy priamych zahraničných investícií v prospech dlhových kapitálových prílevov.

Graf 3.19 Štruktúra vonkajšieho portfólia zahraničných finančných pasív (1995-2010) (Poľsko)



Poznámka: Jednotlivé segmenty zahraničných finančných pasív sú vyjadrené ako percentuálne podiely na HDP.
Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

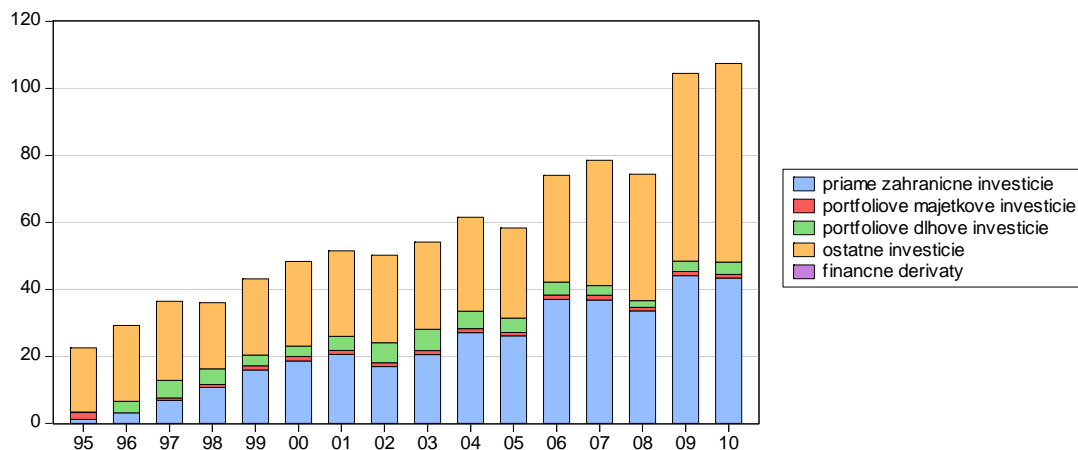
Vplyvom hospodárskej krízy sa trend zaznamenaný na konci predkrízového obdobia zvýraznil, pričom dlhové formy zahraničných kapitálových prílevov zostali aj na konci sledovaného obdobia dominantnou zložkou vonkajšieho kapitálového portfólia.

V grafe 3.20 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry vonkajšieho portfólia zahraničných finančných pasív v Rumunsku počas obdobia rokov 1995 až 2010.

Počas analyzovaného predkrízového obdobia možno v podmienkach Rumunska sledovať v rámci vývoja štruktúry zahraničných finančných pasív tendenciu postupného zvyšovania podielu prílevov priamych zahraničných investícií. Zatiaľ čo podiel ostatných (dlhových) investícií vykazoval vo vzťahu k vývoju HDP počas prvej tretiny sledovaného obdobia stabilný podiel, ich význam v rámci vonkajšieho finančného portfólia klesal. Relatívny význam portfóliových foriem zahraničných kapitálových prílevov vykazoval v rámci prvej polovice sledovaného obdobia stabilný podiel na celkových zahraničných finančných pasívach, pričom po roku 2005 sme už v tejto oblasti mohli zaznamenať negatívny trend, ktorý bol následne umocnený vplyvom krízového obdobia.

Dôsledkom pôsobenia hospodárskej krízy došlo, najmä po roku 2008, k výraznej akcelerácii prílevov zahraničných dlhových foriem kapitálu. Dôsledkom utlmenia prílevov priamych zahraničných investícií sa ich podiel v rámci zahraničných finančných pasív znižoval.

Graf 3.20 Štruktúra vonkajšieho portfólia zahraničných finančných pasív (1995-2010) (Rumunsko)

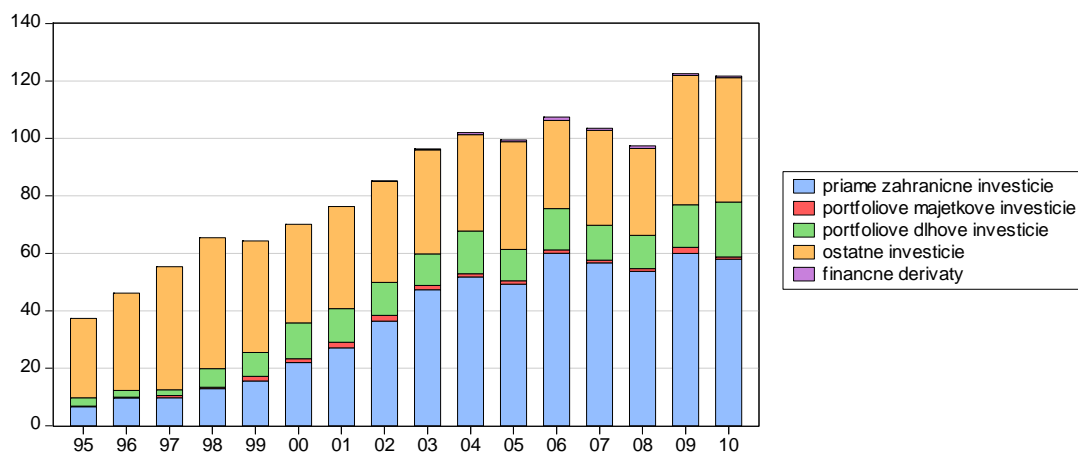


Poznámka: Jednotlivé segmenty zahraničných finančných pasív sú vyjadrené ako percentuálne podiely na HDP.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

V grafe 3.21 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry vonkajšieho portfólia zahraničných finančných pasív v Slovenskej republike počas obdobia rokov 1995 až 2010.

Graf 3.21 Štruktúra vonkajšieho portfólia zahraničných finančných pasív (1995-2010) (Slovenská republika)



Poznámka: Jednotlivé segmenty zahraničných finančných pasív sú vyjadrené ako percentuálne podiely na HDP.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

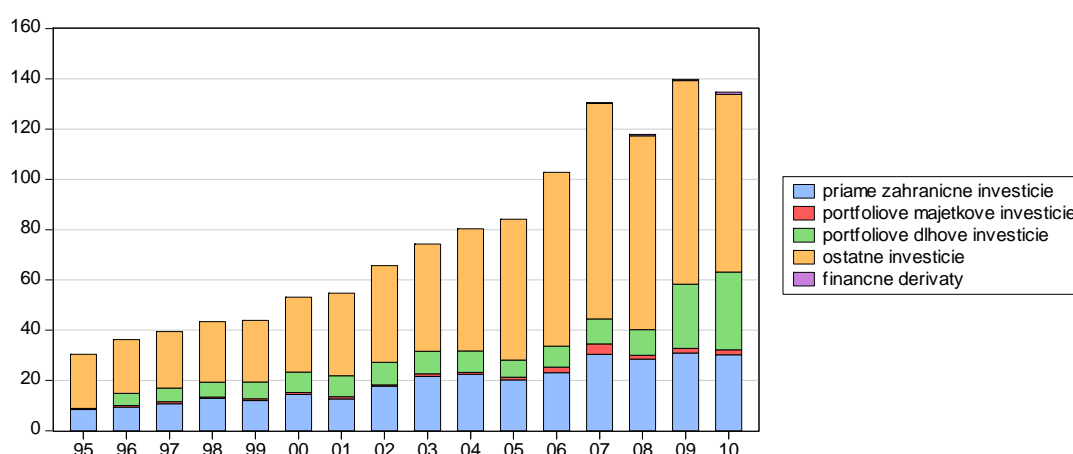
Počas prvej polovice analyzovaného obdobia možno v podmienkach Slovenskej republiky sledovať v rámci vývoja štruktúry zahraničných finančných pasív tendenciu výrazného zvyšovania podielu prílevov priamych zahraničných investícií. V tejto súvislosti možno pozitívne hodnotiť súčasné znižovanie významu podielov ostatných (dlhových) investícií a to ako relatívne k HDP, tak aj v rámci štruktúry vonkajšieho finančného portfólia. Napriek pokračujúcej dynamike prílevov priamych zahraničných investícií možno dôsledkom vysokej dynamiky ekonomického rastu sledovať tendenciu stabilizácie ich podielu v rámci vytvoreného HDP a ku koncu predkrízového obdobia aj v rámci štruktúry zahraničných finančných pasív.

Vplyvom krízového obdobia a s tým spojeným poklesom prílevov priamych zahraničných investícií sa relatívny význam tejto majetkovej formy zahraničných kapitálových prílevov v rámci vonkajšieho kapitálového portfólia začal postupne znižovať. Mierny nárast významu sme súčasne mohli zaznamenať pri dlhových formách (ostatné investície) zahraničných kapitálových prílevov.

V grafe 3.22 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry vonkajšieho portfólia zahraničných finančných pasív v Slovinsku počas obdobia rokov 1995 až 2010.

Počas analyzovaného obdobia možno v podmienkach Slovinska sledovať v rámci vývoja štruktúry zahraničných finančných pasív tendenciu postupného znižovania inak celkovo nízkeho podielu prílevov priamych zahraničných investícií. Relatívny význam portfóliových investícií vykazoval obdobne klesajúci trend. Súčasne dochádza k posilňovaniu významu dlhových foriem zahraničných kapitálových prílevov, najmä ostatných investícií, ktoré tvorili v rámci celého sledovaného obdobia dominantnú zložku vonkajšieho finančného portfólia.

Graf 3.22 Štruktúra vonkajšieho portfólia zahraničných finančných pasív (1995-2010) (Slovinsko)



Poznámka: Jednotlivé segmenty zahraničných finančných pasív sú vyjadrené ako percentuálne podiely na HDP.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Vplyvom hospodárskej krízy sa základné tendencie z predkrízového obdobia zachovali. Popri ostatných (dlhových) investíciách sme mohli súčasne zaznamenať relatívny nárast významu portfóliových dlhových investícií. Podiel majetkových foriem portfóliových investícií zostal aj naďalej zanedbateľný.

Prevažný nárast relatívneho významu priamych zahraničných investícií počas predkrízového obdobia v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách odrážal zvyšovanie záujmu zahraničných investorov alokovať investície v domácich ziskových odvetviach. Tento trend je pritom badateľný najmä po roku 2002. Postupne rastúci relatívny podiel priamych zahraničných investícií v rámci štruktúry zahraničných finančných pasív priniesol pre európske tranzitívne ekonomiky niekoľko zaujímavých implikácií. *Po prvé*, priame zahraničné investície umožnili domácim podnikom zdieľať podnikateľské a investičné riziko so zahraničnými investormi. Výnosy z priamych zahraničných investícií nemajú pre zahraničných investorov fixný charakter, ale ich veľkosť je determinovaná celkovou ziskovosťou kapitálu alokovaného v cieľovej ekonomike. Transfer rizika z domácich na zahraničných investorov tak umožnil cieľovým (európskym tranzitívnym) ekonomikám zabezpečiť udržateľnosť vysokých deficitov na bežných účtoch platobnej bilancie bez výraznejších negatívnych tlakov na menové kurzy, čo na druhej strane podporilo prebiehajúci proces ich konvergencie k starým členským krajinám Európskej únie. *Po druhé*, prílev priamych zahraničných investícií do sledovanej skupiny krajín prispel k stimulácii transferu nových technológií do európskych tranzitívnych ekonomik, čo prispelo k narastaniu celkovej produktivity a národného dôchodku. Na druhej strane však možno predpokladať, že časť ziskov generovaných projektmi financovanými priamymi zahraničnými investíciami bolo odčerpaných do domicilov zahraničných investorov.

Na základe prezentovanej analýzy možno súčasne konštatovať, že krajiny s vyššou ekonomickou úrovňou vyjadrenou prostredníctvom HDP na jedného obyvateľa vykazovali prevažne nižšie podiely prílevov zahraničného dlhového kapitálu v rámci štruktúry zahraničných finančných pasív. Podiel portfóliových (majetkových aj dlhových) investícií v rámci vonkajšieho finančného portfólia vykazoval v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách pomerne nízke úrovne, čo možno považovať za dôsledok nedostatočnej vyspelosti, ako aj nízkej absorpčnej schopnosti domácich finančných trhov. Význam zahraničných portfóliových investícií tak zotrval v rámci sledovanej skupiny európskych tranzitívnych ekonomik na nízkej úrovni aj napriek všeobecne očakávanej tendencii konvergencie portfólia zahraničných finančných pasív jednotlivých krajín smerom k vyspelým ekonomikám západnej Európy. Avšak dôsledkom takmer nepretržitého trendu prehlbovania medzinárodnej finančnej integrácie, intenzifikácie procesu financial deepening, ako aj zvyšovania kvality riadenia podnikov v európskych tranzitívnych ekonomikách očakávame postupné narastanie významu portfóliových majetkových, ako aj portfóliových dlhových investícií v rámci jednotlivých krajín. Podiel zahraničných dlhových investícií nesledoval v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách jednoznačný trend, pričom v rámci ich štruktúry dominovali dlhodobé dlhové cenné papiere.

Vývoj štruktúry vonkajšieho portfólia zahraničných finančných aktív

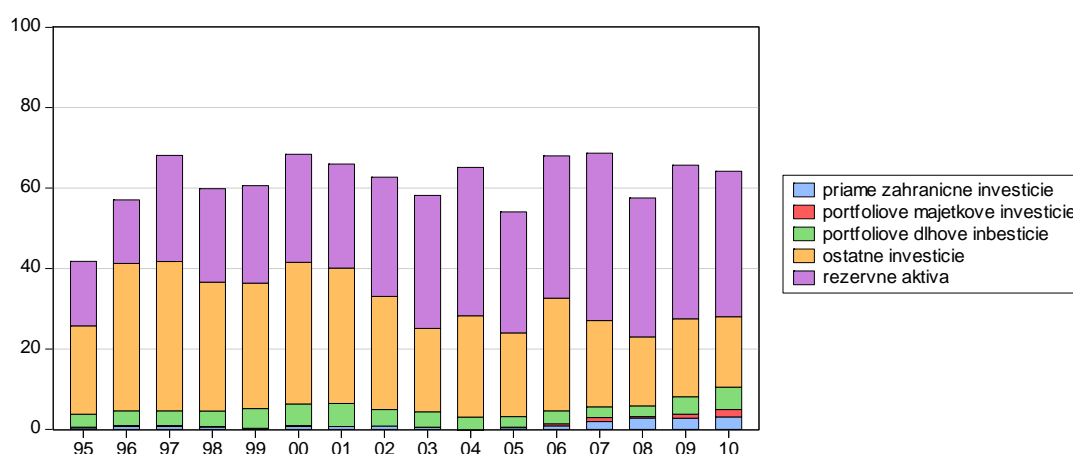
Za účelom analýzy špecifických črt vo vývoji medzinárodnej finančnej integrácie európskych tranzitívnych ekonomík sa v tejto časti zameriame na analýzu detailnej štruktúry portfólia zahraničného kapitálu s akcentom na kompozíciu zahraničných finančných aktív.

Štruktúra portfólia zahraničných finančných pasív sa z pohľadu negatívneho vývoja čistej medzinárodnej investičnej pozície a tým aj z pohľadu celkových efektov medzinárodnej finančnej integrácie európskych tranzitívnych ekonomík javí ako kľúčová. Z prezentovaných výsledkov je pritom zrejmé, že hlavnou príčinou tohto vývoja bol výrazný prílev zahraničného kapitálu, ktorý jednotlivé ekonomiky zaznamenali počas obdobia posledných dvoch desaťročí dôsledkom liberalizácie kapitálových tokov uskutočnenej v 90. rokoch. Z pohľadu dlhodobých pozitívnych tendencií vo vývoji jednotlivých ekonomík (odhliadnuc pritom od náhleho zlomu v tomto procese vyvolanom vplyvom dôsledkov hospodárskej krízy) a s tým súvisiacej zmeny v ich súčasnej (výraznej dlžnickej) pozícii na medzinárodných finančných trhoch, považujeme za podstatné analyzovať doterajší vývoj štruktúry portfólia zahraničných finančných aktív so zámerom analyzovať schopnosť, ako aj budúci potenciál európskych tranzitívnych ekonomík alokovať domáci kapitál na zahraničných trhoch.

V grafoch 3.23 až 3.32 prezentujeme analýzu štruktúry zahraničných finančných aktív v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách za obdobie rokov 1995-2000. Uvedený prístup nám umožní posúdiť vývoj štruktúry odlevov domáceho kapitálu do zahraničia v podmienkach naznačených trendov vo vývoji medzinárodnej finančnej integrácie.

V grafe 3.23 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry vonkajšieho portfólia zahraničných finančných aktív v Bulharsku počas obdobia rokov 1995 až 2010.

Graf 3.23 Štruktúra vonkajšieho portfólia zahraničných finančných aktív (1995-2010) (Bulharsko)



Poznámka: Jednotlivé segmenty zahraničných finančných aktív sú vyjadrené ako percentuálne podiely na HDP.

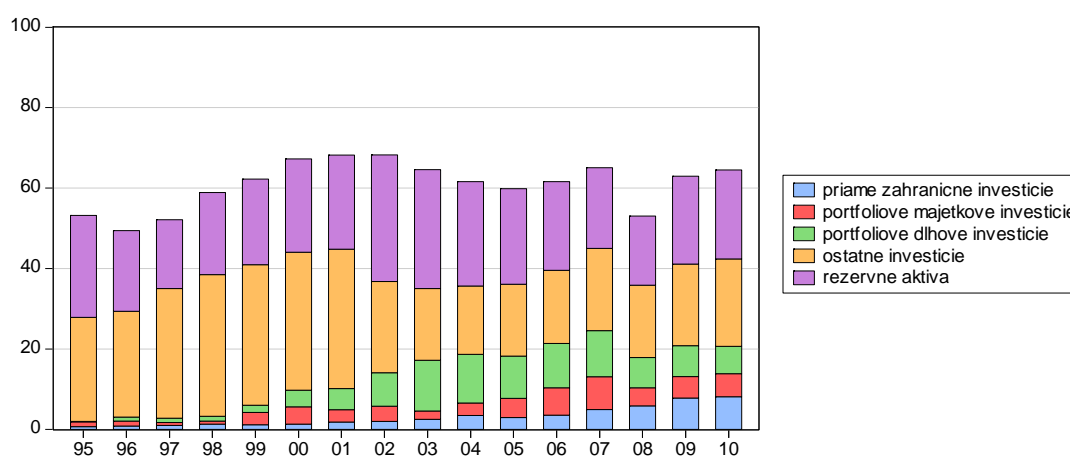
Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Počas analyzovaného obdobia možno v podmienkach Bulharska sledovať v rámci vývoja štruktúry zahraničných finančných aktív tendenciu postupného znižovania podielu ostatných (dlhových) investícií. Súčasne je zrejмый trend nárastu váhy rezervných aktív centrálnej banky čo možno vnímať ako logický dôsledok uplatňovaného systému menového kurzu (currency board). Pozitívne možno hodnotiť postupné zvyšovanie podielu portfóliových dlhových investícií, čo odráža nárast aktivity domácich subjektov na zahraničných finančných trhoch. Napriek zanedbateľnému podielu majetkových foriem kapitálových odlevov na začiatku sledovaného obdobia možno po roku 1999 sledovať trend zvyšovania podielu priamych zahraničných investícií, ako aj portfóliových majetkových investícií v rámci štruktúry celkových zahraničných finančných aktív.

Vplyv hospodárskej krízy sa najvýznamnejšie prejavil na poklese podielu portfóliových dlhových investícií. Na druhej strane možno vnímať ako pozitívum zachovanie podielu majetkových foriem kapitálových odlevov na HDP.

V grafe 3.24 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry vonkajšieho portfólia zahraničných finančných aktív v Českej republike počas obdobia rokov 1995 až 2010.

Graf 3.24 Štruktúra vonkajšieho portfólia zahraničných finančných aktív (1995-2010) (Česká republika)



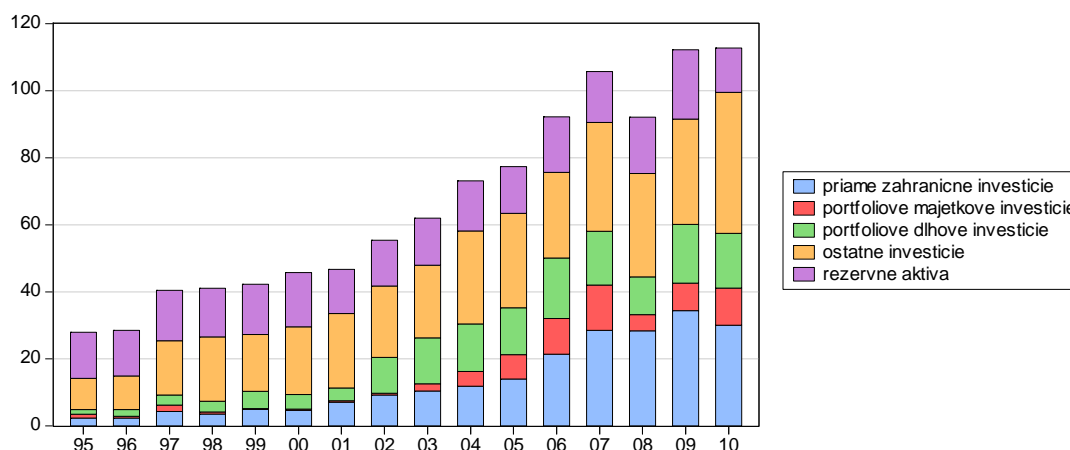
Poznámka: Jednotlivé segmenty zahraničných finančných aktív sú vyjadrené ako percentuálne podiely na HDP.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Počas analyzovaného obdobia možno v podmienkach Českej republiky sledovať v rámci vývoja štruktúry zahraničných finančných aktív tendenciu postupného znižovania podielu ostatných (dlhových) investícií. Po roku 2000 súčasne dochádza k trendu zvyšovania podielu portfóliových (najmä dlhových) kapitálových odlevov a pomerne miernym tempom aj priamych zahraničných investícií, čo možno z pohľadu perspektívneho formovania budúcej pozície Českej republiky v procese medzinárodnej finančnej integrácie hodnotiť pozitívne. Stabilizácia vývoja menového kurzu začiatkom minulého desaťročia vytvorila priestor na postupné znižovanie váhy rezervných aktív v rámci celkových zahraničných finančných aktív.

V grafe 3.25 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry vonkajšieho portfólia zahraničných finančných aktív v Estónsku počas obdobia rokov 1995 až 2010.

Graf 3.25 Štruktúra vonkajšieho portfólia zahraničných finančných aktív (1995-2010) (Estónsko)



Poznámka: Jednotlivé segmenty zahraničných finančných aktív sú vyjadrené ako percentuálne podiely na HDP.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Počas prvej tretiny analyzovaného obdobia možno v podmienkach Estónska sledovať v rámci vývoja štruktúry zahraničných finančných aktív relatívne stabilný vývoj základných jej zložiek. Po roku 2000 je pritom zrejмый nástup trendu zvyšovania podielu priamych zahraničných investícií, ako aj portfóliových (spočiatku najmä dlhových, neskôr aj majetkových foriem) investícií. Dôsledkom uvedeného vývoja možno portfólio zahraničných finančných aktív hodnotiť na konci predkrízového obdobia ako veľmi dobre diverzifikované. Pozitívnou črtou je súčasne takmer štyridsať percentný podiel majetkových foriem investícií na celkových zahraničných finančných aktívach alokovaných domácimi subjektmi na zahraničných trhoch, ktoré sa tak stali hlavným faktorom dynamického rastu aktívnej vonkajšej otvorenosti ekonomiky Estónska počas väčšiny sledovaného obdobia. V intenciách uvedených trendov možno pokles relatívnej váhy ostatných (dlhových) investícií a rezervných aktív hodnotiť pozitívne.

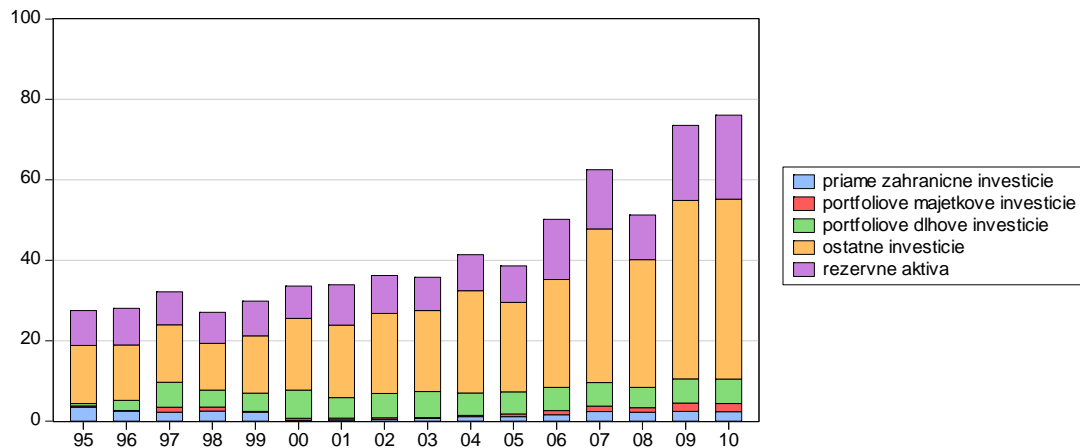
Dôsledkom pôsobenia hospodárskej krízy sa tendencia rastu podielu priamych zahraničných investícií na vytvorenom HDP zastavila, zatiaľ čo obidva typy portfóliových investícií boli ovplyvnené podstatne miernejšie.

V grafe 3.26 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry vonkajšieho portfólia zahraničných finančných aktív v Litve počas obdobia rokov 1995 až 2010.

Počas analyzovaného obdobia možno v podmienkach Litvy sledovať v rámci vývoja štruktúry zahraničných finančných aktív relatívne stabilný vývoj jednotlivých zložiek. Súčasne je zrejмый trend pomerne pasívneho pôsobenia domácich ekonomických subjektov v procese aktívnej medzinárodnej finančnej integrácie (podiel celkových zahraničných finančných aktív

na vytvorenom HDP rástol len veľmi mierne). Zmenu tejto tendencie je možné sledovať v období krátkom pred nástupom hospodárskej krízy, ktorá bola spôsobená zvýšením odlevov ostatných investícií do zahraničia.

Graf 3.26 Štruktúra vonkajšieho portfólia zahraničných finančných aktív (1995-2010) (Litva)



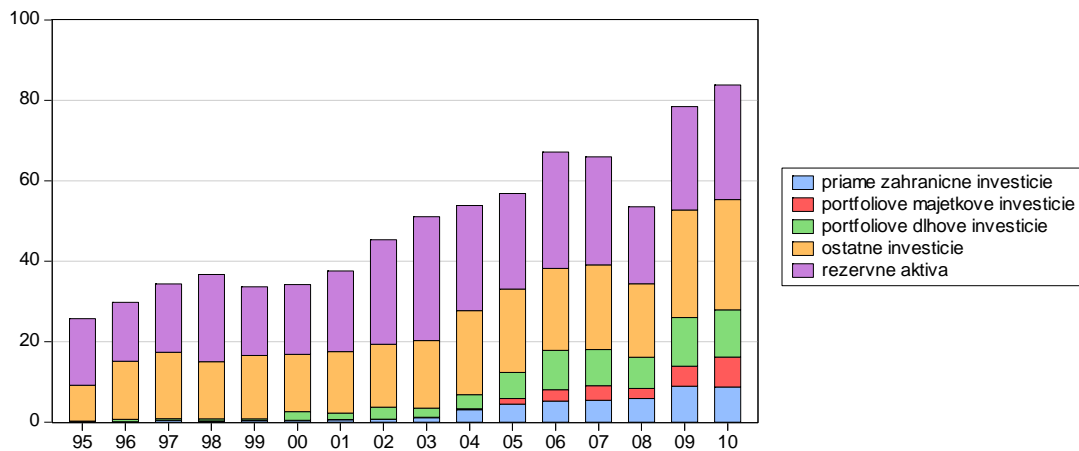
Poznámka: Jednotlivé segmenty zahraničných finančných aktív sú vyjadrené ako percentuálne podiely na HDP.
Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Vplyvom hospodárskej krízy sa narastanie relatívneho významu ostatných finančných aktív v priebehu roku 2008 zastavilo, pričom počas rokov 2009 a 2010 sa tento trend opätovne obnovil. Mierny nárast podielu v rámci štruktúry vonkajšieho portfólia finančných aktív sme koncom sledovaného obdobia mohli zaznamenať v prípade rezervných aktív. Relatívny význam portfóliových (majetkových aj dlhových) investícií sa v rámci posudzovaného obdobia výraznejšie nezvýšil, čo vzhľadom na celkový konvergenčný potenciál európskych tranzitívnych ekonomík po ich začlenení sa do Európskej únie možno vnímať ako výrazné negatívum.

V grafe 3.27 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry vonkajšieho portfólia zahraničných finančných aktív v Lotyšsku počas obdobia rokov 1995 až 2010.

Počas prvej polovice analyzovaného obdobia možno v podmienkach Lotyšska konštatovať v rámci vývoja štruktúry zahraničných finančných aktív takmer zanedbateľný význam majetkových foriem zahraničných investícií zo strany domácich subjektov. Najvýznamnejšiu zložku vonkajšieho portfólia finančných aktív pritom tvorili (pomerne netradične) rezervné aktíva. Podiel ostatných (dlhových) investícií vykazoval relatívne k vytvorenému HDP stabilný vývoj, avšak ich podiel na celkových zahraničných finančných aktívach klesal. Po roku 2000 možno v krajine sledovať tendenciu postupného zvyšovania váhy portfóliových dlhových investícií a po roku 2003 aj portfóliových majetkových investícií. K alokácii domácich zdrojov v zahraničí formou priamych zahraničných investícií začalo zreteľnejšie dochádzať až po roku 2002.

Graf 3.27 Štruktúra vonkajšieho portfólia zahraničných finančných aktív (1995-2010) (Lotyšsko)



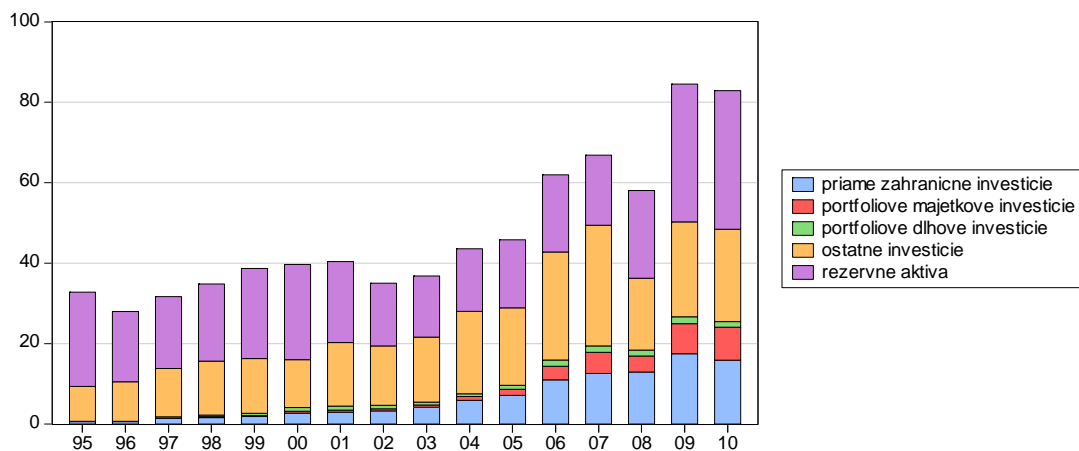
Poznámka: Jednotlivé segmenty zahraničných finančných aktív sú vyjadrené ako percentuálne podiely na HDP.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Pôsobenie hospodárskej krízy sa najvýraznejšie prejavilo na vývoji ostatných investícií a rezervných aktív. Aj napriek celkovo negatívnemu pôsobeniu krízových faktorov sme mohli koncom sledovaného obdobia zaznamenať obnovenie trendu zvyšovania relatívneho významu portfóliových (majetkových aj dlhových) investícií. Aj napriek tomu však v rámci štruktúry portfólia zahraničných finančných aktív tvorili ostatné aktíva a rezervné aktíva dominantný podiel.

V grafe 3.28 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry vonkajšieho portfólia zahraničných finančných aktív v Maďarsku počas obdobia rokov 1995 až 2010.

Graf 3.28 Štruktúra vonkajšieho portfólia zahraničných finančných aktív (1995-2010) (Maďarsko)



Poznámka: Jednotlivé segmenty zahraničných finančných aktív sú vyjadrené ako percentuálne podiely na HDP.

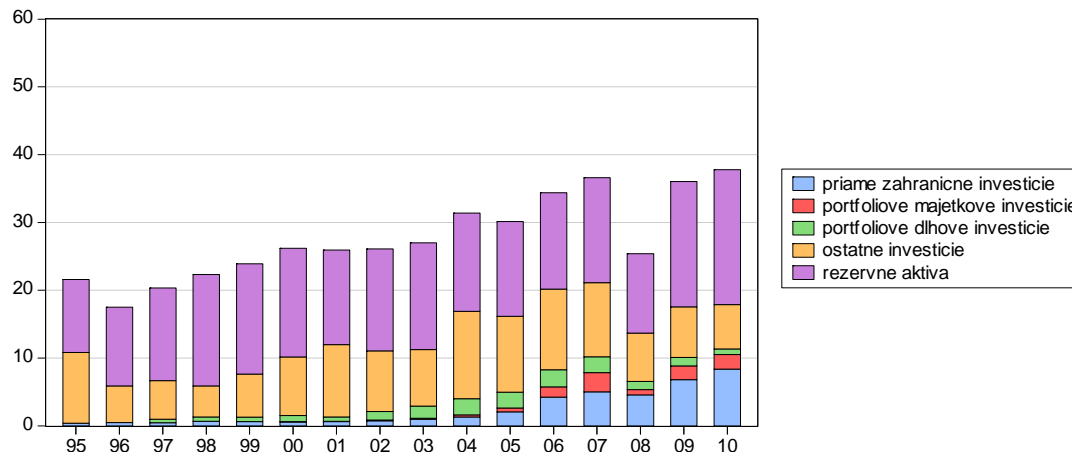
Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Počas analyzovaného obdobia možno v podmienkach Maďarska sledovať (podobne ako v Lotyšsku) v rámci vývoja štruktúry zahraničných finančných aktív dominantný podiel ostatných (dlhových) investícií a rezervných aktív. Aj napriek tomu sme už od začiatku sledovaného obdobia zaznamenali trend mierneho, avšak pretrvávajúceho zvyšovania relatívneho významu priamych zahraničných investícií domácich subjektov. Až do nástupu hospodárskej krízy dochádzalo k posilňovaniu váhy ostatných investícií. K zreteľnejšiemu zvyšovaniu podielu portfóliových investícií alokovaných v zahraničí začalo dochádzať až po roku 2002 a to najmä v podobe majetkových investícií.

Vplyvom hospodárskej krízy sa podiel ostatných investícií na celkových zahraničných finančných aktívach výrazne znížil, pričom podstatné posilnenie významu sme mohli zaznamenať v prípade rezervných aktív, čo možno vnímať v intenciách výrazného prehlbovania vonkajšej nerovnováhy v maďarskej ekonomike. Z pohľadu vývoja aktívnej medzinárodnej finančnej integrácie Maďarska možno ako pozitívny prvok vnímať pretrvávajúce zvyšovanie podielu majetkových foriem finančných aktív alokovaných domácimi subjektmi na zahraničných trhoch.

V grafe 3.29 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry vonkajšieho portfólia zahraničných finančných aktív v Poľsku počas obdobia rokov 1995 až 2010.

Graf 3.29 Štruktúra vonkajšieho portfólia zahraničných finančných aktív (1995-2010) (Poľsko)



Poznámka: Jednotlivé segmenty zahraničných finančných aktív sú vyjadrené ako percentuálne podiely na HDP.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

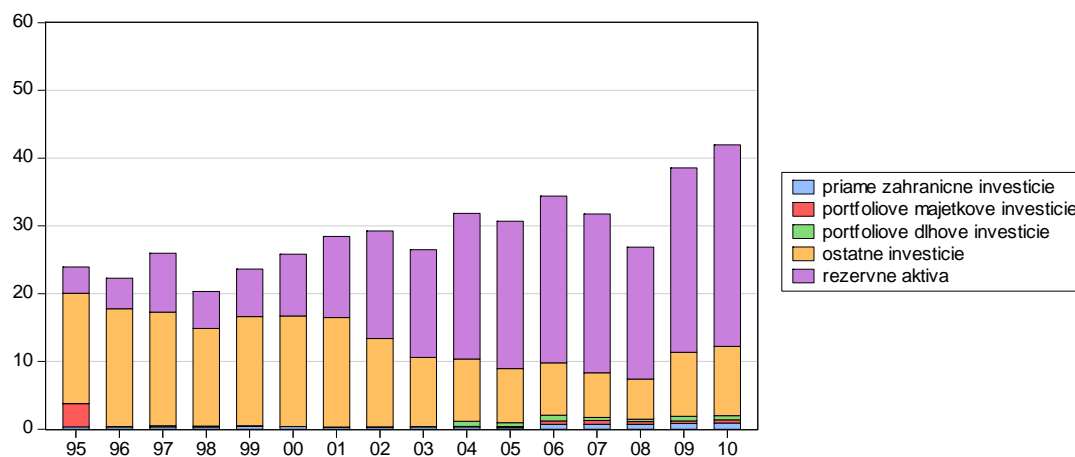
Počas analyzovaného obdobia možno v podmienkach Poľska, podobne ako v Lotyšsku, sledovať v rámci vývoja štruktúry zahraničných finančných aktív dominantné postavenie ostatných (dlhových) investícií a rezervných aktív. V porovnaní s vývojom štruktúry zahraničných finančných pasív možno kompozíciu zahraničných finančných aktív vnímať ako výrazne rigidnú. Až v druhej polovici sledovaného obdobia dochádza k miernemu zvyšovaniu podielu priamych zahraničných investícií. Relatívny význam portfóliových

dlhových investícií pritom začal narastať po roku 2001. Na druhej strane sme obdobný trend pri portfóliových majetkových investíciách mohli zaznamenať až po roku 2005.

Vplyvom krízového obdobia sa napriek počiatočnému poklesu a následnej stagnácii podielov ostatných (dlhových) investícií a rezervných aktív na vytvorenom HDP ich relatívny význam v rámci vonkajšieho portfólia finančných aktív zvýšil. Obvyklý trend v ostatných európskych tranzitívnych ekonomikách spojený s nárastom relatívnej váhy portfóliových investícií sme však v prípade Poľska nezaznamenali ani na konci sledovaného obdobia.

V grafe 3.30 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry vonkajšieho portfólia zahraničných finančných aktív v Rumunsku počas obdobia rokov 1995 až 2010.

Graf 3.30 Štruktúra vonkajšieho portfólia zahraničných finančných aktív (1995-2010) (Rumunsko)



Poznámka: Jednotlivé segmenty zahraničných finančných aktív sú vyjadrené ako percentuálne podiely na HDP.

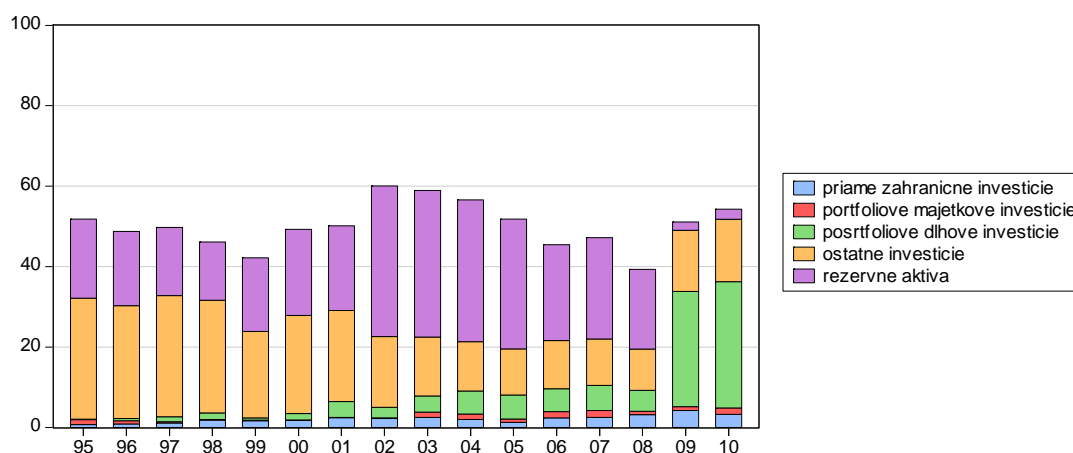
Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Počas analyzovaného obdobia možno v podmienkach Rumunska sledovať v rámci vývoja štruktúry zahraničných finančných aktív tendenciu postupného znižovania podielu ostatných (dlhových) investícií pri súčasnom zvyšovaní váhy rezervných aktív. Takýto trend pritom pretrvával až do nástupu hospodárskej krízy. Ako prejav odrazu nízkeho tempa konvergenčného procesu rumunskej ekonomiky vnímame absolútnu stagnáciu vývoja priamych investícií domácich subjektov na zahraničných trhoch. Pokles relatívnej váhy ostatných (dlhových) investícií nebol v tejto ekonomike spojený so súčasným nárastom podielu portfóliových foriem zahraničných investícií. Nízke zastúpenie „sofistikovanejších“ majetkových foriem zahraničných investícií v rámci štruktúry zahraničných finančných aktív vnímame ako priamy odraz nedostatočnej kumulácie vlastných zdrojov v rumunskej ekonomike, ako aj stále pretrvávajúcej (cenovej) konkurenčnej výhode alokácie disponibilných investičných zdrojov v domácej ekonomike. Nízke zastúpenie portfóliových dlhových investícií, pri súčasnom znižovaní ostatných investícií, vnímame ako dôsledok nedostatočnej rozvinutosti domáceho finančného systému.

Hospodárska kríza nemala zásadnejší vplyv na vývoj štruktúry vonkajšieho portfólia finančných aktív. Mierne zníženie váhy sme mohli zaznamenať v prípade rezervných aktív v priebehu rokov 2007 a 2008, pričom v priebehu rokov 2009 a 2010 sa tento negatívny efekt úplne zotrel.

V grafe 3.31 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry vonkajšieho portfólia zahraničných finančných aktív v Slovenskej republike počas obdobia rokov 1995 až 2010.

Graf 3.31 Štruktúra vonkajšieho portfólia zahraničných finančných aktív (1995-2010) (Slovenská republika)



Poznámka: Jednotlivé segmenty zahraničných finančných aktív sú vyjadrené ako percentuálne podiely na HDP.

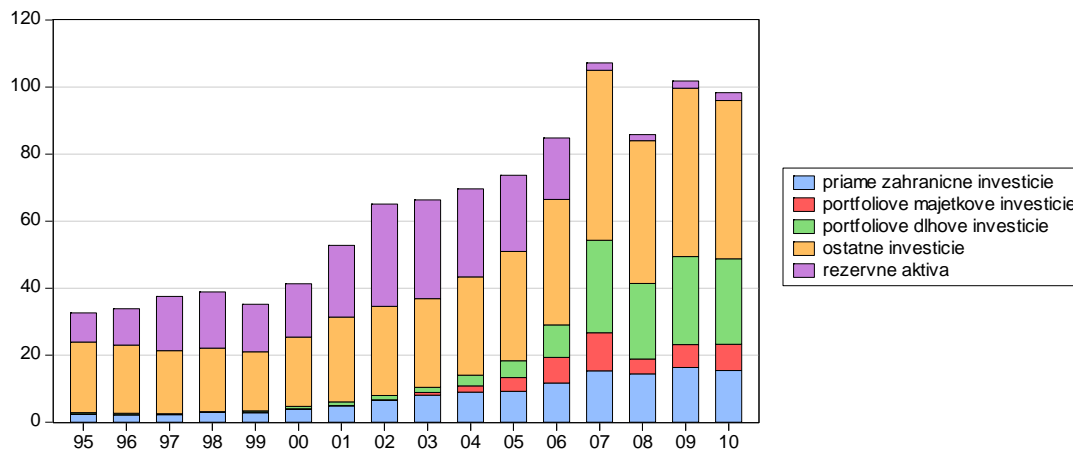
Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Počas analyzovaného obdobia možno v podmienkach Slovenskej republiky sledovať v rámci vývoja štruktúry zahraničných finančných aktív po roku 1998 tendenciu postupného znižovania podielu ostatných (dlhových) investícií. V rámci toho istého obdobia súčasne dochádza k posilňovaniu váhy rezervných aktív, pričom takýto vývoj sa ešte zosilnil po roku 2001 dôsledkom pozitívneho vývoja celkovej platobnej bilancie. Po roku 1999 je súčasne možné sledovať trend zvyšovania významu portfóliových dlhových investícií domácich subjektov na zahraničných trhoch, čo v intenciách pretrvávajúceho poklesu podielu ostatných (dlhových) investícií možno vnímať pozitívne. Celková váha majetkových foriem portfóliových investícií sa však v rámci celého sledovaného obdobia javila ako nízka. Obdobne možno hodnotiť aj vývoj priamych investícií domácich subjektov na zahraničných trhoch.

Zmeny v štruktúre vonkajšieho portfólia finančných aktív po roku 2009 možno vnímať skôr ako dôsledok vstupu Slovenskej republiky do Európskej menovej únie a nie ako dôsledok pôsobenia hospodárskej krízy.

V grafe 3.32 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry vonkajšieho portfólia zahraničných finančných aktív v Slovinsku počas obdobia rokov 1995 až 2010.

Graf 3.32 Štruktúra vonkajšieho portfólia zahraničných finančných aktív (1995-2010) (Slovinsko)



Poznámka: Jednotlivé segmenty zahraničných finančných aktív sú vyjadrené ako percentuálne podiely na HDP.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Počas analyzovaného obdobia možno v podmienkach Slovinska sledovať v rámci vývoja štruktúry zahraničných finančných aktív po roku 1999 tendenciu postupného znižovania podielu ostatných (dlhových) investícií. Relatívny význam priamych zahraničných investícií v rámci vonkajšieho portfólia finančných aktív sa aj napriek zvyšovaniu ich podielu relatívne k vytvorenému HDP javil ako stabilný. Po roku 2002 je možné sledovať aj trend zvyšovania relatívnej váhy portfóliových (majetkových aj dlhových) zahraničných investícií. Po roku 2002 súčasne dochádza k postupnému znižovaniu podielu rezervných aktív, čo možno vnímať ako dôsledok plánovaného vstupu Slovinska do Európskej menovej únie.

Hospodárska kríza nemala zásadnejší vplyv na vývoj štruktúry zahraničných finančných pasív, hoci mierny pokles váhy sme mohli zaznamenať v prípade majetkových foriem portfóliových investícií.

Detailná štruktúra zahraničných finančných aktív odzrkadľovala v rámci sledovaného obdobia vo väčšine európskych tranzitívnych ekonomík prevažne významný podiel rezervných aktív. Takýto vývoj sa pritom výrazne líši od vonkajšieho finančného portfólia vo väčšine západoeurópskych ekonomík (podiel rezervných aktív v týchto krajinách obvykle nepresahuje úroveň 5 percent a to predovšetkým dôsledkom straty menovej suverenity po ich vstupe do EMÚ). Z tohto pohľadu je zrejmé, že rezervné aktíva predstavujú pre národné centrálné banky európskych tranzitívnych ekonomík významnú súčasť výkonu ich národných menových politík a to v rámci intervencií na devízových trhoch, resp. pri vyrovnávaní negatívnych tendencií v rámci vývoja platobnej bilancie. Pozitívne tendencie v celkovom makroekonomickom vývoji sa v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách počas posledných rokov pred nástupom hospodárskej krízy spájali s rastúcim záujmom domácich subjektov alokovať finančné zdroje na zahraničných trhoch, najmä v podobe portfóliových dlhových investícií. Ďalším dôležitým zistením analýzy štruktúry portfólia zahraničných finančných aktív v európskych tranzitívnych ekonomikách je málo výrazná úloha

majetkových foriem zahraničných investícií (priamych zahraničných investícií a portfóliových majetkových investícií) domácich subjektov vo väčšine analyzovaných krajín (až na niekoľko výnimiek z obdobia posledných rokov), čo odráža nízku mieru angažovanosti domácich investorov na zahraničných kapitálových trhoch. Domnievame sa, že uvedený trend bráni domácim investorom výraznejšie benefítovať z procesu zdieľania investičného a podnikateľského rizika so zahraničnými partnermi. Relatívne vysoký podiel dlhových investícií (úverov) predstavovali počas väčšiny sledovaného obdobia v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách takmer výlučne aktivity domácich komerčných bánk (z ktorých mnohé sú súčasťou medzinárodných finančných zoskupení).

3.2. Implementácia teoretických východísk do VEC modelu

Za účelom analýzy efektov prílevov zahraničného kapitálu na ekonomický rast v desiatich európskych tranzitívnych ekonomikách využijeme VEC (vector error correction) model. Implementácia viacrozmernej kointegračnej metodológie predstavenej autormi Johansen (Johansen, 1988) a Johansen a Juselius (Johansen a Juselius, 1990) nám umožní odhadnúť kauzálne vzťahy medzi jednotlivými formami prílevov zahraničného kapitálu a reálnym outputom v rámci jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomik. Johnsenovu metódu aplikujeme na neohraničený VAR (vector autoregression) model, ktorého východiskovú podobu možno zapísať v podobe vektora kľzavého priemeru náhodných zložiek pozostávajúceho z n nestacionárnych premenných a p -rádu:

$$Y_t = \mu + A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + \dots + A_p Y_{t-p} + \varepsilon_t \quad (3.1)$$

kde Y_t ($Y_t = [ci_t, y_t, p_t, i_t, er_{n,t}]$) predstavuje $n \times 1$ vektor endogénnych nestacionárnych premenných (ci_t - zahraničný prílev kapitálu, y_t - reálny output, p_t - miera inflácie, i_t - úroková miera, $er_{n,t}$ - menový kurz), μ je $n \times 1$ vektor konštant, A_i predstavuje $n \times n$ polynóm variančno-kovariančných matic, $\varepsilon_t \sim N_n(0, \Sigma_\varepsilon)$ je normalizovaný vektor exogénnych šokov (inovácií) modelu odrážajúci neobjasnené zmeny vo vývoji endogénnych premenných v tvare $n \times 1$.

Ak sú aspoň dve endogénne premenné integrované rádu 1 (I(1)) vzájomne kointegrované, potom VAR reprezentáciu zo vzťahu (3.1) možno vydelením prostredníctvom Y_{t-1} prepísať do nasledovnej podobe VEC modelu (VECM):

$$\Delta Y_t = \mu + \Pi Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \Gamma_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (3.2)$$

kde ΔY_t je $n \times 1$ vektor stochastických premenných Y_t vyjadrených na úrovni prvých

diferencií, $\Pi = \sum_{i=1}^p A_i - I$, $\Gamma_i = -\sum_{j=i+1}^p A_j$, I je $n \times n$ jednotková matica.

Predstavený VECM obsahuje informáciu o krátkodobých aj dlhodobých prispôbeniach zmenám v Y_t , ktoré sú zahrnuté v odhadnutom Γ , resp. Π . Γ je matica v tvare $n \times n$, ktorá reprezentuje krátkodobé dynamické prispôbenia zmenám v Y_t . Π je matica v tvare $n \times n$, ktorá predstavuje dlhodobé koeficienty, t.j. kointegračné vzťahy a korekčné parametre (error correction term). Dekompozíciu Π možno uskutočniť nasledovným spôsobom:

$$\Pi = \alpha\beta' \quad (3.3)$$

kde α predstavuje maticu v tvare $n \times r$ reprezentujúcu koeficienty, ktoré vyjadrujú význam r dlhodobých (kointegračných) vzťahov v jednotlivých rovniciach a predstavujú rýchlosť prispôbenia premenných z nerovnováhy (t.j. tzv. koeficienty prispôbenia), zatiaľ čo β predstavuje $n \times r$ maticu dlhodobých koeficientov a vyjadruje r lineárne nezávislých kointegračných vektorov (každý stĺpec v matici β tvorí jeden kointegračný vektor. Počet kointegračných väzieb medzi premennými vektora Y_t je pritom zhodný s hodnotou (r) matice Π . Ak má matica plnú Π hodnotu, potom $r = n$, dôsledkom čoho potom existuje n dlhodobých kointegračných vzťahov a teda všetky endogénne premenné sú $I(0)$. Ak vektor Y_t pozostáva z nestacionárnych endogénnych premenných, ktoré sú $I(1)$, potom všetky výrazy vo vzťahu (3.2) sú $I(0)$, pričom výraz ΠY_{t-1} , musí byť tiež stacionárny. Ak má matica Π redukovanú hodnotu, $r < n$, potom musí existovať $n-1$ kointegračných vektorov. Z uvedeného vyplýva, že ak by aj všetky endogénne premenné modelu boli $I(1)$, komponent vyjadrený na hodnotách bude tiež stacionárny. VECM vyžaduje, aby existoval aspoň dlhodobý kointegračný vzťah.

Na zistenie prítomnosti dlhodobých kointegračných vzťahov využijeme štatistiku testov stopy matice (trace statistics) a štatistiku testov maxima charakteristických hodnôt (maximum eigenvalue test statistics). Determinačnú hodnotu matice Π a odhad koeficientov vypočítame prostredníctvom metódy maximálnej vierohodnosti (maximum likelihood estimation). Zodpovedajúce štatistiky testov pomerov vierohodnosti (likelihood-ratio tests) vypočítame prostredníctvom nasledovných vzťahov:

$$\lambda_{trace}(r) = -T \sum_{i=r+1}^n \ln(1 - \hat{\lambda}_i) \quad \lambda_{max}(r, r+1) = -T \ln(1 - \hat{\lambda}_{r+1}) \quad (3.4)$$

kde r predstavuje počet kointegračných vektorov pri nulovej hypotéze a $\hat{\lambda}$ je odhadnutá hodnota pre i -tu najväčšiu maximálnu charakteristickú hodnotu matice Π . V rámci trace statistics testujeme nulovú hypotézu, že počet kointegračných vektorov je menší prípadne rovný r , oproti alternatívnej hypotéze, že existuje viac ako r kointegračných vektorov. V rámci testu štatistiky maximum eigenvalue statistics testujeme nulovú hypotézu, že existuje r kointegračných vektorov, oproti alternatívnej hypotéze, že existuje $r+1$ kointegračných vektorov.

Odhadnutý VEC modelu nám umožní vypočítať priebehy impulse-response funkcií, ktoré nám umožnia analyzovať reakciu každej endogénnej premennej na šok spôsobený inou endogénnou premennou modelu. Pre účely výpočtu priebehu impulse-response funkcií je potrebné vynásobiť vektor pôvodných šokov modelu transformačnou maticou B , čo nám zabezpečí, aby šoky neboli vzájomne korelované. Impulse-response funkcie vypočítame prostredníctvom nasledovnej reprezentácie VECM v podobe kľzavého priemeru:

$$Y_t = \sum_{i=0}^{\infty} B_i \varepsilon_{t-i} \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (3.5)$$

kde T je počet pozorovaní a variančno-kovariančná matica B_i ($i = 2, \dots, p$) v tvare $n \times n$ je vypočítané rekurzívnym spôsobom prostredníctvom nasledovného výrazu:

$$B_i = \Phi_1 B_{i-1} + \Phi_2 B_{i-2} + \dots + \Phi_p B_{i-p} \quad (3.6)$$

kde $B_0 = I_n$; $B_i = 0$ pre $i < 0$; $\Phi_1 = I + \Pi + \Gamma_1$, $\Phi_i = \Gamma_i - \Gamma_{i-1}$ ($i = 2, \dots, n$).

Choleskyho metóda využíva inverzný Choleskyho faktor variančno-kovariančnej matice rezíduí modelu za účelom ortogonalizácia impulzov. Tento prístup zavádza do modelu zoradenie endogénnych premenných a tým aj atribúty všetkých efektov bežných komponentov na endogénnu premennú, ktorá vstupuje do modelu na prvom mieste. Reakcia sa pritom môžu meniť ak dôjde k zmene poradia endogénnych premenných.

Pred samotným odhadom modelu je potrebné otestovať použité časové rady na prítomnosť jednotkového koreňa. Podľa Engleho a Grangerera (Engleho a Grangerera, 1987) je nevyhnutné, aby všetky endogénne premenné modelu v rámci identifikovaného kointegračného vzťahu boli integrované rovnakého rádu. Časové rady by súčasne nemali byť $I(0)$, nakoľko by to v rámci testovania mohlo viesť k vzniku triviálnych kointegračných vektorov.

V rámci analýzy sa súčasne zameriame na testovanie smerovania kauzálnych vzťahov medzi endogénnymi premennými, t.j. medzi jednotlivými formami zahraničných prílevov kapitálu na jednej strane a reálnym outputom na strane druhej, prostredníctvom využitia lineárnych Grangerových testov kauzality, ktorú možno vyjadriť nasledovným spôsobom:

tvrdíme, že x_t nemá vplyv na y_t , ak

$$E(y_{t+p} | \Omega_t) = E(y_{t+p} | \Omega_t - x_t) \quad (\forall p > 0) \quad (3.7)$$

kde x_t a y_t sú dva časové rady, Ω_t predstavuje všetky informácie, ktoré sú k dispozícii v čase T a $(A|B)$ je podmienený príspevok A pri danom B .

Vzťah (3.7) možno súčasne vyjadriť nasledovným spôsobom: tvrdíme, že x_t nemá vplyv na y_t ak nám neumožňuje predikovať budúci vývoj y .

Pre účely naplnenia zámeru tejto kapitoly odhadnúť vplyvy prílevov zahraničného kapitálu na ekonomickú výkonnosť európskych tranzitívnych ekonomík budeme v ďalšej časti analyzovať efekty priamych zahraničných investícií, portfóliových investícií a ostatných investícií na vývoj reálneho outputu. S cieľom posúdiť vplyv krízového obdobia na prezentované výsledky odhadneme pre každú krajinu dva modely (prvý model - model A zahŕňa časové rady pre jednotlivé endogénne premenné za predkrízové obdobie (2000-2007) a druhý model - model B zahŕňa časové rady pre rozšírené obdobie (2000-2010) pričom v každom modeli budeme vzájomne substituovať prvú premennú (jednu z foriem zahraničného prílevu kapitálu), t.j. priame zahraničné investície, portfóliové investície a ostatné investície:

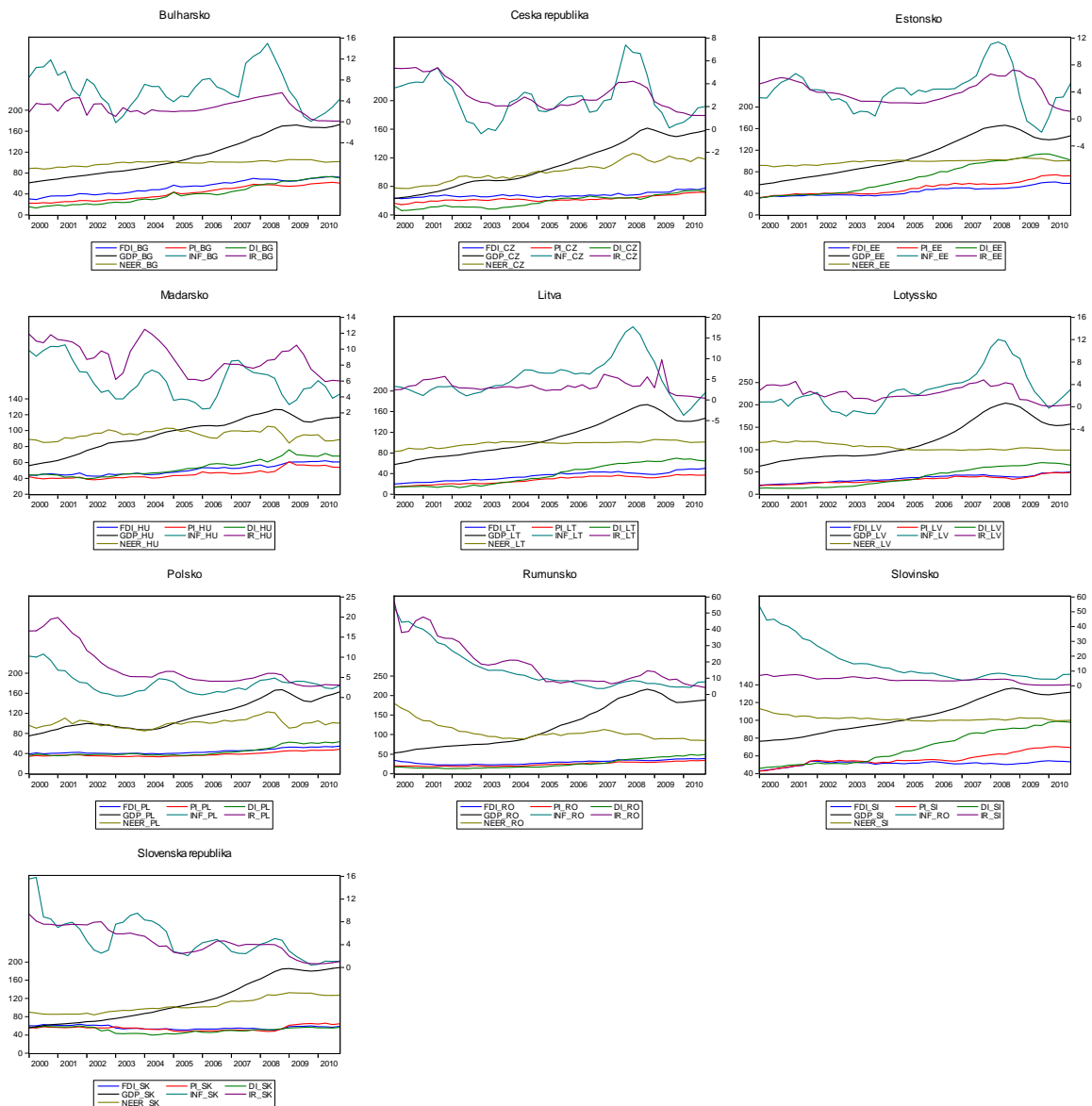
- model A1, B1 ($Y_t = [fdi_t, y_t, p_t, i_t, er_{n,t}]$)
- model A2, B2 ($Y_t = [pi_t, y_t, p_t, i_t, er_{n,t}]$)
- model A3, B3 ($Y_t = [di_t, y_t, p_t, i_t, er_{n,t}]$)

Odhadnutý VEC model nám umožní vypočítať priebehy impulse-response funkcií reálneho outputu v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách odrážajúcich pôsobenie jednorazových pozitívnych šokov jednotlivých foriem zahraničných kapitálových prílevov (priamych zahraničných investícií, portfóliových investícií a ostatných investícií).

3.3. Pôsobenie prílevov zahraničného kapitálu na reálny output

V rámci analýzy pôsobenia exogénnych šokov vyvolaných priamymi zahraničnými investíciami, portfóliovými investíciami a ostatnými investíciami na vývoj reálneho outputu sme použili štvrťročné údaje o vývoji priamych zahraničných investícií, portfóliových investícií, ostatných investícií, reálneho outputu, krátkodobých úrokových sadzieb a nominálneho efektívneho menového kurzu za obdobie rokov 2000 až 2007 (model A) pozostávajúce z celkovo 32 pozorovaní a za obdobie rokov 2000 až 2010 (model B) pozostávajúce z celkovo 44 pozorovaní (graf 3.33). Časové rady pre vývoj priamych zahraničných investícií, portfóliových investícií, ostatných investícií a reálneho outputu sme pred samotným testovaním sezónne očistili. Časové rady pre všetky ekonomické kategórie zahrnuté do modelu sme získali z databázy MMF (International Financial Statistics, október 2011).

Graf 3.33 Endogénne premenné



Poznámka: Endogénne premenné modelu - priame zahraničné investície (FDI), portfóliové investície (PI), ostatné (dlhové) investície (DI), hrubý domáci produkt (HDP), nominálny efektívny menový kurz (NEER) sú vyjadrené ako index (ľavá os v grafoch) (2005 = 100). Inflácia (INF) a úrokové miery (IR) sú vyjadrené v percentách (pravá os v grafoch).

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Pred samotným odhadnutím modelov v podmienkach jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomík sme časové rady otestovali na prítomnosť jednotkového koreňa a kointegráciu.

Testy jednotkového koreňa

V tabuľke 3.1 uvádzame prehľad súhrnných výsledkov testu jednotkového koreňa endogénnych premenných modelov A a B pre jednotlivé krajiny SE. Na základe výsledkov testov stacionarity možno konštatovať, že obidva testovacie procedúry (ADF a PP) indikovali,

že väčšina časových radov v prípade jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomík obsahovala na hodnotách jednotkový koreň a teda sa javila ako nestacionárna. Testovanie časových radov na úrovni prvých diferencií nám už ale potvrdilo stacionaritu všetkých časových radov, na základe čoho ich možno považovať za I(1).

Tabuľka 3.1 Testy jednotkového koreňa

		rád integrácie endogénnych premenných													
		FDI		PI		DI		GDP		INF		IR		NEER	
		ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP
Bulharsko	A	I(1)	I(0)	I(1)	I(1)	I(1)	I(0)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)
	B	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)
Česká republika	A	I(1)	I(1)	I(0)	I(1)	I(1)	I(0)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)
	B	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)
Estónsko	A	I(1)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)
	B	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)
Maďarsko	A	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)
	B	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(0)	I(1)	I(1)	I(1)
Lotyšsko	A	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(0)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)
	B	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)
Litva	A	I(1)	I(0)	I(1)	I(1)	I(0)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)
	B	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)
Poľsko	A	I(0)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(0)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)
	B	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(0)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)
Rumunsko	A	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(0)	I(0)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)
	B	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)
Slovenská republika	A	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(0)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)
	B	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)
Slovinsko	A	I(0)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)
	B	I(0)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)

Poznámka: Endogénne premenné modelu - priame zahraničné investície (FDI), portfóliové investície (PI), ostatné (dlhové) investície (DI), hrubý domáci produkt (HDP), inflácia (INF), úrokové miery (IR) a nominálny efektívny menový kurz (NEER).

Prameň: Vlastné výpočty.

Výnimkou boli priame zahraničné investície¹ (v prípade Bulharska prostredníctvom PP testu pre model A, v prípade Litvy prostredníctvom PP testu pre model A, v prípade Poľska prostredníctvom ADF testu pre model A a v prípade Slovinska prostredníctvom ADF aj PP testu pre model A), portfóliové investície (v prípade Českej republiky prostredníctvom ADF testu pre model A, v prípade Estónska prostredníctvom ADF testu pre model A), ostatné investície (v prípade Bulharska prostredníctvom PP testu pre model A, v prípade Českej republiky prostredníctvom PP testu pre model A, v prípade Estónska prostredníctvom ADF testu pre model A, v prípade Lotyšska prostredníctvom ADF testu pre model A, v prípade Litvy prostredníctvom ADF testu pre model A, v prípade Poľska prostredníctvom PP testu pre model A, v prípade Rumunska prostredníctvom ADF aj PP testu pre model A a v prípade

¹ V zátvorke je uvedená krajina a testy, ktoré potvrdili stacionaritu časového radu už na hodnotách. Pre testovanie stacionarity boli použité dva testy - ADF a PP test.

Slovenskej republiky prostredníctvom PP testu pre model A), inflácia (v prípade Poľsko prostredníctvom PP testu pre model B) a úrokové miery (v prípade Maďarska prostredníctvom ADF testu pre model B), ktoré sa javili ako $I(0)$.

Testy kointegrácie

Vychádzajúc z výsledkov testov jednotkového koreňa sme následne otestovali časové rady na prítomnosť kointegrácie s cieľom zistiť, či medzi endogénnymi premennými modelu existujú dlhodobé väzby, t.j. či lineárnou kombináciou ľubovoľných dvoch premenných môžeme dostať stacionárny proces. Na tento účel sme použili Johansenov a Juseliusov test kointegrácie. Pre komplexnosť výsledkov, ako aj vzhľadom na ekonomickú opodstatnenosť, sme sa do tohto testu rozhodli zaradiť aj časové rady $I(0)$. Počet oneskorení pre testovanie prítomnosti kointegračných väzieb bol stanovený na základe SIC na dve obdobia.

V tabuľke 3.2 uvádzame prehľad výsledkov Johansenovho a Juseliusovho testu kointegrácie pre všetkých desať európskych tranzitívnych ekonomík, pričom sme na otestovanie zvolili dve oneskorenia (doporučené na základe SIC a AIC). Na základe výsledkov kointegračných testov môžeme konštatovať, že výsledky aspoň jednej testovacej štatistiky - trace statistics a maximum eigenvalue statistics (pri 5 percentnej hladine významnosti) - nám v prípade väčšiny modelov v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách indikovali prítomnosť prevažne jednej kointegrujúcej rovnice.

Tabuľka 3.2 Johansenov a Juseliusov test kointegrácie

	počet kointegrujúcich rovníc											
	model A1		model A2		model A3		model B1		model B2		model B3	
	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat
Bulharsko	2	2	0	1	1	1	1	1	0	0	0	0
Česká republika	1	1	1	1	1	1	0	1	0	0	0	1
Estónsko	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	0	0
Maďarsko	1	1	0	1	1	0	0	0	1	0	0	1
Lotyšsko	0	1	0	0	1	2	0	1	0	1	0	1
Litva	1	2	0	1	1	1	1	0	0	0	1	0
Poľsko	2	1	0	1	1	1	2	2	0	1	1	0
Rumunsko	1	1	1	0	1	2	2	1	1	0	0	0
Slovenská republika	1	1	0	1	1	0	0	2	1	0	0	1
Slovinsko	1	1	0	1	0	0	1	2	1	0	1	0

Poznámka: Endogénne premenné modelu - priame zahraničné investície (FDI), portfóliové investície (PI), ostatné (dlhové) investície (DI), hrubý domáci produkt (HDP), inflácia (INF), úrokové miery (IR) a nominálny efektívny menový kurz (NEER).

Prameň: Vlastné výpočty.

Na základe výsledkov testov jednotkového koreňa a testov kointegrácie sme sa rozhodli odhadnúť modely A a B pre jednotlivé európske tranzitívne ekonomiky s dátami vyjadrenými v prvých diferenciách.

Pre otestovanie stability modelu sme využili viacero testov. Na rezíduách modelu nebola zistená prítomnosť autokorelácie, heteroskedasticity a autoregresne podmienenej heteroskedasticity. Taktiež sme použili Jarque-Berrov test normality, pričom sme zistili, že rezíduá modelu majú normálne rozdelenie. VEC modely sa taktiež javili ako stabilné (stacionárne) v prípade všetkých európskych tranzitívnych ekonomík, nakoľko sa inverzné korene modelov nachádzali vo vnútri jednotkového kruhu, hoci niekoľko koreňov sa nachádzalo (v absolútnych hodnotách) blízko jednotky jednotky (výsledky týchto testov neuvádzame, na požiadanie však môžu byť poskytnuté autorom).

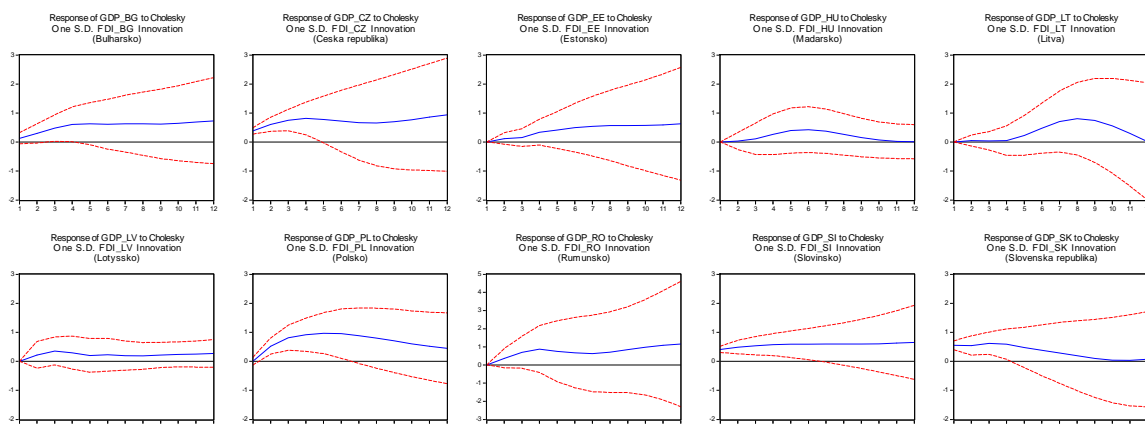
Impulse-response funkcie

Odhadovaný VEC model nám umožní vypočítať priebehy impulse-response funkcií endogénnych premenných pre jednotlivé európske tranzitívne ekonomiky. V súlade so zámerom tejto kapitoly sa pritom sústreďujeme len na interpretáciu reakcií reálneho outputu na pozitívne šoky jednotlivých foriem prílevov zahraničného kapitálu. Zmena poradia endogénnych premenných v jednotlivých modeloch A a B pre všetkých desať ekonomík nemala zásadnejší vplyv na výsledky priebehu impulse-response funkcií reálneho outputu. Z tohto dôvodu preto v grafoch 3.34 až 3.39 uvádzame výsledky len pre model z východiskovým zoradením endogénnych premenných tak, ako sme to uviedli v metodologickej časti tejto kapitoly.

Model A1 ($Y_t = [fdi_t, y_t, p_t, i_t, er_{n,t}]$)

V modeli A1 sa zameriame na analýzu reakcií reálneho HDP na jednorazový pozitívny šok priamych zahraničných investícií v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách počas obdobia rokov 2000 až 2007.

Graf 3.34 Reakcia reálneho HDP na priame zahraničné investície (model A1)



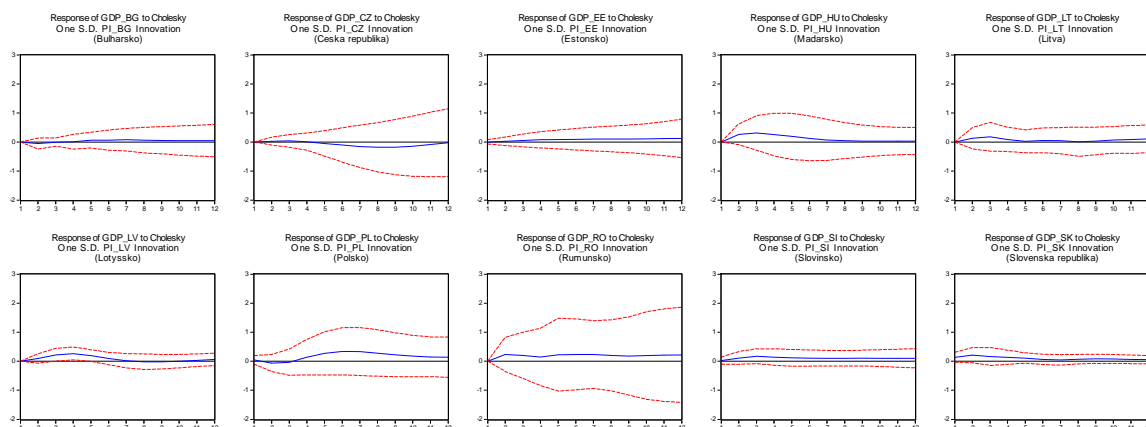
Prameň: Vlastné výpočty.

Graf 3.34 zachytáva priebeh odhadnutých impulse-response funkcií reálneho outputu odrážajúcich dôsledky pôsobenia jednorazového pozitívneho šoku priamych zahraničných investícií na vývoj reálneho outputu v európskych tranzitívnych ekonomikách v rámci predkrízového obdobia. Na základe prezentovaných výsledkov je zrejmé, že pozitívny šok priamych zahraničných investícií viedol k zvýšeniu reálneho HDP vo všetkých desiatich ekonomikách. Na druhej strane je však potrebné upozorniť aj na odlišné črty výsledkov. Celkový rozsah, ako aj trvácnosť šoku priamych zahraničných investícií sa v rámci jednotlivých krajín líšila. Zatiaľ čo v Českej republike, Slovinsku a Slovenskej republike sa reálny output zvýšil okamžite po vzniku exogénneho šoku, s časovým oneskorením reagoval reálny output na pozitívny šok priamych zahraničných investícií v Bulharsku, Litve, Poľsku a Rumunsku (dva štvrťroky), v Maďarsku (tri štvrťroky) a Litve (päť štvrťrokov). Najmenej výraznú reakciu reálneho outputu na šok priamych zahraničných investícií sme súčasne mohli znamenať v Lotyšsku a naopak najvýraznejšiu reakciu v Poľsku. Zatiaľ čo v Bulharsku, Českej republike, Estónsku, Lotyšsku, Rumunsku a Slovinsku sa pozitívny efekt šoku priamych zahraničných investícií na vývoj reálneho outputu javil ako permanentný (s narastajúcim časovým odstupom na jeho efekt výraznejšie neznižoval a javil sa skôr ako stabilný), v Maďarsku, Litve a Slovenskej republike sa pozitívny dopad exogénneho šoku javil ako dočasný, pričom jeho efekt sa vytratil po niekoľkých rokoch.

Model A2 ($Y_t = [p_{i,t}, y_t, p_t, i_t, er_{n,t}]$)

V modeli A2 sa zameriame na analýzu reakcií reálneho HDP na jednorazový pozitívny šok portfóliových investícií v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách počas obdobia rokov 2000 až 2007.

Graf 3.35 Reakcia HDP na portfóliové investície (model A2)



Prameň: Vlastné výpočty.

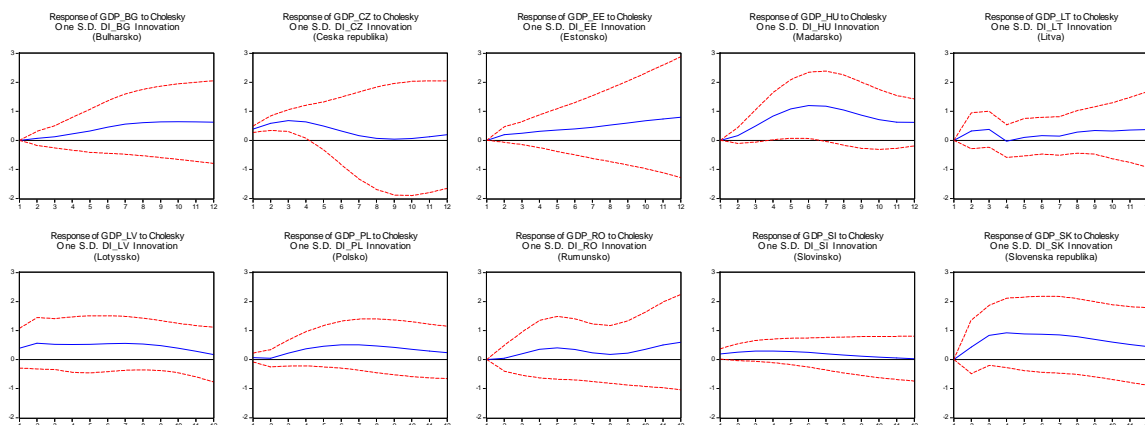
Graf 3.35 zachytáva priebeh odhadnutých impulse-response funkcií reálneho outputu odrážajúcich dôsledky pôsobenia jednorazového pozitívneho šoku portfóliových investícií na vývoj reálneho outputu v európskych tranzitívnych ekonomikách v rámci predkrízového obdobia. Z prezentovaných výsledkov možno usudzovať, že na rozdiel od efektov pozitívneho

šoku priamych zahraničných investícií, sa pôsobenie jednorazového pozitívneho šoku portfóliových investícií na vývoj reálneho outputu javilo ako podstatne menej výrazné. K okamžitému miernemu nárastu reálneho outputu došlo vplyvom pozitívneho exogénneho šoku jedine v podmienkach Slovenskej republiky. Pomerne málo výrazná, avšak stále pozitívna sa javila oneskorená reakcia reálneho outputu na šok portfóliových investícií v Maďarsku, Rumunsku a Rumunsku (jeden štvrt'rok); Litve, Lotyšsku a Slovinsku (dva štvrt'roky) a Poľsku (štyri štvrt'roky). Zatiaľ čo vo všetkých európskych tranzitívnych ekonomikách sa efekt šoku portfóliových investícií javil ako neutrálny v dlhom období, v Bulharsku, Českej republike a Estónsku naše výsledky indikujú prítomnosť neutrality aj v krátkom období.

Model A3 ($Y_t = [di_t, y_t, p_t, i_t, er_{n,t}]$)

V modeli A3 sa zameriame na analýzu reakcií reálneho HDP na jednorazový pozitívny šok ostatných (dlhových) investícií v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách počas obdobia rokov 2000 až 2007.

Graf 3.36 Reakcia HDP na ostatné (dlhové) investície (model A3)



Prameň: Vlastné výpočty.

Graf 3.36 zachytáva priebeh odhadnutých impulzno-reakčných funkcií reálneho outputu odrážajúcich dôsledky pôsobenia jednorazového pozitívneho šoku ostatných (dlhových) investícií na vývoj reálneho outputu v európskych tranzitívnych ekonomikách v rámci predkrízového obdobia. Na základe prezentovaných výsledkov pôsobenia exogénneho šoku možno konštatovať, že spomedzi všetkých troch základných foriem prílevov zahraničného kapitálu sa práve pôsobenie ostatných (dlhových) investícií stretlo s najviac vzájomne odlišnou reakciou reálneho outputu. V Českej republike, Lotyšsku a Slovinsku sa reálny output zvýšil dôsledkom pôsobenia pozitívneho šoku ostatných (dlhových) investícií okamžite. Vo všetkých troch krajinách súčasne efekt šoku zanikol s časovým odstupom niekoľkých rokov, dôsledkom čoho ho možno vnímať v dlhom časovom období ako neutrálny. K nárastu reálneho outputu došlo vplyvom pozitívneho šoku ostatných (dlhových) investícií s odstupom jedného štvrt'roka v Estónsku Litve a Slovenskej republike. Zatiaľ čo

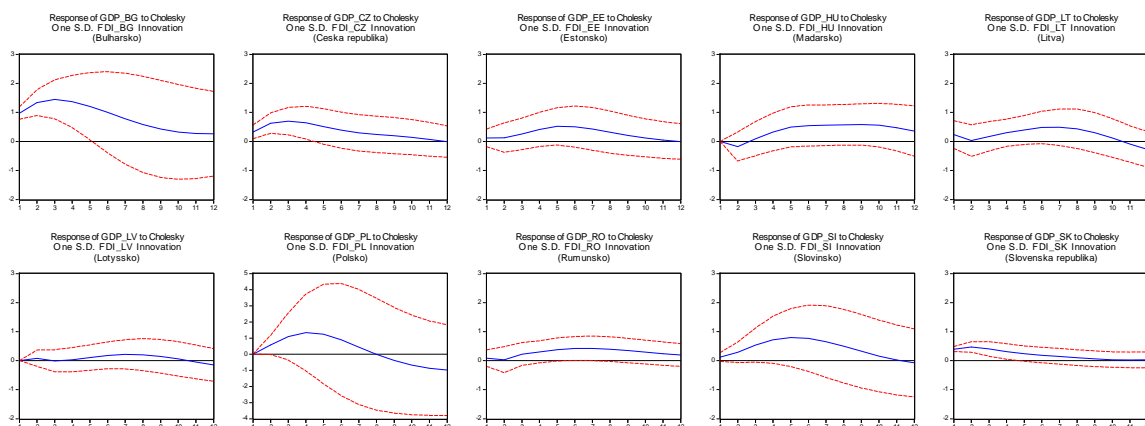
v Slovenskej republike sa pozitívny efekt šoku na vývoj reálneho outputu javil ako dočasný, v Estónsku a Litve by sme pozitívne pôsobenie exogénneho šoku mohli označiť ako trvalé. V ostatných sa pôsobenie pozitívneho šoku ostatných (dlhových) investícií prejavilo s väčším časovým odstupom - Maďarsko (dva štvrtroky); Bulharsko, Poľsko a Rumunsko (tri štvrtroky).

Jednotlivé modely s časovými radmi za predkrízové obdobia odrážali pozitívne pôsobenie jednotlivých foriem zahraničných prílevov kapitálu na vývoj reálneho outputu. Zatiaľ čo v prípade priamych zahraničných investícií a ostatných (dlhových) investícií sme určité rozdiely zaznamenali v dĺžke obdobia potrebného na prejav pozitívneho efektu šokov, ako aj samotného trvania pozitívneho efektu šokov, vplyv portfóliových investícií na vývoj reálneho outputu sa aj v rámci krátkeho obdobia javil ako zanedbateľný.

$$\text{Model B1 } (Y_t = [fdi_t, y_t, p_t, i_t, er_{n,t}])$$

V modeli B1 sa zameriame na analýzu reakcií reálneho HDP na jednorazový pozitívny šok priamych zahraničných investícií v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách počas obdobia rokov 2000 až 2010.

Graf 3.37 Reakcia HDP na priame zahraničné investície (model B1)



Prameň: Vlastné výpočty.

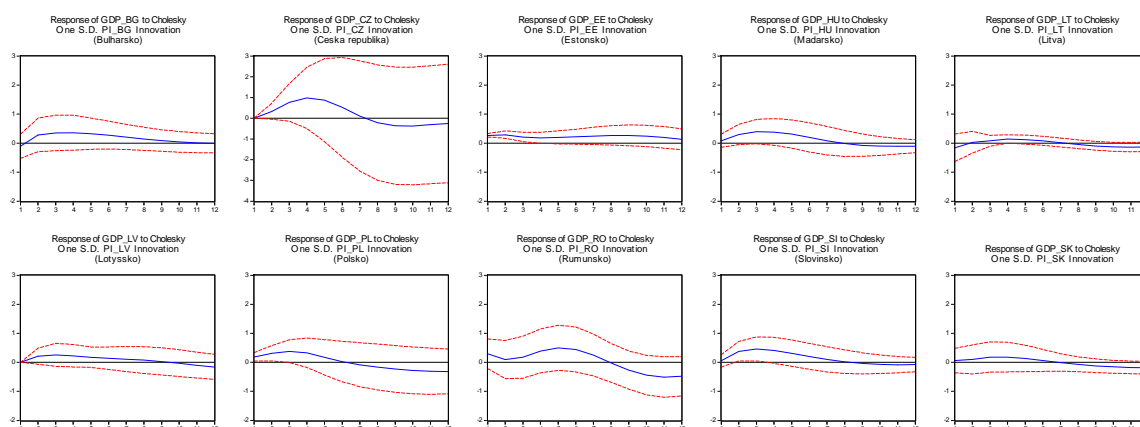
Graf 3.37 zachytáva priebeh odhadnutých impulzové-reakcie funkcií reálneho outputu odrážajúcich dôsledky pôsobenia jednorazového pozitívneho šoku priamych zahraničných investícií na vývoj reálneho outputu v európskych tranzitívnych ekonomikách v rámci rozšíreného obdobia. Prezentované výsledky pôsobenia exogénneho šoku sa vplyvom krízového obdobia zmenili. Odlišnosť sme pritom zaznamenali nielen v dĺžke trvania pozitívneho efektu šoku ale aj v jeho intenzite v rámci krátkeho obdobia. Citlivosť reálneho outputu na prílev priamych zahraničných investícií sa vplyvom krízového obdobia mierne zvýšil, zatiaľ čo pozitívny efekt jeho pôsobenia sa v porovnaní s predkrízovým obdobím vytratil skôr. Dôsledkom pôsobenia jednorazového pozitívneho šoku priamych zahraničných investícií došlo k okamžitému zvýšeniu reálneho outputu v Bulharsku, Českej republike a Slovenskej republike. Oneskorenú pozitívnu reakciu reálneho outputu s dĺžkou jedného

štvrtroka sme mohli zaznamenať v Bulharsku, Českej republike a Slovenskej republike; dvoch štvrtrokov v Litve a Rumunsku; troch štvrtrokov v Estónsku; štyroch štvrtrokov v Maďarsku a piatich štvrtrokov v Lotyšsku.

Model B2 ($Y_t = [p_{i,t}, y_t, p_t, i_t, er_{n,t}]$)

V modeli B2 sa zameriame na analýzu reakcií reálneho HDP na jednorazový pozitívny šok portfóliových investícií v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách počas obdobia rokov 2000 až 2010.

Graf 3.38 Reakcia HDP na portfóliové investície (model B2)



Prameň: Vlastné výpočty.

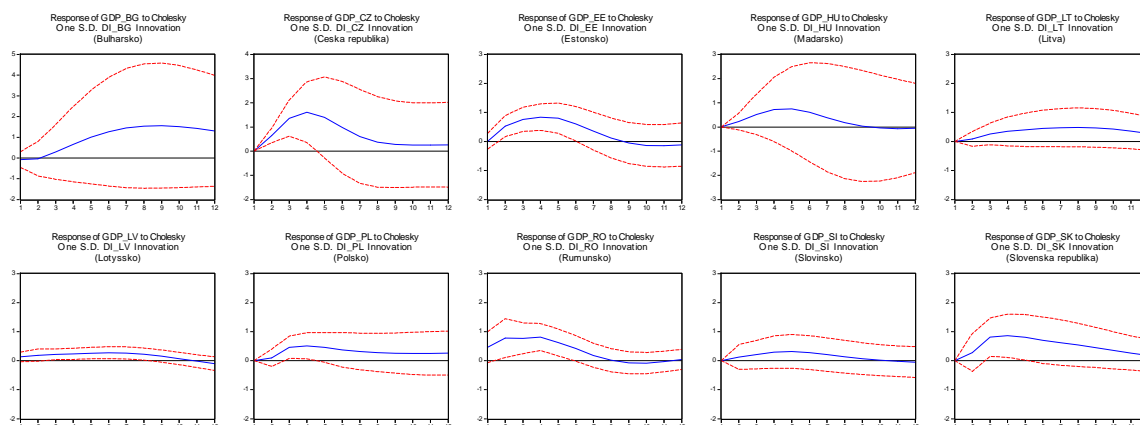
Graf 3.38 zachytáva priebeh odhadnutých impulzové reakcie reálneho outputu odrážajúcich dôsledky pôsobenia jednorazového pozitívneho šoku portfóliových investícií na vývoj reálneho outputu v európskych tranzitívnych ekonomikách v rámci rozšíreného obdobia. Na základe prezentovaných výsledkov možno konštatovať, že krízové obdobie viedlo k zvýšeniu citlivosti reálneho outputu na neočakávané podnety zo strany portfóliových investícií obdobne, ako sme to mohli zaznamenať v prípade priamych zahraničných investícií. K okamžitému zvýšeniu reálneho outputu došlo dôsledkom jednorazového pozitívneho exogénneho šoku v Estónsku, Poľsku a Rumunsku. Oneskorené reakcie reálneho outputu sme v trvaní jedného štvrtroka mohli zaznamenať v Bulharsku, Českej republike, Maďarsku, Lotyšsku a Slovensku; dvoch štvrtrokov v Slovenskej republike. Jednorazový pozitívny šok portfóliových investícií sa javil v Litve ako neutrálny už v krátkom časovom období, pričom situácia sa nezmenila ani s narastajúcim časovým odstupom. V dlhom časovom období sa exogénny šok javil vo vzťahu k vývoju reálneho outputu ako neutrálny vo všetkých európskych tranzitívnych ekonomikách.

Model B3 ($Y_t = [d_{i,t}, y_t, p_t, i_t, er_{n,t}]$)

V modeli B3 sa zameriame na analýzu reakcií reálneho HDP na jednorazový pozitívny šok ostatných (dlhových) investícií v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách počas obdobia rokov 2000 až 2010.

Graf 3.39 zachytáva priebeh odhadnutých impulse-response funkcií reálneho outputu odrážajúcich dôsledky pôsobenia jednorazového pozitívneho šoku európskych tranzitívnych ekonomik na vývoj reálneho outputu v európskych tranzitívnych ekonomikách v rámci rozšíreného obdobia.

Graf 3.39 Reakcia HDP na ostatné (dlhové) investície (model B3)



Prameň: Vlastné výpočty.

Na základe priebehov impulse-response funkcií reálneho outputu v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách možno konštatovať, že vplyvom krízového obdobia sa reálny output stal senzitivnejší na podnety zo strany ostatných (dlhových) investícií. Obdobne ako v prípade hodnotenia zmien vplyvov predchádzajúcich dvoch foriem zahraničných kapitálových prílevov možno aj v tomto prípade konštatovať, že krátkodobý efekt jednorazového pozitívneho šoku ostatných (dlhových) investícií na reálny HDP sa javil ako výraznejší (avšak nie pre všetky krajiny), avšak krátkodobejší, nakoľko jeho vplyv sa úplne vytratil s kratším časovým odstupom ako v rámci predkrízového obdobia. Vo väčšine krajín reagoval reálny output na pozitívny exogénny šok s kratším časovým oneskorením mierne vyššou intenzitou, zatiaľ čo trvanlivosť šoku sa javila ako nižšia, nakoľko jeho efekt sa vytratil skôr. Naproti tomu v podmienkach Litvy, Slovinska a Slovenskej republiky sa reakcia reálneho outputu na jednorazový pozitívny šok ostatných (dlhových) investícií javila ako mierne nižšia.

Modely, v rámci ktorých sme použili údaje pre rozšírené časové obdobie, nám podobne ako v rámci predkrízového obdobia indikovali pozitívne pôsobenie priamych zahraničných investícií a ostatných (dlhových) investícií na ekonomiky desiatich európskych tranzitívnych ekonomik. Vo všeobecnosti možno konštatovať, že vplyvom hospodárskej krízy sa trvácnosť (t.j. dĺžka trvania) pozitívneho pôsobenia všetkých troch typov šokov, spôsobených zvolenými formami zahraničných kapitálových prílevov, na vývoj reálneho outputu znížila, zatiaľ čo sa citlivosť reálneho outputu na ich pôsobenie v krátkom období mierne zvýšila.

Grangerove testy kauzality

Prítomnosť kauzálnych väzieb medzi premennými zahrnutými do VEC modelu, t.j. jednotlivými formami zahraničných kapitálových prílevov a reálnym outputom otestujeme prostredníctvom Grangerovho testu kauzality. V rámci systému premenných možno tvrdiť, že určitá premenná y je ovplyvňovaná inou premennou x za predpokladu, že premenná x nám napomáha pri predikovaní vývoja premennej x . Kauzálny vzťah medzi premennými pritom môže existovať aj v opačnom smere. Napríklad, ak dve premenné sú vzájomne kointegrované, t.j. obidve sledujú spoločný stochastický trend, potom medzi týmito premennými musí existovať kauzalita Grangerovho typu minimálne v jednom smere. Tvrdíme, že prvá premenná nemá vplyv na druhú premennú, ak oneskorenia prvej premennej a korekčné parametre nie sú výrazne odlišné od nuly. Zaznamenať je pritom možno aj obojsmernú kauzalitu medzi dvoma premennými.

Tabuľka 3.3 Grangerove testy kauzality**Bulharsko**

model	nulová hypotéza	pravd.	model	nulová hypotéza	pravd.
A1	FDI_BG does not gc DP_BG	0,0251	B1	FDI_BG does not gc GDP_BG	0,0741
	GDP_BG does not gc FDI_BG	0,5380		GDP_BG does not gc FDI_BG	0,0394
A2	PI_BG does not gc DP_BG	0,2461	B2	PI_BG does not gc GDP_BG	0,6471
	GDP_BG does not gc PI_BG	0,3718		GDP_BG does not gc PI_BG	0,4365
A3	DI_BG does not gc GDP_BG	0,0367	B3	DI_BG does not gc GDP_BG	0,2157
	GDP_BG does not gc DI_BG	0,3850		GDP_BG does not gc DI_BG	0,5369

Česká republika

model	nulová hypotéza	pravd.	model	nulová hypotéza	pravd.
A1	FDI_CZ does not gc DP_CZ	0,0043	B1	FDI_CZ does not gc GDP_CZ	0,5417
	GDP_CZ does not gc FDI_CZ	0,6198		GDP_CZ does not gc FDI_CZ	0,3657
A2	PI_CZ does not gc DP_CZ	0,2411	B2	PI_CZ does not gc GDP_CZ	0,3251
	GDP_CZ does not gc PI_CZ	0,3672		GDP_CZ does not gc PI_CZ	0,5560
A3	DI_CZ does not gc GDP_CZ	0,0127	B3	DI_CZ does not gc GDP_CZ	0,4167
	GDP_CZ does not gc DI_CZ	0,2260		GDP_CZ does not gc DI_CZ	0,6132

Estónsko

model	nulová hypotéza	pravd.	model	nulová hypotéza	pravd.
A1	FDI_EE does not gc DP_EE	0,0026	B1	FDI_EE does not gc GDP_EE	0,3712
	GDP_EE does not gc FDI_EE	0,5638		GDP_EE does not gc FDI_EE	0,0063
A2	PI_EE does not gc DP_EE	0,0017	B2	PI_EE does not gc GDP_EE	0,4980
	GDP_EE does not gc PI_EE	0,4279		GDP_EE does not gc PI_EE	0,3461
A3	DI_EE does not gc GDP_EE	0,0549	B3	DI_EE does not gc GDP_EE	0,2988
	GDP_EE does not gc DI_EE	0,2873		GDP_EE does not gc DI_EE	0,2411

Maďarsko

model	nulová hypotéza	pravd.	model	nulová hypotéza	pravd.
A1	FDI_HU does not gc DP_HU	0,0185	B1	FDI_HU does not gc GDP_HU	0,2845
	GDP_HU does not gc FDI_HU	0,3288		GDP_HU does not gc FDI_HU	0,5175
A2	PI_HU does not gc DP_HU	0,4366	B2	PI_HU does not gc GDP_HU	0,5244
	GDP_HU does not gc PI_HU	0,5790		GDP_HU does not gc PI_HU	0,4895
A3	DI_HU does not gc GDP_HU	0,0390	B3	DI_HU does not gc GDP_HU	0,5562
	GDP_HU does not gc DI_HU	0,0419		GDP_HU does not gc DI_HU	0,6846

Lotyšsko

model	nulová hypotéza	pravd.	model	nulová hypotéza	pravd.
A1	FDI_LV does not gc DP_LV	0,0116	B1	FDI_LV does not gc GDP_LV	0,5327
	GDP_LV does not gc FDI_LV	0,6389		GDP_LV does not gc FDI_LV	0,4733
A2	PI_LV does not gc DP_LV	0,3481	B2	PI_LV does not gc GDP_LV	0,3156
	GDP_LV does not gc PI_LV	0,2810		GDP_LV does not gc PI_LV	0,3996
A3	DI_LV does not gc GDP_LV	0,0017	B3	DI_LV does not gc GDP_LV	0,4785
	GDP_LV does not gc DI_LV	0,2658		GDP_LV does not gc DI_LV	0,4190

Litva

model	nulová hypotéza	pravd.	model	nulová hypotéza	pravd.
A1	FDI_LT does not gc DP_LT	0,0289	B1	FDI_LT does not gc GDP_LT	0,4283
	GDP_LT does not gc FDI_LT	0,3659		GDP_LT does not gc FDI_LT	0,4470
A2	PI_LT does not gc DP_LT	0,5683	B2	PI_LT does not gc GDP_LT	0,3893
	GDP_LT does not gc PI_LT	0,2899		GDP_LT does not gc PI_LT	0,5735
A3	DI_LT does not gc GDP_LT	0,0039	B3	DI_LT does not gc GDP_LT	0,4787
	GDP_LT does not gc DI_LT	0,3892		GDP_LT does not gc DI_LT	0,3321

Poľsko

model	nulová hypotéza	pravd.	model	nulová hypotéza	pravd.
A1	FDI_PL does not gc DP_PL	0,0056	B1	FDI_PL does not gc GDP_PL	0,0029
	GDP_PL does not gc FDI_PL	0,3958		GDP_PL does not gc FDI_PL	0,0115
A2	PI_PL does not gc DP_PL	0,4851	B2	PI_PL does not gc GDP_PL	0,3641
	GDP_PL does not gc PI_PL	0,2263		GDP_PL does not gc PI_PL	0,2885
A3	DI_PL does not gc GDP_PL	0,0270	B3	DI_PL does not gc GDP_PL	0,4480
	GDP_PL does not gc DI_PL	0,4933		GDP_PL does not gc DI_PL	0,3977

Rumunsko

model	nulová hypotéza	pravd.	model	nulová hypotéza	pravd.
A1	FDI_RO does not gc DP_RO	0,0083	B1	FDI_RO does not gc GDP_RO	0,0066
	GDP_RO does not gc FDI_RO	0,5266		GDP_RO does not gc FDI_RO	0,2819
A2	PI_RO does not gc DP_RO	0,2281	B2	PI_RO does not gc GDP_RO	0,4483
	GDP_RO does not gc PI_RO	0,1195		GDP_RO does not gc PI_RO	0,3910
A3	DI_RO does not gc GDP_RO	0,0107	B3	DI_RO does not gc GDP_RO	0,0226
	GDP_RO does not gc DI_RO	0,5532		GDP_RO does not gc DI_RO	0,0419

Slovenská republika

model	nulová hypotéza	pravd.	model	nulová hypotéza	pravd.
A1	FDI_SK does not gc DP_SK	0,0081	B1	FDI_SK does not gc GDP_SK	0,0039
	GDP_SK does not gc FDI_SK	0,3188		GDP_SK does not gc FDI_SK	0,6619
A2	PI_SK does not gc DP_SK	0,3829	B2	PI_SK does not gc GDP_SK	0,3892
	GDP_SK does not gc PI_SK	0,5521		GDP_SK does not gc PI_SK	0,5473
A3	DI_SK does not gc GDP_SK	0,0177	B3	DI_SK does not gc GDP_SK	0,1180
	GDP_SK does not gc DI_SK	0,0419		GDP_SK does not gc DI_SK	0,4872

Slovinsko

model	nulová hypotéza	pravd.	model	nulová hypotéza	pravd.
A1	FDI_SI does not gc DP_SI	0,0165	B1	FDI_SI does not gc GDP_SI	0,0084
	GDP_SI does not gc FDI_SI	0,4521		GDP_SI does not gc FDI_SI	0,4327
A2	PI_SI does not gc DP_SI	0,2769	B2	PI_SI does not gc GDP_SI	0,2901
	GDP_SI does not gc PI_SI	0,4365		GDP_SI does not gc PI_SI	0,4729
A3	DI_SI does not gc GDP_SI	0,3821	B3	DI_SI does not gc GDP_SI	0,5199
	GDP_SI does not gc DI_SI	0,6180		GDP_SI does not gc DI_SI	0,5472

Prameň: Vlastné výpočty.

Výsledky Grangerových testov kauzality (tabuľka 3.3) možno zhrnúť nasledovným spôsobom. Podľa nášho očakávania Grangerove testy kauzality potvrdili existenciu krátkodobých príčinných väzieb medzi priamymi zahraničnými investíciami a reálnym outputom vo všetkých desiatich európskych tranzitívnych ekonomikách. Kvôli prítomnosti dočasnej (krátkodobej) kauzality je zrejmé, že priame zahraničné investície ovplyvňujú vývoj ekonomického rastu. Ekonomický vývoj je tak v tomto zoskupení krajín kauzálne závislý od vývoja prílevov priamych zahraničných investícií. Obdobné výsledky nám indikuje testovanie kauzality medzi ostatnými (dlhovými) investíciami a vývojom reálneho outputu. Výsledky našej analýzy naznačujú, že ostatné (dlhové) investície ovplyvňovali vývoj reálneho outputu vo všetkých krajinách s výnimkou Slovinska. Na druhej strane sme súčasne nezistili prítomnosť krátkodobej (prechodnej) kauzality v opačnom smere, na základe čoho možno konštatovať, že reálny output neovplyvňoval počas predkrízového obdobia prílev ktorejkoľvek formy zahraničného kapitálu v žiadnej európskej tranzitívnej ekonomike.

Analýza kauzálnych väzieb medzi vývojom reálneho outputu a tromi hlavnými formami zahraničných kapitálových prílevov v rámci rozšíreného obdobia priniesla niekoľko zaujímavých zistení. Prílev priamych zahraničných investícií ovplyvňoval vývoj reálneho outputu už len v piatich európskych tranzitívnych ekonomikách (Bulharsko, Poľsko, Rumunsko, Slovenská republika a Slovinsko). Na druhej strane žiadna z troch základných foriem zahraničných kapitálových prílevov sa nejavila ako kauzálne vplyvajúca na vývoj reálneho outputu v Českej republike, Maďarsku, Lotyšsku a Litve. Prezentované výsledky súčasne naznačujú, že kauzálne väzby medzi ostatnými (dlhovými) investíciami a reálnym outputom sa v rámci rozšíreného obdobia vytratili. Pomerne zaujímavým je zistenie existencie kauzálneho prepojenia medzi priamymi zahraničnými investíciami a reálnym outputom, avšak v opačnom smere v niektorých európskych tranzitívnych ekonomikách. V Bulharsku, Estónsku a Poľsku nám výsledky Grangerových testov kauzality naznačujú, že vývoj reálneho outputu možno považovať za jeden z faktorov pri objasňovaní vývoja prílevu priamych zahraničných investícií.

3.4. Zhrnutie

V rámci kapitoly sme analyzovali hlavné trendy vo vývoji medzinárodnej finančnej integrácie európskych tranzitívnych ekonomík po roku 1995. Európske tranzitívne ekonomiky sa stali atraktívnym regiónom pre zahraničných investorov, dôsledkom čoho došlo v týchto krajinách počas obdobia posledných dvoch desaťročí k výraznej akumulácii zahraničných finančných pasív. Popri tomto vývoji sme mohli súčasne zaznamenať len málo dynamický trend vývoja podielu zahraničných finančných aktív relatívne k HDP. Zatiaľ čo prílev priamych zahraničných investícií umožnil európskym tranzitívnym ekonomikám zvýšiť ich medzinárodnú konkurenčnú pozíciu domácej produkcie na zahraničných trhoch a tým prispieť k zmierneniu negatívneho vývoja na bežnom účte platobnej bilancie, schopnosť európskych tranzitívnych ekonomík alokovať vlastné priame zahraničné investície na zahraničných trhoch spoločne so znížením prílevu zahraničného dlhového (najmä krátkodobého) kapitálu považujeme za jednu z najvýznamnejších výziev pre európske tranzitívne ekonomiky v rámci strednodobého časového horizontu.

Detailná štruktúra zahraničných finančných pasív odzrkadľovala v rámci sledovaného obdobia vo väčšine európskych tranzitívnych ekonomík prevažný nárast relatívneho významu priamych zahraničných investícií počas predkrízového obdobia ako dôsledku zvyšovania záujmu zahraničných investorov alokovať investície v domácich ziskových odvetviach. Tento trend je pritom badateľný najmä po roku 2002. Postupne rastúci relatívny podiel priamych zahraničných investícií v rámci štruktúry zahraničných finančných pasív priniesol pre európske tranzitívne ekonomiky niekoľko zaujímavých implikácií. *Po prvé*, priame zahraničné investície umožnili domácim podnikom zdieľať podnikateľské a investičné riziko so zahraničnými investormi. Výnosy z priamych zahraničných investícií nemajú pre zahraničných investorov fixný charakter, ale ich veľkosť je determinovaná celkovou ziskovosťou kapitálu alokovaného v cieľovej ekonomike. Transfer rizika z domácich na zahraničných investorov tak umožnil cieľovým (európskym tranzitívnym) ekonomikám zabezpečiť udržateľnosť vysokých deficitov na bežných účtoch platobnej bilancie bez

výraznejších negatívnych tlakov na menové kurzy, čo na druhej strane podporilo prebiehajúci proces ich konvergenie k starým členským krajinám Európskej únie. *Po druhé*, prílev priamych zahraničných investícií do sledovanej skupiny krajín prispel k stimulácii transferu nových technológií do európskych tranzitívnych ekonomík, čo prispelo k narastaniu celkovej produktivity a národného dôchodku. Na druhej strane však možno predpokladať, že časť ziskov generovaných projektmi financovanými priamymi zahraničnými investíciami bolo odčerpaných do domicilov zahraničných investorov.

Na základe prezentovanej analýzy možno súčasne konštatovať, že krajiny s vyššou ekonomickou úrovňou vyjadrenou prostredníctvom HDP na jedného obyvateľa vykazovali prevažne nižšie podiely prílevov zahraničného dlhového kapitálu v rámci štruktúry zahraničných finančných pasív. Podiel portfóliových (majetkových aj dlhových) investícií v rámci vonkajšieho finančného portfólia vykazoval v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách pomerne nízke úrovne, čo možno považovať za dôsledok nedostatočnej vyspelosti, ako aj nízkej absorpčnej schopnosti domácich finančných trhov. Význam zahraničných portfóliových investícií tak zotrúval v rámci sledovanej skupiny európskych tranzitívnych ekonomík na nízkej úrovni aj napriek všeobecne očakávanej tendencii konvergenie portfólia zahraničných finančných pasív jednotlivých krajín smerom k vyspelým ekonomikám západnej Európy. Avšak dôsledkom takmer nepretržitého trendu prehlbovania medzinárodnej finančnej integrácie, intenzifikácie procesu financial deepening, ako aj zvyšovania kvality riadenia podnikov v európskych tranzitívnych ekonomikách očakávame postupné narastanie významu portfóliových majetkových, ako aj portfóliových dlhových investícií v rámci jednotlivých krajín. Podiel zahraničných dlhových investícií nesledoval v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách jednoznačný trend, pričom v rámci ich štruktúry dominovali dlhodobé dlhové cenné papiere.

Detailná štruktúra zahraničných finančných aktív odzrkadľovala v rámci sledovaného obdobia vo väčšine európskych tranzitívnych ekonomík prevažne významný podiel rezervných aktív. Takýto vývoj sa pritom výrazne líši od vonkajšieho finančného portfólia vo väčšine západoeurópskych ekonomík (podiel rezervných aktív v týchto krajinách obvykle nepresahuje úroveň 5 percent a to predovšetkým dôsledkom straty menovej suverenity po ich vstupe do Európskej menovej únie). Z tohto pohľadu je zrejmé, že rezervné aktíva predstavujú pre národné centrálné banky európskych tranzitívnych ekonomík významnú súčasť výkonu ich národných menových politík a to v rámci intervencií na devízových trhoch, resp. pri vyrovnávaní negatívnych tendencií v rámci vývoja platobnej bilancie. Pozitívne tendencie v celkovom makroekonomickom vývoji sa v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách počas posledných rokov pred nástupom hospodárskej krízy spájali s rastúcim záujmom domácich subjektov alokovať finančné zdroje na zahraničných trhoch, najmä v podobe portfóliových dlhových investícií. Ďalším dôležitým zistením analýzy štruktúry portfólia zahraničných finančných aktív v európskych tranzitívnych ekonomikách je málo výrazná úloha majetkových foriem zahraničných investícií (priamych zahraničných investícií a portfóliových majetkových investícií) domácich subjektov vo väčšine analyzovaných krajín (až na niekoľko výnimiek z obdobia posledných rokov), čo odráža nízku mieru angažovanosti domácich investorov na zahraničných kapitálových trhoch. Domnievame sa, že uvedený trend bráni domácim investorom výraznejšie benefitovať z procesu zdieľania investičného

a podnikateľského rizika so zahraničnými partnermi. Relatívne vysoký podiel dlhových investícií (úverov) predstavovali počas väčšiny sledovaného obdobia v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách takmer výlučne aktivity domácich komerčných bánk (z ktorých mnohé sú súčasťou medzinárodných finančných zoskupení).

Za účelom odhadnutia vplyvu jednotlivých foriem zahraničných kapitálových prílevov sme analyzovali pôsobenie priamych zahraničných investícií, portfóliových investícií a ostatných (dlhových) investícií na vývoj reálneho outputu. Na tento účel sme využili odhad dvoch VEC modelov (v prvom modeli boli použité časové rady pre jednotlivé endogénne premenné pre predkrízové obdobia a v druhom modeli sme časové obdobia rozšírili o krízové roky).

Porovnanie výsledkov priebehov impulse-response funkcií a Grangerových testov kauzality v rámci modelov pre predkrízové obdobia, ako aj v rámci jednotlivých desiatich európskych tranzitívnych ekonomik, prinieslo nasledovné zistenia. Modely s časovými radmi pre predkrízové obdobie odrážali celkovo pozitívny vplyv priamych zahraničných investícií a ostatných (dlhových) investícií na ekonomiky všetkých desiatich krajín. Zatiaľ čo v prípade pôsobenia priamych zahraničných investícií a ostatných (dlhových) investícií na vývoj reálneho outputu sme medzi jednotlivými krajinami zaznamenali určité rozdiely v dĺžke oneskorenia pozitívnej reakcie, ako aj jej intenzite a trvácnosti, pôsobenie portfóliových investícií sa javilo vo vzťahu k vývoju reálneho outputu ako zanedbateľné dokonca aj v krátkom období.

Modely s dátami za rozšírené časové obdobie indikovali, podobne ako počas predkrízového obdobia, celkovo pozitívne pôsobenie priamych zahraničných investícií a ostatných (dlhových) investícií na ekonomický vývoj jednotlivých krajín. V prípade niektorých krajín sa v rámci rozšíreného obdobia mohli dokonca zaznamenať pozitívnu reakciu reálneho outputu na vývoj portfóliových investícií. Vo všeobecnosti možno konštatovať, že krízové obdobie sa premietlo do zníženia trvácnosti pozitívneho efektu jednorazových pozitívnych šokov spôsobených všetkými troma formami zahraničných kapitálových prílevov. Na druhej strane sa pozitívny efekt jednotlivých šokov v krátkom období mierne zvýšil.

Grangerove testy kauzality potvrdili existenciu dočasne kauzality medzi vývojom priamych zahraničných investícií a ostatných (dlhových) investícií (s výnimkou Slovinska) na jednej strane a vývojom reálneho outputu vo všetkých desiatich európskych tranzitívnych ekonomikách. Na druhej strane prítomnosť krátkodobých kauzálnych väzieb pretrvala aj v rámci rozšíreného obdobia, avšak len v podmienkach piatich krajín. Súčasne sme v prípade niektorých krajín zistili prítomnosť dočasnej kauzality, avšak s opačným smerovaním, keď vývoj reálneho outputu zdá sa ovplyvňovať vývoj priamych zahraničných investícií.

3.5. Literatúra

- [1] ABU-BADER, S., ABU-QARN, A.S. (2006) *Financial Development and Economic Growth Nexus: Time Series Evidence from Middle Eastern and North African Countries*, Monaster Center for Economic Research's Discussion Paper No. 06-09, 34p.

- [2] AL-YOUSIF, Y.K. (2002) *Financial Development and Economic Growth: Another Look at the Evidence from Developing Countries*, Review of Financial Economics, 11(2): 131-150
- [3] APERGIS, N., FIPPIDIS, I., ECONOMIDOU, C. (2007) *Financial Deepening and Economic Growth Linkages: A Panel Data Analysis*, Review of World Economics, 143(1): 179-198
- [4] ARFAOUI, M., ABAOUB, E. (2010) *On the Determinants of International financial Integration in the Global Business Area*, Journal of Applied Economic Sciences, 5(3): 153-172
- [5] BALTAGI, B.B., DEMETRIADES, P.O., LAW, S.H. (2009) *Financial development and openness: Evidence from panel data*. Journal of Development Economics, 89(2): 285-296
- [6] BUITER, W. - TACI, A. *Capital Account Liberalization and Financial Sector Development in Transition Countries*. In: Capital Liberalization and Transition Countries: Lessons from the Past and for the Future, ed. by BARKER, A.F.P. and CHAPPLE, B. (Cheltenham: Elgar), pp. 105-41
- [7] CALDERÓN, C. (2002) *The Direction of Causality Between Financial Development and Economic Growth*, Central Bank of Chile's Working Paper No. 184, 20 p.
- [8] CHRISTOPOULOS, D. K., TSIONAS, E.G. (2004) *Financial Development and Economic Growth: Evidence from Panel Unit Root and Cointegration Tests*, Journal of Development Economics, 73(1): 55-74
- [9] EDISON, H.J., LEVINE, R., RICCI, L., SLOK, T. (2001) *International Financial Integration and Economic Growth*. NBER Working Paper No. 9164. 31 p.
- [10] ENGLE, R.F., GRANGER, W.J. (1987) *Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing*, Econometrica, 55(2): 251-276
- [11] ESSO, L.J. (2009) *Cointegration and Causality between Financial Development and Economic Growth: Evidence from ECOWAS Countries*, European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, 16: 112-122
- [12] GHIRMAY, T. (2004) *Financial Development and Economic Growth in Sub-Saharan African Countries: Evidence from Time Series Analysis*, African Development Review, 16(3): 415-432
- [13] De GREGORIO, J., GUIDOTTI, P. E. (1995) *Financial Development and Economic Growth*, World Development, 23(3): 433-448
- [14] HASAN, I., WACHTEL, P., ZHOU, M. (2006) *Institutional Development, Financial Deepening and Economic Growth: Evidence from China*. Bank of Finland, Institute for Economies in Transition. BOFIT Discussion Papers No. 12/2006, 34 p.
- [15] LANE, P.R., MILESI-FERRETTI, G.M. (2006) *Capital Flows to the Central and Eastern Europe*. IMF Working Paper No. 6, 31 p.
- [16] MIRDALA, R. (2011) *Financial Deepening and Economic Growth in the European Transition Economies*. Journal of Applied Economic Sciences, 6(2): 177-194

- [17] MISZTAL, P. (2010) *Foreign Direct Investments, as a Factor of Economic Growth in Romania*, Journal of Advanced Studies in Finance, 1(1): 72-82
- [18] OBSTFELD, M. (1998) *The Global Capital Market: Benefactor or Menace?*, Journal of Economic Perspectives, 12: 9-30
- [19] PRADHAN, R.P. (2010) *Financial Deepening, Foreign Direct Investment and Economic Growth: Are they Cointegrated?*, International Journal of Financial Research, 1(1):37-43
- [20] SOPANHA, S.A. (2006) *Capital Flows and Credit Booms in Emerging Market Economies*. Banque de France, Financial Stability Review No. 9, 18 p.
- [21] STIGLITZ, J. (2000) *Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability*, World Development, 28(6): 1075-86
- [22] STULZ, R. (1999) *International Portfolio Flows and Security Markets International Capital Flows*, NBER Conference Report Series, pp. 257-93 (Chicago and London: University of Chicago Press)
- [23] VASILESCU, G., POPA, A. (2009) *Global FDI Inflows under the Pressure of Financial Crisis*, Journal of Applied Research in Finance, 1(2): 105-112
- [24] YAHYAOU, A., RAHMANI, A. (2009) *Financial Development and Economic Growth: Role of Institutional Quality*, Panoeconomicus, 56(3): 327-357

4. MEDZINÁRODNÝ POHYB KAPITÁLU - PORTFÓLIOVÉ INVESTÍCIE

Základná funkcia medzinárodných kapitálových trhov je zabezpečiť alokáciu fondov do oblastí s najvyššími výnosmi. Vyspelé priemyselné krajiny sú zvyčajne dobre vybavené kapitálom, zatiaľ čo rozvíjajúce sa krajiny majú dostatok pracovnej sily, no nedostatok kapitálu. Možno preto predpokladať, že hraničná produktivita kapitálu bude vyššia v rozvíjajúcich sa krajinách ako vo vyspelých krajinách. Za nezmenených podmienok by sme preto mohli očakávať, že toky kapitálu budú smerovať predovšetkým z vyspelých krajín do rozvíjajúcich sa, aby sa vyrovnali rozdiely v hraničnej produktivite kapitálu. Podmienkou je samozrejme voľný pohyb kapitálu medzi krajinami. Výsledkom by podľa teórie mala byť lepšia alokácia investičných fondov (za predpokladu absencie daňových a iných obmedzení deformujúcich trhy), vyššia integrácia finančných trhov a zvýšená konkurencia.

Mnohí autori sa súčasne s liberalizáciou pohybu kapitálu zaoberajú aj otázkou rýchlosti tohto procesu. Poukazujú na význam postupnej deregulácie, ktorá znamená nielen eliminovanie domácich finančných obmedzení a odstránenie bariér medzi rozličnými segmentmi finančného trhu, ale aj liberalizáciu v rámci cezhraničného obchodu s finančnými službami a participáciu zahraničných finančných inštitúcií na domacom finančnom trhu.

V tomto procese zohráva významnú úlohu aj uplatňovaná hospodárska politika a jej typ. Nevhodne zvolené hospodárske politiky v podobe príliš uvoľnenej politiky alebo naopak príliš reštriktívnej politiky s vysokým stupňom kontroly pohybu kapitálových tokov v mnohých rozvíjajúcich sa krajinách, môžu prispievať k vytvoreniu prostredia nepriateľského voči investíciám do domácich aktív (negatívne reálne úrokové miery, chronická inflácia, neistota, a pod.).

4.1. Medzinárodný pohyb kapitálu

V súčasnosti sú ekonomiky vo svete prepojené rozličnými obchodnými aj finančnými väzbami. Významné prehĺbovanie finančnej integrácie jednotlivých ekonomík sa začalo v 90. rokoch a spolu s postupnou liberalizáciou cezhraničného pohybu kapitálu prispeli k nárastu týchto transakcií.

Z hľadiska objemov presúvaných prostriedkov, patria kapitálové cezhraničné toky k jedným z najvýznamnejších v rámci vzťahov medzi krajinami. K dlhodobým formám kapitálu patria predovšetkým priame zahraničné investície, pre ktoré je typický dlhodobý záujem priameho investora a významný stupeň kontroly nad riadením podniku. V prípade krátkodobých foriem kapitálu, ku ktorým patria aj toky portfóliových investícií, ako hlavné kritérium pre rozhodovanie investora vystupujú napríklad výnosnosť investície alebo jej likvidita.

V teórii sa možno stretnúť s rozličnými názormi na výsledné vplyvy cezhraničného pohybu kapitálu; existujú zástancovia, ale aj odporcovia liberalizácie kapitálových pohybov. V štúdiách je v súčasnosti stále väčšia pozornosť venovaná priamym zahraničným investíciám, ktoré sú vo všeobecnosti považované za viac stabilnú formu zahraničného kapitálu, menej citlivú na globálne šoky. Vysvetľuje sa to vyššími počiatocnými nákladmi aj dlhodobým investičným horizontom, v dôsledku čoho je pri nepriaznivom ekonomickom

vývoji v krajine, viac problematické „presúvať“ priame zahraničné investície z jednej krajiny do inej.

Pri portfóliových investíciách naopak prevažuje názor o ich vyššej „škodlivosti“ spájanej s ich vyššou volatilitou. Tento prístup je však značne nepresný, nakoľko s oboma typmi investícií sa spájajú isté riziká, ale aj osobitné prístupy. V skutočnosti sú obidve formy dôležité pre rozvoj národných ekonomík (OECD, 2011).

Celkovo však pôsobenie zahraničných investícií na domácu ekonomiku a ich pozitívny/negatívny vplyv závisí aj od konkrétnych charakteristík domáceho trhu – a to stupňa vývoja finančných trhov, legislatívneho rámca a konkrétnej formy právnej úpravy pre oblasť cezhraničných finančných operácií. Svoju úlohu však zohráva aj veľkosť a likvidita trhov, či napríklad stupeň korupcie¹. Čím je trh viac rozvinutý, tým by mal byť vplyv zahraničných investícií vyšší a mali by viac prispievať k rozvoju daného trhu.

4.2. Mobilita kapitálu - trendy vo vývoji

Jedným z prejavov globalizačných procesov vo svete je aj vysoký stupeň kapitálovej mobility. Tieto procesy boli posilnené napríklad aj integračnými politikami v rámci zoskupení, ako je Európska únia. V skutočnosti však k pohybu kapitálu dochádzalo už v minulosti, aj keď v menšom rozsahu a iných formách, ako je to v súčasnosti.

V minulých storočiach bol pohyb kapitálu obmedzovaný napríklad decentralizovanými peňažnými systémami a uskutočňoval sa predovšetkým v podobe pôžičiek na financovanie vojenských výdavkov. Až v 18. - 19. storočí sa objavili vo výraznejšej miere presuny kapitálu súvisiace s financovaním investičných projektov v rôznych častiach sveta². V tomto období smerovali prostriedky z krajín západnej Európy³, ktorá vystupovala ako „bankár“, do USA, ale aj iných európskych krajín. Pohyb kapitálu sa spájal predovšetkým s financovaním veľkých infraštruktúrnych projektov a poskytovaním priamych vládnych pôžičiek. Hlavnú úlohu pri sprostredkovaní týchto tokov zohrávali

¹ Korupciu ako významný faktor ovplyvňujúci cezhraničný pohyb kapitálu predovšetkým v prípade PZI uvádzajú napríklad Gelos a Wei (Gelos a Wei, 2002).

² Napríklad Kose a Prasad (Kose a Prasad, 2003) uvádzajú, že stupeň medzinárodnej finančnej integrácie na konci 90. rokov, respektíve okolo roku 2000, bol porovnateľný s obdobím 1870-1913. Vtedajší rýchly technologický vývoj v preprave či telekomunikáciách a potreba kapitálu na financovanie nových investícií (predovšetkým železníc) v rozvíjajúcich sa ekonomikách, možno vnímať ako začiatok medzinárodnej finančnej integrácie. Prvá svetová vojna a neskôr svetová hospodárska kríza priniesli zavedenie kapitálových kontrol, čo zvrátilo dovtedajší priaznivý vývoj. Finančná integrácia sa významne spomalila a k zrýchleniu tohto procesu došlo až po páde Bretton-Woodskeho systému v 70. rokoch. Stupeň integrácie porovnateľný s obdobím 1870-1913 bol znovu dosiahnutý až v 90. rokoch 20. storočia. Autori však rovnako uvádzajú, že v súčasnosti je vývoj finančných aj reálnych premenných v oveľa vyššej miere korelovaný. Kým v minulosti boli rozdielne miery výnosov v rôznych krajinách spájané s faktormi danej krajiny (napr. významné ekonomické reformy, či politické prevraty), koncom 20. storočia už rozdiely vo výnosoch (napr. úrokové diferenciály) úzko súvisia aj s vývojom na svetových trhoch. Súčasní investori zároveň venujú oveľa menšiu pozornosť udalostiam typickým len pre vybrané krajiny. Kose a Prasad to vysvetľujú tým, že v súčasnosti realizujú investície predovšetkým inštitucionálni investori, ktorí majú tendenciu k tzv. „štádovému“ správaniu sa a vnímajú rozvíjajúce sa krajiny ako „skupinu“. V prípade, že sa objaví kríza v jednej z krajín, investori začnú hromadne sťahovať svoje investície aj z ostatných krajín v skupine.

³ Napríklad Obstfeld a Taylor (Obstfeld a Taylor, 1997) uvádzajú, že finančné toky z Veľkej Británie, ale aj iných vyspelých európskych ekonomik smerujúce do krajín ako Argentína, Brazília, Čína, Rusko a Turecko, boli významné a v prepočte na HDP porovnateľné so súčasnými tokmi.

investičné banky a samotní obchodníci a veľký význam mala aj neexistencia administratívnych bariér a opatrení.

Počas prvej svetovej vojny pohyb výrobných faktorov, a teda aj kapitálu, významne poklesol. Boli prijaté mnohé regulačné opatrenia na národnej úrovni a presuny kapitálu takmer výlučne súviseli s dohodami o vládnej bilaterálnej pomoci. V 20. rokoch 20. storočia, teda v období po prvej svetovej vojne, došlo dočasne k opätovnému nárastu mobility kapitálu, pričom hlavným exportérom kapitálu sa stali USA. Vplyvom svetovej hospodárskej krízy sa začali prejavovať významné protekcionistické tendencie, predovšetkým v Európe a obchod s tovarmi a službami významne poklesol. Niektoré krajiny zaviedli v tomto období značne reštriktívne devízové kontroly a významné kapitálové trhy a burzy boli zatvorené. V tomto čase boli kapitálové kontroly vnímané ako legitímny nástroj hospodárskej politiky, potrebný na zaistenie ochrany pred externými šokmi a na zmiernenie možných tlakov na menový kurz. Dopĺňali tak politiku nízkych úrokových mier, ktorá mala zabezpečiť vyšší ekonomický rast.

S postupným uvoľňovaním obchodných vzťahov od 60. rokov sa začali krajiny venovať aj otázke liberalizácie kapitálových pohybov. Významný impulz predstavoval kódex OECD (Kódex liberalizácie kapitálových pohybov⁴), ktorý bol prijatý v roku 1961, a ktorým sa vtedajšie členské krajiny OECD⁵ zaviazali k procesu postupnej liberalizácie, čo znamenalo postupné odstraňovanie obmedzení v rozsahu potrebnom pre efektívnu hospodársku spoluprácu.

Vývoj v 70. rokoch

Až do 70. rokov väčšina krajín uplatňovala významné obmedzenia a kontroly pre pohyb kapitálu, čo bolo v súlade aj s Bretton- Woodskou dohodou, ktorá pripúšťala možnosť kontroly medzinárodného pohybu kapitálu. V období 60.– 70. rokov boli pohyby súkromného kapitálu spájané vo veľkej miere s očakávanými úpravami menových kurzov, ktoré súviseli s predchádzajúcim vývojom bežných účtov platobných bilancií krajín. Pre krajiny s deficitom bežného účtu tak boli zvyčajne typické odlevy kapitálu a krajiny s prebytkom zaznamenávali prílevy kapitálu. Výkyvy menových kurzov zvyšovali inflačné tlaky, čo vyžadovalo zmeny v nastavení domácich hospodárskych politik. Toky súkromného kapitálu tak prispievali k zvyšovaniu a prehľbovaniu nerovnováh na bežných účtoch platobných bilancií krajín a zosilňovali externé tlaky na hospodárske politiky⁶.

V období od polovice 70. rokov po začiatok 80. rokov 20. storočia, mnohé krajiny znížili stupeň svojich kapitálových kontrol, v platnosti boli ponechané iba opatrenia považované za nevyhnutné pre zachovanie istej autonómie menovej politiky. Odrážalo to

⁴ OECD Code of Liberalisation of Capital Movements, 2002

⁵ Zakladajúce členské krajiny: Belgicko, Dánsko, Francúzsko, Grécko, Holandsko, Írsko, Island, Luxembursko, Nemecko, Nórsko, Portugalsko, Rakúsko, Španielsko, Švajčiarsko, Švédsko, Taliansko, Turecko, Veľká Británia, USA a Kanada (OECD, 2011)

⁶ Kapitálové kontroly predstavovali snahu krajiny chrániť sa pred rizikami spojenými s fluktuáciou v medzinárodných finančných tokoch. Význam majú hlavne v prípade režimu fixného menového kurzu, ktorý by bolo problematické udržiavať pri voľnom pohybe kapitálu. Práve z tohto dôvodu mali aj vyspelé krajiny v období Bretton-Woodskeho systému výmenných kurzov (obdobie po druhej svetovej vojne až do roku 1973) relatívne uzatvorené kapitálové účty (Kose a Prasad, 2004).

meniaci sa prístup k riadeniu hospodárskej politiky, kde sa do popredia opäť dostávalo voľné fungovanie trhov a kapitálové kontroly boli čoraz menej účinné. V menovej politike sa táto zmena prístupu prejavila postupným nahrádzaním priamych nástrojov (ako napríklad úverových limitov a priamych obmedzení na kapitálovom účte), trhovo-orientovanými nástrojmi, čo si vyžiadalo aj úpravu opatrení pre vonkajšie transakcie. Zároveň sa postupne menila aj úloha a status centrálnych bánk, postupne sa ich pozornosť prenášala v čoraz väčšej miere na výlučné sledovanie cenovej stability, čo prinieslo ďalšie zmeny vo vnímaní kapitálových kontrol.

Odstránenie kapitálových obmedzení úzko súviselo aj s rozvojom medzinárodných finančných trhov, pod ktorý sa významnou mierou podpísali technologické inovácie. Rozvoj technológií významne znížil náklady a zvýšil rýchlosť finančných transakcií a komunikácie. Finančné trhy sa tak zväčšili, stali sa viac prepojenými a začali rýchlejšie reagovať na zmenu vonkajších podmienok. Zároveň sa objavili nové finančné nástroje, napríklad derivátové produkty. Hlavní trhoví účastníci začínali tlačiť na príslušné authority, aby odstránili existujúce obmedzenia, aby mali prístup k širokému spektru finančných nástrojov a techník manažmentu rizika. Svetový menový systém tak prešiel tromi veľkými zmenami súčasne - deregulácia, internacionalizácia a inovácia.

V tomto období bola väčšina kapitálových presunov realizovaná bankami a pomáhala financovať globálne nerovnováhy.

Vývoj v 80. rokoch

V 80. rokoch boli hlavným impulzom pre presuny kapitálu odlišné trendy vo vývoji úspor, v dôsledky čoho sa ešte viac zvýraznilo rozdelenie krajín na importérov a exportérov kapitálu. Motívom dovozu kapitálu bola skôr snaha o vyrovnanie medzery v chýbajúcich domácich úsporách a nie financovanie nových reálnych investícií. K týmto presunom dochádzalo predovšetkým medzi vyspelými krajinami navzájom, pričom toky kapitálu do rozvíjajúcich krajín v tomto období relatívne stagnovali a z väčšej časti boli tvorené oficiálnymi zdrojmi (finančná pomoc určená na rozvoj krajín).

V polovici 80. rokov mali plne liberalizovanú väčšinu kapitálových transakcií USA (1980-81), Nemecko, Švajčiarsko, Holandsko (1982), Veľká Británia, Kanada (1983), Japonsko, Austrália, Belgicko (1984). Do konca 80. rokov boli bariéry pre pohyb kapitálu odstránené aj v ďalších európskych krajinách (Dánsko, Fínsko, Francúzsko, Írsko, Taliansko, Švédsko, Rakúsko, Nórsko) (tabuľka 4.1). V prípade tranzitívnych ekonomík tento proces začal neskôr a teda aj plná liberalizácia kapitálových pohybov bola dokončená až koncom 90. rokov prípadne po roku 2000. Liberalizácia sa uskutočnila nielen vo vyspelých krajinách, ale aj mnohé rozvíjajúce sa ekonomiky v juhovýchodnej Ázii otvorili svoje kapitálové účty vo významnej miere (OECD, 2002).

V tabuľke 4.1 uvádzame prehľad operácií od konca druhej svetovej vojny po začiatok 90. rokov vo vybraných svetových ekonomikách.

Tabuľka 4.1 Prehľad obmedzených operácií od konca druhej svetovej vojny po začiatok 90. rokov

	Odlevy kapitálu		Prílevy kapitálu
	Kapitálové transakcie	Cestovné	Iné ako priame zahraničné investície a transakcie s nehnuteľnosťami
Kanada	do 1951		
Francúzsko	do 1986	do 1958 1968-1970 1983-1984	úvery 1971-1974 ostatné operácie do 1986
Nemecko	do 1958	do polovice 50. rokov	do 1958; 1972-1975
Írsko	dlhodobé CP do 1993 ostatné dlhodobé operácie do 1990	-	do konca 1992
Taliansko	dlhodobé CP 1973-87 úvery do 1988 krátkodobé operácie	1973-1984	úvery do 1988 krátkodobé operácie do 1990
Japonsko	do 1980	do 1964	1970-1973 1977-1978
Španielsko	krátkodobé úvery do 1991 ostatné operácie do 1989-1990	do 1979	krátkodobé úvery do 1992 ostatné operácie do 1986-1987
Veľká Británia	do 1979	do 1977	-
USA	1963-1973		

Prameň: OECD, 2002.

Zloženie a objemy kapitálových tokov boli významne ovplyvnené prebiehajúcimi štrukturálnymi zmenami na medzinárodných finančných trhoch. Významný nárast bol zaznamenaný v prípade portfóliových investícií, predovšetkým v prípade investícií do majetkových cenných papierov, čo odrážalo rastúci význam inštitucionálnych investorov na medzinárodných finančných trhoch, ako aj trend sekuritizácie kapitálových tokov (nahradenie bankových pôžičiek emisiami cenných papierov, dlhopisov). Toky kapitálu spojené s majetkovými cennými papiermi vo väčšine rozvíjajúcich sa krajín boli zanedbateľné, čo súviselo aj s ich málo rozvinutými finančnými trhami.

Hlavným faktorom stojacim za rastúcimi investíciami do cenných papierov bol nárast portfóliových investícií realizovaných hlavnými finančnými inštitúciami v priemyselných krajinách - penzijné fondy, poisťovacie spoločnosti, hedgeové a investičné fondy⁷. Finanční sprostredkovatelia zohrávali kľúčovú úlohu pri presunoch kapitálu, ktoré boli motivované predovšetkým snahou o vyššiu diverzifikáciu aj prostredníctvom zahraničných aktív. Tieto

⁷ Išlo predovšetkým o presuny kapitálu z vyspelých krajín do rozvíjajúcich sa krajín (Prasad, Rogoff a Kose, 2002).

toky, rovnako ako aj predtým, pomáhali financovať vonkajšie nerovnováhy, ktoré oproti 70. rokov ešte viac vzrástli.

Koncom 80. rokov došlo k dočasnému poklesu objemu portfóliových investícií, čo súviselo s dlhovými krízami a následnými zmenami v hodnote bankových pohľadávok voči rozvíjajúcim sa krajinám (dôsledok rôznych schém pre konverziu dlhov, predaja aktív a odpisov dlhov).

V tabuľke 4.2 uvádzame prehľad objemov emitovaných dlhopisov vo vybraných regiónoch sveta počas obdobia 80. rokov.

Tabuľka 4.2 Medzinárodná emisia dlhopisov

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Vyspelé ekonomiky	96,8	147,2	212,3	166,6	213,4	240,4	207,1
Rozvíjajúce sa ekonomiky	3,8	6,9	4,3	3,1	4,2	2,6	3,6
Sedem ázijských ekonomík*	2,7	4,9	1,8	0,8	1,1	1,5	2,4
Východná Európa	-	0,4	0,3	0,5	1,4	2,2	1,6

* Hong Kong, Singapur, Južná Kórea, Taiwan, Indonézia, Malajzia, Thajsko.

Poznámka: Objemy emitovaných dlhopisov sú vyjadrené v mld. USD.

Prameň: Turner, 1991.

Aj napriek nárastu objemu transakcií s akciami, stále prevažoval trend preferencie držby dlhopisov. Významný nárast investícií do dlhopisov bol odrazom vysokých vládnych deficitov, pričom takmer polovica dlhopisov bola denominovaná v amerických dolároch (OECD, 2002). Nákupy vládnych dlhopisov boli motivované vo veľkej miere vysokými nominálnymi úrokovými mierami týchto cenných papierov a významnými úrokovými diferenciálmi v prípade rôznych mien. Veľký objem týchto transakcií predstavovali transakcie krátkodobého charakteru, kde dochádzalo k rýchlym zmenám v pozíciách, nakoľko mnohí investori sa snažili profitovať z krátkodobých investičných príležitostí alebo sa snažili zaistiť proti inflačnému riziku. Toto vytváralo tlaky na zhodnotenie menových kurzov, ktoré často sprevádzali rozsiahle oficiálne intervencie na devízových trhoch. Výsledkom boli obojsmerné toky kapitálu cez hranice - prílev kapitálu do dlhodobých vládnych dlhopisov, vyrovnávaný krátkodobým odlevom v dôsledku intervencií.

V tabuľke 4.3 uvádzame prehľad tokov investícií spojených s majetkovými cennými papiermi vo vybraných svetových ekonomikách.

Tabuľka 4.3 Toky investícií spojené s majetkovými cennými papiermi

	Priemer 1975-79	Priemer 1980-84	1985	1986	1987	1988	1989
Odlevy							
USA	0,2	1,7	3,7	1,2	-2,1	0,9	16,7
Japonsko	0,1	0,2	1,0	7,1	16,9	3,0	17,9
Nemecko	0,1	0,4	1,6	2,2	0,1	10,3	5,0
UK	0,8	5,4	7,4	12,4	-2,5	5,6	32,7
Prílevy							
USA	1,5	3,4	4,3	17,2	15,6	-0,5	6,6
Japonsko	0,6	3,5	-0,7	-15,8	-42,8	6,8	7,0
Nemecko	0,9	0,8	2,1	6,8	-1,2	3,0	12,6
UK	0,4	0,8	1,8	3,7	9,4	4,6	2,80

Poznámka: Toky investícií sú vyjadrené v mld. USD.

Prameň: Turner, 1991.

Vývoj v 90. rokoch

Prehĺbenie finančnej integrácie jednotlivých ekonomík spolu s pokračujúcou liberalizáciou cezhraničného pohybu kapitálu prispelo v 90. rokoch k významnému nárastu týchto transakcií.

V tomto období pokračovala liberalizácia pohybu kapitálu v ďalších krajinách. Európske tranzitívne ekonomiky: Slovenská republika, Česká republika, Maďarsko, Poľsko, Slovinsko, Estónsko, Litva, Lotyšsko, Bulharsko a Rumunsko⁸ (tabuľka 4.4), trvale odstránili v období 90. rokov takmer všetky obmedzenia pre pohyb dlhodobého kapitálu, no zachovali si „viac opatrný“ prístup v prípade krátkodobých kapitálových tokov a finančných derivátov, ktorý bol vo väčšine týchto krajín uvoľnený až po roku 2000. Tieto krajiny z hľadiska rýchlosti procesu liberalizácie kapitálových tokov rozdeliť do dvoch skupín (Árvai, 2005). Prvá skupina, tzv. „rýchli liberalizátori“, napríklad Česká republika a pobaltské krajiny pristúpili k odstráneniu väčšiny obmedzení do roku 1995.⁹ Druhú skupiny tvorili krajiny, ktoré zvolili proces postupného odstraňovania reštrikcií, napríklad Poľsko, Maďarsko, Slovenská republika a Slovinsko. Najpomalšie tento proces prebiehal v Slovinsku a v Slovenskej republike, keď krajiny nechávali v platnosti niektoré obmedzenia až do roku 2004 (napr. pre transakcie s finančnými derivátmi).

Aj napriek odlišnej rýchlosti tohto procesu, možno konštatovať, že všetky krajiny uvoľňovali najprv pohyb dlhodobého kapitálu a až následne krátkodobé toky. Taktiež bola

⁸ Liberalizácia kapitálových pohybov podmieňovala aj členstvo v EÚ (krajiny V4, Slovinsko a pobaltské krajiny. od roku 2004, Bulharsko a Rumunsko od roku 2007) a OECD (Česká republika - 1995, Poľsko a Maďarsko - 1996, Slovensko - 2000, Slovinsko, Estónsko - 2010) (OECD, 2011).

⁹ Do roku 1995 tieto krajiny mali kapitálový účet otvorený aj pre pohyb krátkodobých tokov, citlivých na úrokové miery a toky súvisiace s majetkovými cennými papiermi. (Árvai, 2005).

výrazná preferencia prílevov pred odlevmi¹⁰ a z hľadiska foriem, to boli priame zahraničné investície pred inými formami ako sú napríklad finančné úvery.

V tabuľke 4.4 uvádzame prehľad procesu liberalizácie kapitálového účtu platobnej bilancie v európskych tranzitívnych ekonomikách.

Tabuľka 4.4 Liberalizácia kapitálového účtu platobnej bilancie¹¹

	začiatok	úplná liberalizácia kapitálového účtu
Bulharsko	1992	2006
Česká republika	1994	2001
Estónsko	1994	2001
Maďarsko	1992	2001
Litva	1994	2001
Lotyšsko	1994	2001
Poľsko	1995	2001
Rumunsko	1991	2006
Slovenská republika	1994	2004
Slovinsko	1992	2004

Prameň: OECD, 2002; Árvai, 2005; Polanski, 2005; Loroiu, Sabau-Popa, 2009; von Hagen, Siedschlag, 2008; Manchev, 2002.

Prudký rast objemu transakcií s portfóliovými investíciami bol dočasne zabrzdený koncom 90. rokov v dôsledku finančných kríz v Juhovýchodnej Ázii (1997) a Rusku (1998). Krízy presunuli pozornosť na potenciálne destabilizujúce aspekty kapitálových tokov, v prípade ktorých domáce authority nemajú žiadny alebo len malý vplyv. Následne sa objavili mnohé kritiky predčasnej liberalizácie kapitálových pohybov v prípade rozvíjajúcich sa a tranzitívnych ekonomik. Tento vývoj len potvrdil všeobecne rozšírený konsenzus o správaní sa rôznych typov kapitálu a s tým súvisiacimi odporúčaniami pre riadenie hospodárskej politiky¹². Zatiaľ čo pohyb dlhodobých investícií (ako napríklad priame zahraničné investície, ktoré sú vnímané ako relatívne stabilné a s malou pravdepodobnosťou náhlych a bezdôvodných zmien) by mal byť v čo najväčšej miere podporovaný, krajiny by sa mali vyhýbať opatreniam, ktoré by mohli stimulovať pohyb krátkodobého kapitálu (portfóliové

¹⁰ Išlo predovšetkým o obavy, že by vysoká inflácia a depreciačia domácej meny mohli spustiť masívne odlevy zahraničného kapitálu.

¹¹ Konvertibilita bežného účtu: Bulharsko, Estónsko, Litva, Lotyšsko (1994), Česká republika, Poľsko, Slovensko, Slovinsko (1995), Maďarsko (1996), Rumunsko (1998) (von Hagen, Siedschlag, 2008).

¹² Kose a Prasad (Kose a Prasad, 2004) poukazujú na to, že liberalizácia kapitálového účtu napríklad v prípade režimu pevného menového kurzu a nekorešpondujúcej hospodárskej politiky, slabej finančnej regulácie či iných deformácií domáceho kapitálového trhu vyústila v mnohých prípadoch do krízy. Na druhej strane postupná liberalizácia sprevádzaná postupným uvoľňovaním kurzového režimu je spájaná zvyčajne s lepšími výsledkami.

investície, bankové toky alebo toky na peňažných trhoch)¹³. Táto forma je často krát vnímaná ako špekulačný kapitál, hľadajúci krátkodobé zisky, a teda forma viac volatilná a náchylná na prudké zmeny vo vývoji^{14 15}.

Vývoj po roku 2000

Po roku 2000 došlo k významnému nárastu medzinárodných kapitálových tokov, pričom toky rástli trikrát rýchlejšie ako svetový obchod¹⁶ (OECD, 2011). Z hľadiska objemu sa najväčšie presuny kapitálu realizovali medzi vyspelými krajinami a išlo predovšetkým o bankové operácie. Svetová finančná kríza spôsobila prudký prepád medzinárodných kapitálových tokov, ktoré dosiahli vrchol svojho vývoja približne v polovici roku 2007. Prepád sa najvýznamnejšie prejavil v prípade bankových tokov medzi vyspelými ekonomikami a následne sa rozšíril aj do ostatných krajín a kategórií aktív (OECD, 2011).

Niektoré krajiny dočasne zaviedli obmedzenia pre pohyb kapitálu¹⁷. Napríklad Island zaviedol v októbri 2008 devízové kontroly a opatrenia obmedzujúce pohyb kapitálu ako reakciu na vážnu bankovú krízu a krízu platobnej bilancie.

K opätovnému oživeniu pohybu kapitálu došlo začiatkom roku 2009, čo sa prejavilo aj nárastom tokov portfóliových investícií z vyspelých do rozvíjajúcich sa trhových ekonomík a tiež medzi rozvíjajúcimi sa ekonomikami navzájom.

4.3. Portfóliové investície a ich vplyv na ekonomiku

Portfóliové investície a ich pohyb sa spája s transakciami s majetkovými a dlhovými cennými papiermi. Patria sem dlhopisy, pokladničné poukážky, nástroje peňažného trhu a podielové cenné papiere ako akcie, ktorých podiel neprevyšuje 10%. Môžu byť emitované vládou, centrálnymi či komerčnými bankami alebo podnikmi z iných sektorov.

Portfólioví investori sa riadia predovšetkým výškou očakávaných výnosov, ich likviditou, či očakávaným rizikom. Ich cieľom, na rozdiel od priamych zahraničných investícií, nie je kontrola ani účasť na riadení zahraničného podniku (podiel do 10%)¹⁸.

¹³ Frankel a Rose (Frankel a Rose, 1996) poukazujú na to, že štruktúra kapitálových tokov určuje pravdepodobnosť vzniku krízy. Ak sa krajina spolieha viac na zahraničné bankové úvery a menej na PZI, bude viac náchylná a viac zraniteľná v prípade náhlych zvrátov vo vývoji zahraničných kapitálových tokov a zároveň bude vyššia pravdepodobnosť vzniku krízy na kapitálovom účte.

¹⁴ Niektoré krajiny používajú kontroly a reštrikcie na riadenie a usmerňovanie zloženia kapitálových tokov smerom k viac stabilným formám, ako sú napríklad PZI (Kose a Prasad, 2004).

¹⁵ Becker a Noon (Becker a Noon, 2006) uvádzajú, že obzvlášť v rozvíjajúcich sa krajinách je vývoj finančného (kapitálového) účtu pozitívne korelovaný s bankovými a inými krátkodobými kapitálovými tokmi, čo naznačuje vyššiu závislosť krajiny od týchto foriem kapitálu, no zároveň aj vyššiu zraniteľnosť v prípade náhlych zvrátov vo vývoji týchto tokov, čo môže prerásť až do kríz. V prípade vyspelých krajín autori uvádzajú negatívnu koreláciu medzi jednotlivými formami kapitálových tokov, čo potvrdzuje ich možnú substitúciu. Naproti tomu rozvíjajúce trhy sú menej schopné nahrádzať jednotlivé formy kapitálu.

¹⁶ Cezhraničné toky kapitálu vzrástli z približne 5% svetového HDP v polovici 90. rokov na približne 20% HDP v roku 1997 (OECD, 2011).

¹⁷ Kódex OECD povoľuje opätovné zavedenie reštriktívnych opatrení pre krátkodobé toky a ostatné „citlivé operácie“ ako sú napríklad deriváty a devízové transakcie (OECD, 2011).

¹⁸ V praxi je niekedy presná klasifikácia jednotlivých foriem investícií podľa hranice 10% dosť problematická. Často sa vyskytujú rôzne „hraničné prípady“, keď sú investičné toky zaradené podľa tohto pravidla automaticky

Rozhodnutia týchto investorov často úzko súvisia so snahou o diverzifikáciu rizika, a to vytvorením medzinárodného investičného portfólia. Podľa teórie, investovaním na trhoch s rôznymi charakteristikami (odlišnosti v národných hospodárskych politikách, odlišné daňové a právne systémy, odlišná sektorová štruktúra národných trhov) a nízkou koreláciou, môže investor významne znížiť výsledné riziko svojho portfólia.

Vplyv portfóliových investícií na vývoj ekonomiky nemožno jednoznačne označiť ako pozitívny alebo negatívny, nakoľko je táto forma kapitálu vysoko citlivá na zmeny ekonomických podmienok alebo očakávaných výnosov. Aj malá zmena môže potom spôsobiť významné presuny kapitálu cez hranice. Ako však uvádzajú mnohé štúdie (napr. OECD, 2002), portfóliové investície možno považovať za prínosné pre rozvoj domácich kapitálových trhov, keďže zvyšujú likviditu, veľkosť a hĺbku trhov (Levine a Zervos, 1996), čo môže v strednodobom horizonte viesť k zvýšeniu ekonomického rastu (Bekaert, 2003, in Knill). Portfóliové investície rovnako rozširujú investičné možnosti pre domácich sporiteľov a prispievajú k vyššej transparentnosti aj konkurencii na finančných trhoch. (OECD, 2002). Tieto vplyvy sa môžu prejavovať priamo cez financovanie vybraných investícií, respektíve nepriamo, prostredníctvom nárastu spotreby alebo domácej absorpcie, čo neskôr vyvoláva ďalšie zvyšovanie kapitálových tokov a tým aj investícií.

Okrem pozitívnych vplyvov sa v súvislosti s portfóliovými investíciami často spomínajú aj mnohé negatívne a škodlivé vplyvy, spájané s vysokou volatilitou krátkodobých foriem kapitálu. Volatilita je zvyčajne vysvetľovaná ako dôsledok viacerých faktorov, pôsobiacich na riziko a návratnosť investícií (napr. zmeny základných makroekonomických premenných, nestabilný vývoj na domácich finančných trhoch, vývoj menového kurzu, úrokových mier, tiež investičné cykly, stratégie a správanie sa portfóliových investorov, či asymetrické informácie). Ďalší autori (Grieg-Gran, 1998) vyššiu volatilitu spájajú napríklad s nedostatočnou hĺbkou a likviditou domáceho trhu, vyššou účasťou inštitucionálnych investorov alebo aj špekulačnými transakciami. Väčšie objemy a častejšie presuny krátkodobého kapitálu súvisia aj s tzv. „stádovým“ správaním sa investorov (UNCTAD, 1999), ktoré rovnako spomínajú aj Gelos a Wei (Gelos a Wei 2002). Podľa nich tento typ správania portfóliových investorov významne zvyšuje volatilitu a prispieva k nárastu nestability na finančných trhoch rozvíjajúcich sa krajín¹⁹.

Vo všeobecnosti však prevláda konsenzus, že v prípade málo rozvinutých trhov a vyššej volatility kapitálu pomáhajú skôr vhodne zvolené kontrolné mechanizmy a regulácia, ktorá podporuje rozvoj trhov, prípadne je zameraná na kontrolu volatility a nie vyššia regulácia

k PZI aj napriek tomu, že investor nemá trvalý záujem o riadenie podniku. Respektíve môže nastať opačný prípad, keď sa investor aj priamo podieľa na riadení, hoci jeho vlastnícky podiel nepresahuje hranicu 10% (UNCTAD, 2009).

¹⁹ Gelos a Wei (Gelos a Wei, 2002) skúmali investičné správanie portfóliových investorov (vývoj investičných pozícií v prípade investičných fondov vo vzťahu k ukazovateľom transparentnosti jednotlivých krajín – transparentnosť hospodárskej politiky, jej opatrení, informácie o makroekonomickom vývoji, dostupnosť a spoľahlivosť účtovných výkazov firiem). Výsledkom bolo zistenie, že medzinárodné investície do majetkových cenných papierov sa zvyčajne vyhýbajú krajinám s menej transparentnými trhmi. Zvýšenie transparentnosti trhu znižuje pravdepodobnosť náhlych odlevov krátkodobého kapitálu, a teda zvyšuje stabilitu domáceho finančného trhu.

a bariéry pre pohyb kapitálu. Okrem opatrení na národnej úrovni by mali krajiny rešpektovať aj dohody pre reguláciu a kontrolu finančných trhov, existujúce na nadnárodnej úrovni.

4.4. Faktory pôsobiace na cezhraničný pohyb portfóliových investícií

Stupeň finančnej integrácie a rozvinutosť finančných trhov jednotlivých krajín vo svete sa výrazne líšia a závisia od rôznych faktorov. Podmienky v rôznych krajinách tak môžu podľa konkrétnej situácie pôsobiť ako faktor, ktorý podporuje alebo naopak brzdí cezhraničné nákupy alebo predaje cenných papierov. Finančné trhy v jednotlivých krajinách sa môžu líšiť napríklad stupňom rozvoja domácich finančných a kapitálových trhov, veľkosťou, ale aj hĺbkou, počtom obchodovaných spoločností, ich trhovou kapitalizáciou, či ponukou dostupných finančných nástrojov (Grieg-Gran, 1998).

Vplyvy, pôsobiace na pohyby portfóliových investícií sú výsledkom interakcie viacerých premenných, ku ktorým patrí externé prostredie, rôzne investičné stratégie, ale aj špecifické faktory hostiteľskej krajiny.

Grieg-Gran (Grieg-Gran, 1998), tiež Calvo, Leiderman a Reinhart (Calvo, Leiderman a Reinhart, 1993) uvádzajú dve základné skupiny faktorov, ktoré prispievajú k rastu portfóliových tokov medzi krajinami, a to „push“ a „pull“ faktory.

- Prvá skupina (push faktory) odráža zmeny a vývoj vo vyspelých krajinách, ktoré podporujú toky tejto formy kapitálu. Napr. Fernando-Aries (Fernando-Aries, 1994) zdôrazňuje ako jeden z najvýznamnejších vplyvov, faktor nízkych úrokových mier (a teda aj výnosov), spolu s nízkymi mierami ekonomického rastu, čo núti investorov hľadať vyššie výnosy na rozvíjajúcich sa trhoch.
- Druhá skupina (pull faktory) odráža naopak vývoj v menej vyspelých a rozvíjajúcich sa krajinách (tiež v tzv. tranzitívnych ekonomikách), ktoré „priťahujú“ zahraničné zdroje. Tu dochádza k rôznym štrukturálnym zmenám, či zmenám hospodárskej politiky. Chunan (Chunan, 1993), Hernander a Rudolph (Hernander a Rudolph, 1995) zdôrazňujú napríklad význam úspešnej domácej hospodárskej politiky a celkové zlepšenie economickej situácie, s ktorými sa spája zvýšená miera domácich úspor a investícií, redukcia deficitov štátnych rozpočtov, ale aj rastúci export. Veľký vplyv má aj postupné budovanie a liberalizácia domácich kapitálových trhov, privatizácia štátnych podnikov a vznik rôznych inštitúcií, ktoré uľahčujú cezhraničný pohyb kapitálu (Grieg-Gran, 1998), (Calvo, Leiderman a Reinhart, 1993).

Bartram a Dufey (Bartram a Dufey, 2001) považujú za jeden z najvýznamnejších faktorov, podporujúci rozvoj kapitálových trhov, aj odlišné trendy v demografickom vývoji vo vyspelých a rozvíjajúcich sa krajinách. Vyspelé krajiny (označované aj ako priemyselné) sa vo všeobecnosti vyznačujú starnúcou populáciou, čo následne vytvára potrebu vyššej akumulácie súkromného kapitálu vo forme dlhodobých úspor. Tento vývoj sprevádzajú zároveň zmeny a postupná transformácia tradičných dôchodkových systémov z priebežných systémov na kapitálové, ktoré sú viac trhovo orientované. Naproti tomu rozvíjajúce krajiny s mladou populáciou a vyšším populačným rastom, potrebujú vyššie investície orientované na

tvorbu nových pracovných miest a rast životnej úrovne. Všetky tieto faktory vytvárajú významné impulzy pre rozvoj finančných trhov.

Calvo, Leiderman a Reinhart (Calvo, Leiderman a Reinhart, 1994) uvádzajú napríklad v prípade malých otvorených ekonomík členenie faktorov na interné a externé. Kým interné faktory priamo súvisia s domácou hospodárskou politikou (inštitucionálne reformy, stabilizácia cenovej hladiny, liberalizácia domáceho kapitálového trhu), externé faktory sú zvyčajne cyklického charakteru a súvisia s vývojom na svetových trhoch (zmeny vo vývoji medzinárodných úrokových mier, vývoj produktu atď.).

Ako ďalšie faktory, ktoré môžu pôsobiť stimulujuco pre prílev zahraničného kapitálu možno uviesť napríklad priaznivé rastové vyhladky pre daný trh, budúce trendy vo vývoji platobnej bilancie alebo tiež vyhlásený program vlády pre dané volebné obdobie. Rovnako „vhodne“ môže pôsobiť aj daňový systém a všeobecné podmienky pre podnikanie v danej krajine. Kým v niektorých prípadoch môže jednoduchý a prehľadný daňový systém pôsobiť ako „lákadlo“ pre investície, v prípade iných krajín môže byť práve toto považované za nevýhodu (Bartram, Dufey, 2001).

Mnohé z týchto faktorov uvádza aj štúdia UNCTAD (UNCTAD, 1999), ktorá determinanty portfóliových investícií člení do dvoch veľkých skupín, a to na ekonomické a politické (resp. regulačné). Ekonomické faktory sú odrazom všeobecného zdravia ekonomiky, potenciálu firiem dosahovať dobré výsledky, či návratnosť svojich investícií²⁰. K politickým faktorom možno zadeliť tie, na ktoré má vláda priamo alebo nepriamo určitý vplyv²¹.

Portfóliové investície predstavujú variabilnú formu investícií, ktorá nie je primárne orientovaná len na firmy alebo len na určité sektory. Zahraničné investície vyplňujú medzeru medzi domácimi úsporami a investíciami, čím poskytujú „oporu“ pre rast a rozvoj ekonomiky. Na rozdiel od priamych zahraničných investícií sa na nich podieľajú a využívajú ju nielen zahraničné, ale aj domáce podniky.

Zahraničné emisie cenných papierov

V krajinách s menej rozvinutými kapitálovými trhami, predstavujú väčšinový podiel portfóliových transakcií operácie s dlhovými cennými papiermi, predovšetkým dlhodobými. Tieto cenné papiere môžu byť emitované aj na inom ako domácom trhu a v inej ako domácej mene (najčastejšie americký dolár alebo euro). Takéto priame umiestňovanie emisií priamo na viac likvidných zahraničných trhoch možno vysvetliť viacerými faktormi. Napríklad Black a Munro (Black a Munro, 2010) uvádzajú ako hlavné faktory napríklad manažment rizika, cenovú arbitráž, rozvinutosť trhov, bariéry pre cezhraničné investovanie či snahu

²⁰ Štúdia UNCTAD (UNCTAD 1999) k ekonomickým faktorom zaraďuje tiež vysoké tempo ekonomického rastu, stabilitu výmenného kurzu, úroveň devízových rezerv, zdravie domáceho bankového systému, likviditu na kapitálovom trhu a reálne úrokové miery.

²¹ Štúdia UNCTAD (UNCTAD 1999) uvádza jednoduchosť repatriácie dividend a kapitálu, daňové zaťaženie kapitálových výnosov, reguláciu akciového a dlhopisového trhu, kvalitu domáceho účtovníctva a štandardy pre zverejňovanie, stupeň ochrany práv investorov.

o diverzifikáciu. V mnohých prípadoch je určujúcim faktorom aj typ investora, a to, či sa jedná o finančný alebo nefinančný subjekt²².

Ďalším významným vplyvom sú odlišné charakteristiky trhov (ako napr. rozdiely v likvidite, diverzifikácia, rizikové charakteristiky, atď.), čo následne vedie k rozdielnym nákladom spojeným s investovaním. Emitenti z menej vyspelých krajín môžu dosiahnuť nižšie náklady na refinancovanie tým, že využívajú trhy vo vyspelých krajinách. A naopak pre emitentov z vyspelejších krajín je výhodnejšie emitovať trhoch na menej vyspelých krajín.

V tomto prípade je ale potrebné, aby mali rezidenti možnosť emitovať cenné papiere v zahraničnej mene a nerezidenti v domácej mene. Ďalšou požiadavkou je dostatočná likvidita týchto trhov a možnosť zaistenia sa voči riziku. Prípadné regulačné bariéry môžu negatívne ovplyvniť možnosti investora presunúť svoje prostriedky naspäť na domáci trh. Ďalšími významnými aspektmi sú postupy pri bankrote, požiadavky na zverejňovanie informácií, účtovné štandardy, zúčtovacie systémy, daňové pravidlá. Málo rozvinutá infraštruktúra vedie zvyčajne k nízkej likvidite, hlavne pri dlhoch s nízkym ratingom. Pri nedostatku informácií alebo málo transparentných trhoch investori zvyčajne preferujú domáce trhy, keďže ich lepšie poznajú.

Negatívom je, že z hľadiska makroekonomickej stability, môžu zahraničné emisie viesť k nárastu zahraničnej zadlženosti. Prístup k zahraničným zdrojom môže viesť subjekty k zvýšenému využívaniu dlhového financovania (páka. Na strane druhej, konkurencia na zahraničných trhoch ešte viac zvýrazní slabé miesta na domácich trhoch, čo môže byť prospešné, z hľadiska zlepšovania domáceho finančného prostredia. Týmto spôsobom môžu zahraničné emisie zrýchľovať rozvoj domáceho dlhopisového trhu, z čoho profitujú všetky subjekty na trhu.

4.5. Vývoj portfóliových investícií a ich štruktúra

4.5.1. Údaje o stave a pohybe portfóliových investícií

Pri sledovaní cezhraničných kapitálových tokov možno vychádzať zo štatistík platobnej bilancie a tiež výkazov medzinárodnej investičnej pozície, ktoré hovoria o tokoch respektíve stave aktív a pasív danej krajiny. V týchto výkazoch možno nájsť štatistiky pre vývoj priamych zahraničných investícií, portfóliových investícií aj ostatných investícií.

Pre účely tejto analýzy boli využité databázy platobnej bilancie MMF, kde sú vykazované údaje za jednotlivé krajiny v amerických dolároch. Údaje boli čerpané aj z databázy MMF „CPIS“ - „Coordinated Portfolio Investment Survey“, ktorá poskytuje prehľad držby bilaterálnych portfóliových aktív rozdelených do dvoch základných kategórií, (majetkové a dlhové cenné papiere). Na základe tejto databázy je možné analyzovať krajiny podľa toho odkiaľ portfóliové investície prichádzajú, respektíve kam smerujú. Takéto členenie umožňuje sledovať pôvod prichádzajúcich tokov portfóliových investícií alebo tiež cieľové krajiny v prípade odlevu portfóliových investícií. Analyzované boli nasledujúce

²² V prípade exportérov, ktorých hlavný príjem je v zahraničnej mene, môže emisia dlhopisov denominovaných v rovnakej mene, vytvoriť prirodzené zaistenie voči riziku. Banky sa zase často snažia znížiť svoje náklady na refinancovanie bez toho, aby im vzniklo kurzové riziko, takže využívajú krytie cez swapové operácie.

vybrané európske krajiny: Slovenská republika, Česká republika, Maďarsko, Poľsko (tzv. krajiny V4), Estónsko, Litva, Lotyšsko (pobaltské krajiny), Bulharsko, Rumunsko a Slovinsko.

Pri transakciách s portfóliovými investíciami sa vykazujú osobitne transakcie na strane aktív a na strane pasív. Pri aktívach ide o investície domácich rezidentov v zahraničí, teda nákup zahraničných cenných papierov domácimi subjektmi. Pri týchto operáciách dochádza k odlevu domácich zdrojov a úspor do zahraničia. V prípade pasív ide o zahraničné subjekty, nerezidentov, ktorí nakupujú majetkové alebo dlhové cenné papiere emitované domácimi subjektmi. V tomto prípade prichádzajúce zahraničné prostriedky predstavujú záväzok domácej ekonomiky voči zahraničiu, preto sa zaznamenávajú ako pasíva.

S týmito investíciami sa spájajú aj neskoršie presuny kapitálu v podobe podielov na zisku - dividend, kupónov alebo úrokových platieb. Tieto sa však už nesledujú v rámci platobnej bilancie na finančnom účte, ale na bežnom účte. Nakoľko podiely na zisku sú vyplácané vždy subjektom, ktoré investíciu realizovali, odlev portfóliových investícií vytvára predpoklady pre neskorší spätný tok zdrojov v podobe výnosov z portfóliových investícií. Naproti tomu portfóliové investície realizované zahraničnými subjektmi v domácej ekonomike sú spojené s neskorším odlevom ziskov do zahraničia.

Keďže portfóliové investície sú veľmi citlivé na akúkoľvek, aj malú, zmenu v ekonomickom prostredí danej krajiny, rovnako časté sú aj spätné toky kapitálu do krajiny investora, čím dochádza k zmene pohľadávok a záväzkov krajiny voči zahraničiu. Zvyšovania a znižovania sa potom premieňa do stavu aktív a pasív portfóliových investícií (preto sú v štatistikách v niektorých rokoch výsledné objemy tokov zaznamenané so záporným znamienkom).

Z hľadiska sektorovej štruktúry sa pri portfóliových investíciách podľa Manuálu platobnej bilancie (MMF, 2011) rozlišuje niekoľko základných sektorov. Operácie s majetkovými aj s dlhovými cennými papiermi môžu realizovať, respektíve môžu emitovať nasledujúce inštitúcie:

- menové authority
- vláda
- komerčné banky
- ostatné sektory.

Pri dlhových cenných papieroch sa okrem štruktúry podľa sektorov sleduje aj časové hľadisko a rozlišujú sa dlhodobé a krátkodobé dlhové cenné papiere (dlhopisy, nástroje peňažného trhu a pokladničné poukážky).

4.5.2. Vývoj portfóliových investícií vo svete

Podľa štatistík MMF (databáza CPIS, výkaz medzinárodnej investičnej pozície²³ - stav portfóliových investícií - aktív a pasív ku koncu roka) k najväčším investorom aj prijímateľom portfóliových investícií vo svete patria najvyspelejšie krajiny, ktorým možno

²³ IIP - International Investment Position

pripísať približne 70% hodnoty realizovaných transakcií s portfóliovými investíciami (Laliberté, Motala, 2007).

V tabuľke 4.5 uvádzame prehľad desiatich krajín s najväčšou držbou zahraničných finančných aktív.

Tabuľka 4.5 Portfóliové investície aktíva. Top 10 krajín podľa držby zahraničných aktív

		portfóliové investície aktíva (2001)					portfóliové investície aktíva (2005)					portfóliové investície aktíva (2009)		
		celkom	majetkové	dlhové			celkom	majetkové	dlhové			celkom	majetkové	dlhové
1	US	2303,6	1612,7	690,9	1	US	4591,1	3317,7	1273,4	1.	US	5952,9	3995,3	1957,6
2	UK	1304,0	558,4	745,7	2	UK	2373,9	1076,0	1297,9	2.	UK	3035,8	1079,3	1956,5
3	JP	1289,8	227,4	1062,4	3	JP	2114,9	408,6	1706,3	3.	FR	2878,6	600,4	2278,2
4	LU	820,6	319,0	501,5	4	FR	1873,3	524,9	1348,4	4.	JP	2845,9	594,1	2251,8
5	DE	791,6	381,2	410,4	5	LU	1840,9	807,9	1033,1	5.	LU	2693,4	1050,5	1642,9
6	FR	710,3	201,8	508,8	6	DE	1552,8	529,1	1023,7	6.	DE	2507,9	707,1	1800,8
7	IT	552,0	239,8	312,6	7	IE	1182,2	383,2	799,1	7.	IE	1802,1	539,9	1262,2
8	CH	490,6	243,7	246,9	8	NL	1161,5	479,7	681,8	8.	NL	1489,8	582,9	906,8
9	NL	485,7	235,0	250,6	9	IT	982,1	416,4	565,6	9.	IT	1116,5	384,1	732,4
10	IE	432,8	133,8	299,0	10	CH	743,4	357,3	386,1	10.	CH	1075,8	399,0	676,9

Poznámka: Držba zahraničných aktív je vyjadrená v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - Coordinated Portfolio Investment Survey (november 2011).

Pri porovnaní tabuliek s poradím krajín - 10 najvýznamnejších investorov (portfóliové investície) (držba zahraničných aktív ku koncu roka v mil. USD) pre roky 2001, 2005 a 2009 vidíme, že v období 2001-2009 sa poradie krajín menilo len málo výrazne. V najväčšej miere realizovali portfóliové investície v zahraničí americkí a britskí investori. Pri ďalších krajinách sa objemy realizovaných investícií menili vo väčšej miere, takže sa menilo aj poradie v jednotlivých rokoch (Japonsko, Luxembursko, Francúzsko, Nemecko, Holandsko, Taliansko, Švajčiarsko).

Objemy transakcií s majetkovými a dlhovými cennými papiermi a ich podiely boli pre jednotlivé krajiny rozdielne. Pre porovnanie je možné uviesť USA a Veľkú Britániu: kým americkí investori preferovali držbu majetkových cenných papierov, britskí investori vkladali svoje finančné prostriedky vo väčšej miere do dlhových cenných papierov (v sledovaných troch rokoch). Podobne významná preferencia dlhových cenných papierov bola aj v prípade Japonska, Francúzska či Luxemburska.

Pri porovnaní tabuliek s poradím krajín - 10 najvýznamnejších prijímateľov (portfóliové investície) (zahraničné záväzky ku koncu roka v mil. USD) pre roky 2001, 2005 a 2009 vidíme, že rovnako ako pri realizovaných investíciách, aj tu je poradie krajín hlavne na prvých piatich miestach v sledovanom období takmer bez zmeny : 1. USA, 2. Veľká Británia, 3. Nemecko, 4. Francúzsko. K ďalším krajinám, kam smerovali svetové portfóliové investície patrili Holandsko, Taliansko, Japonsko, Luxembursko, Španielsko, Írsko. Ôsmym

najvýznamnejším prijímateľom portfóliových investícií sú Kajmanské ostrovy. Podiely majetkových a dlhových cenných papierov na celkovom objeme transakcií boli pre jednotlivé krajiny rozdielne a v sledovanom období sa aj menili. Aj tu je možné vidieť v prípade niektorých krajín preferenciu pre určitú kategóriu cenných papierov. Napr. v prípade USA, Nemecka či Talianska zahraniční investori preferovali domáce dlhopisy pred akciami, v prípade Luxemburska mali zahraniční investori väčší záujem o investície do majetkových cenných papierov.

V tabuľke 4.6 uvádzame prehľad desiatich krajín s najväčšími prílevmi portfóliových investícií.

Tabuľka 4.6 Portfóliové investície pasíva. Top 10 krajín podľa prijímaných portfóliových investícií

		portfóliové investície pasíva (2001)					portfóliové investície pasíva (2005)					portfóliové investície pasíva (2009)		
		celkom	majetkové	dlhové			celkom	majetkové	dlhové			celkom	majetkové	dlhové
1	US	3100,9	1026,7	2074,1	1	US	5308,9	1708,6	3600,3	1.	US	7283,2	2013,7	5269,6
2	UK	1289,5	712,9	576,6	2	UK	2451,4	1217,0	1234,3	2.	UK	3402,3	1325,6	2076,7
3	DE	1166,1	271,9	894,2	3	DE	2134,4	511,4	1623,0	3.	DE	2885,4	665,4	2220,0
4	FR	777,0	389,9	387,0	4	FR	1616,9	608,1	1000,9	4.	FR	2645,6	741,6	1904,0
5	NL	579,7	288,7	416,2	5	NL	1313,0	361,7	951,3	5.	LU	1864,8	1428,8	434,4
6	IT	579,7	119,6	460,1	6	JP	1289,9	970,0	319,9	6.	NL	1806,4	299,7	1506,7
7	JP	542,3	332,3	210,0	7	IT	1245,8	248,1	997,4	7.	IT	1570,0	242,7	1327,3
8	LU	525,4	380,0	145,3	8	LU	1244,0	918,1	325,9	8.	CYM	1489,0	636,8	852,2
9	CYM	416,2	98,0	318,2	9	CYM	1063,7	352,1	711,3	9.	ES	1289,6	263,9	1025,7
10	CA	319,5	97,0	222,5	10	ES	796,6	197,9	596,7	10.	IE	1184,1	372,6	811,5

Poznámka: Objemy prijímaných portfóliových investícií sú vyjadrené v mil. USD.

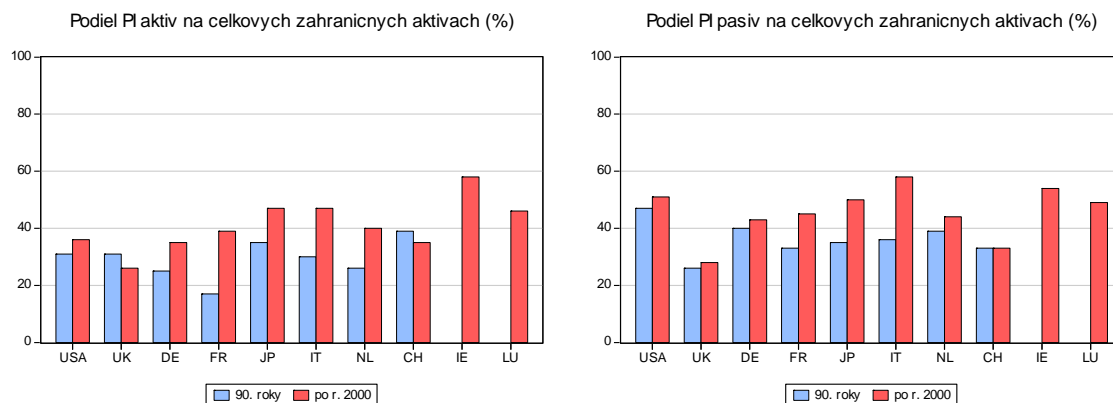
Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - Coordinated Portfolio Investment Survey (november 2011).

Pri porovnaní uskutočnených investícií v sledovaných krajinách, možno vidieť, že zahraničné subjekty nakupovali predovšetkým dlhové cenné papiere (pasíva) (tabuľka 4.5). Domáce subjekty tiež preferovali investície do dlhových cenných papierov (aktíva) (tabuľka 4.6). Majetkové cenné papiere boli v oboch prípadoch zastúpené v menšej miere. Tomu zodpovedal aj vývoj výnosov z portfóliových investícií sledovaných v rámci účtu výnosov na bežnom účte platobnej bilancie.

Na nasledujúcich dvoch grafoch je porovnaný priemerný podiel aktív portfóliových investícií na celkových zahraničných aktívach a priemerný podiel pasív portfóliových investícií na celkových zahraničných pasívach krajiny v prípade 10 krajín - najvýznamnejších svetových investorov aj prijímateľov portfóliových investícií. Podiel portfóliových investícií na zahraničných aktívach, či pasívach bol v týchto 10 krajinách významný už v 90. rokoch a po roku 2000 sa ešte viac zvýšil (priemerný podiel pri aktívach vzrástol z 29% na 40%, pri pasívach došlo k zvýšeniu z 36 na 46%).

V grafe 4.1 uvádzame prehľad podielu portfóliových investícií na celkových zahraničných finančných aktívach a pasívach.

Graf 4.1 Priemerný podiel portfóliových investícií aktív a pasív na celkových zahraničných aktívach a pasívach



Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

4.5.3. Vývoj portfóliových investícií v tranzitívnych ekonomikách

Tranzitívne ekonomiky ako investori a prijímatelia portfóliových investícií

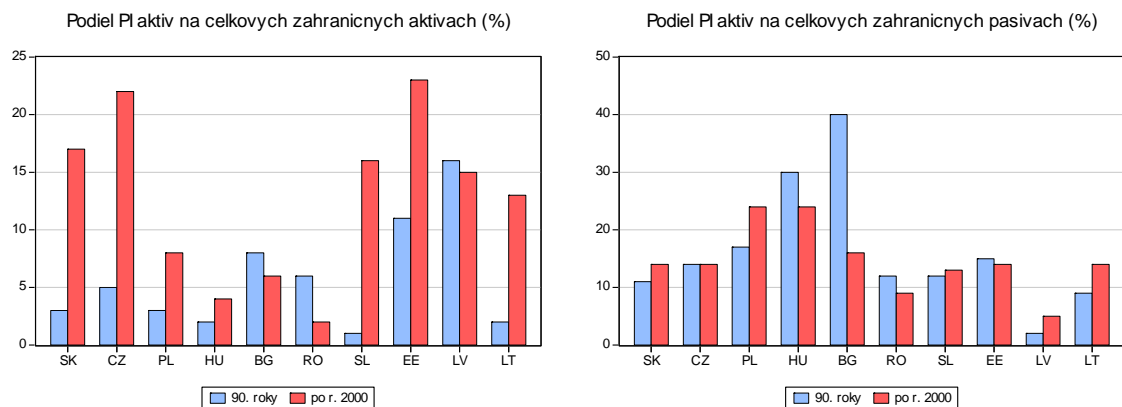
Ak zoradíme týchto 10 tranzitívnych ekonomík (SK, CZ, PL, HU, BG, RO, EE, LT, LV, SI) podľa objemov realizovaných a prijatých portfóliových investícií, je zrejmé, že objemy týchto transakcií sú významne nižšie ako v prípade vyspelých krajín, no aj tu je viditeľný trend zvyšovania transakcií s portfóliovými investíciami. Okrem už spomínanej neskoršej liberalizácie kapitálových tokov boli ďalšími dôležitými faktormi menej rozvinuté kapitálové trhy s obmedzenou ponukou finančných nástrojov a investičných možností, a teda aj silnejšia preferencia investorov pre dlhové cenné papiere. Tieto prevažovali v sledovaných krajinách pri transakciách na strane aktív aj na strane pasív. Preferencia dlhových cenných papierov bola zrejماً aj v sektorovej štruktúre, teda členení podľa najvýznamnejších emitentov a portfóliových investorov.

Vo všeobecnosti možno zhodnotiť podiel portfóliových investícií na celkových aktívach a záväzkoch krajín v 90. rokoch ako relatívne nízky. V prípade aktív bol priemerný podiel v 90. rokoch (1993-2000) nižší ako 10% (napr. Litva a Maďarsko 2%, Poľsko a Slovenská republika 3%, Bulharsko 8%) s výnimkou Estónska (11%) a Lotyšska (16%). V období po roku 2000 došlo v niektorých krajinách k významnému nárastu priemerného podielu (napríklad Slovenská republika z 3% na 17%, Česko z 5 na 22%, Estónsko z 11 na 23%) a v niektorých krajinách sa podiel portfóliových investícií na zahraničných aktívach krajiny v priemere znížil (Bulharsko z 8 na 6%, Rumunsko z 6 na 2%, Lotyšsko z 16 na 15%). Celkovo bol vo väčšine krajín v posledných rokoch zaznamenaný pokles týchto aktív, čo možno dať do súvisu so svetovou finančnou krízou, keď mnohí investori sťahovali svoje zdroje zo zahraničia do domácej ekonomiky.

V prípade záväzkov bol priemerný podiel vyšší už v 90. rokoch, no zároveň sa aj vo väčšej miere v priebehu sledovaného obdobia menil (na celkových zahraničných záväzkoch tento podiel kolísal). Najnižší podiel bol v prípade Lotyšska a Litvy (2% a 9%), najvyšší v prípade Bulharska a Maďarska (40% a 30%, porovnateľné s priemernými podielmi vyspelých krajín v 90. rokoch). V ostatných krajinách sa podiel pohyboval priemer od 12-17%. Po roku 2000 sa tento podiel len málo menil napríklad v Českej republike, Slovinsku, Estónsku. Najvýraznejšia zmena nastala v Bulharsku (pokles zo 40 na 16%).

V grafe 4.2 uvádzame prehľad podielu portfóliových investícií na celkových zahraničných finančných aktívach a pasívach.

Graf 4.2 Priemerný podiel portfóliových investícií (aktív a pasív) v rámci celkových zahraničných finančných aktív a pasív



Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Pri porovnaní priemerného podielu portfóliových aktív a pasív na celkových zahraničných aktívach a pasívach krajín vidíme, že k významnejšiemu nárastu objemu transakcií došlo až po roku 2000. Preto aj v prípade týchto krajín bolo zostavené poradie krajín - najvýznamnejších portfóliových investorov a príjemcov portfóliových investícií. (tabuľky 4.7 a 4.8) Podľa štatistík MMF (výkaz medzinárodnej investičnej pozície) bolo v sledovaných troch rokoch 2001, 2005 a 2009 uskutočnených najviac zahraničných portfóliových investícií českými investormi, pričom ich objem v priebehu obdobia 2001-2009 významne narástol (viac ako 5- násobne). Druhou najvýznamnejšou investorskou krajinou bolo v prvej polovici obdobia Poľsko. V prípade Slovenskej republiky výrazne narástol objem týchto investícií na konci sledovaného obdobia (oproti roku 2005 viac ako 8- násobne), takmer na úroveň portfóliových investícií realizovaných ČR.

Vo všeobecnosti možno povedať, že objem realizovaných portfóliových investícií sa v priebehu obdobia 2001-2009 zvýšil vo všetkých sledovaných krajinách. Najmenej prostriedkov investovali v zahraničí rumunskí investori.

Z hľadiska štruktúry prevažovali na začiatku obdobia významne investície do dlhových cenných papierov, a to vo všetkých sledovaných 10 tranzitívnych ekonomikách

okrem Maďarska. V roku 2005 a 2009 už tento rozdiel nebol natoľko výrazný, výnimku opäť predstavovalo Maďarsko, kde prevažovali investície do majetkových cenných papierov.

V tabuľke 4.7 uvádzame poradie európskych tranzitívnych ekonomík podľa držby portfóliových investícií (aktív) na celkových zahraničných finančných aktívach.

Tabuľka 4.7 Portfóliové investície aktíva. 10 tranzitívnych ekonomík podľa držby zahraničných aktív

	portf.inv. - aktíva (2001)				portf.inv. - aktíva (2005)				portf.inv. - aktíva (2009)					
	celkom	majetkové	dlhové		celkom	majetkové	dlhové		celkom	majetkové	dlhové			
1	CZ	5106,0	1894	3212	1	CZ	19025,9	5976,8	13049,1	1.	CZ	26785,6	12086,3	14699,3
2	PL	1311,0	108,0	1203	2	PL	8781,0	1681,0	7100,0	2.	SK	26001,4	817,3	25184,1
3	SK	857,5	19,1	838,4	3	SK	3254,7	410,7	2844,0	3.	SL	16273,3	3342,5	12930,8
4	HU	814,3	814,3	543,1	4	SL	3253,5	1465,5	1787,9	4.	PL	12489,0	7175,0	5314,0
5	BG	798,7	0,4	798,3	5	EE	2962,9	1014,8	1948,1	5.	HU	11800,8	11800,8	2221,2
6	LV	670,6	50,0	620,6	6	HU	2800,1	2800,1	1137,0	6.	EE	4981,2	1596,9	3384,3
7	EE	262,1	22,5	239,6	7	LV	1601,1	167,6	1433,5	7.	LT	4424,1	1287,0	3137,1
8	SL	255,2	25,6	229,6	8	LT	1255,3	220,5	1034,8	8.	LV	2988,6	771,4	2217,2
9	LT	138,2	4,9	133,2	9	BG	790,6	23,2	767,4	9.	BG	2592,2	480,7	2111,5
10	RO	10,7	na	10,7	10	RO	724,6	174,3	550,3	10.	RO	1803,8	913,7	890,1

Poznámka: Držba zahraničných aktív je vyjadrená v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - Coordinated Portfolio Investment Survey (november 2011).

V ďalšej tabuľke (tabuľka 4.8) je uvedené poradie krajín podľa objemov prijatých portfóliových investícií. Ako najvýznamnejší prijímatelia týchto investícií, respektíve najviac zaujímavé cieľové krajiny pre zahraničných investorov, boli v priebehu celého sledovaného obdobia 2001-2009 Poľsko a Maďarsko. Najmenej portfóliových investícií smerovalo do Estónska a Lotyšska.

Z hľadiska štruktúry a podľa typu investičného nástroja najviac prostriedkov smerovalo do dlhových cenných papierov. Výnimkou bolo Česko v rokoch 2001 a 2005, kde prevažovali nákupy majetkových cenných papierov.

V tabuľke 4.8 uvádzame poradie európskych tranzitívnych ekonomík podľa držby portfóliových investícií (pasív) na celkových zahraničných finančných pasívach.

Tabuľka 4.8 Portfóliové investície pasíva. 10 tranzitívnych ekonomík podľa držby zahraničných pasív

		portf.inv. - pasíva (2001)			portf.inv. - pasíva (2005)			portf.inv. - pasíva (2009)						
		celkom	majetkové	dlhové	celkom	majetkové	dlhové	celkom	majetkové	dlhové				
1	PL	18895	4301	14594	1	PL	71441	18739	52702	1.	PL	103006	22788	80218
2	HU	15691,1	2905,5	12785,6	2	HU	46067,8	13156,5	32911,3	2.	HU	63106,3	16599,7	46506,7
3	BG	5073,2	95,3	4977,9	3	CZ	17805,7	8967,6	8838,1	3.	CZ	35574,7	11410,6	24164,1
4	CZ	4973,8	3550,6	1423,3	4	SK	5787	538,1	5248,8	4.	SK	14928,9	1859,5	13069,4
5	SK	2877,8	400,7	2477,1	5	RO	5251,1	984,2	4266,9	5.	SL	13473,3	924,8	12548,6
6	RO	2188,5	495	1693,5	6	EE	3380,6	1195,7	2184,9	6.	LT	7175,9	335,1	6840,8
7	SL	1891,5	171,9	1719,6	7	LT	2981,6	319,5	2662,1	7.	RO	7143,8	1998	5145,8
8	LT	1312,6	95,6	1217,1	8	SL	2829,2	362,1	2467,1	8.	BG	2501,7	662	1839,6
9	EE	764,3	403	361,3	9	BG	2646,7	439,7	2206,98	9.	EE	1849,2	846,5	1002,7
10	LV	427,8	41,6	386,3	10	LV	1118,4	233,3	885,1	10.	LV	1740,7	201,9	1538,8

Poznámka: Držba zahraničných pasív je vyjadrená v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - Coordinated Portfolio Investment Survey (november 2011).

Spoločné a odlišné črty vo vývoji portfóliových investícií v tranzitívnych ekonomikách

Vývoj portfóliových investícií bol v sledovanom období v krajinách V4, Bulharsku, Rumunsku, pobaltských republikách a Slovinsku značne kolísavý, no vykazoval mnohé spoločné znaky. Z tohto dôvodu, budú najprv zhrnuté hlavné znaky a trendy vo vývoji portfóliových investícií od roku 1993 a následne budú popísané aj jednotlivé krajiny osobitne.

Začiatkom 90. rokov bol ekonomický vývoj týchto krajín poznačený málo rozvinutými domácimi finančnými trhmi a chýbajúcimi kapitálovými trhmi. Burzy v týchto krajinách začali svoju činnosť od začiatku 90. rokov²⁴. V niektorých prípadoch došlo len k znovu obnoveniu ich činnosti. S tým úzko súvisela značne obmedzená ponuka finančných nástrojov na domácom trhu. V tomto období bránili rozvoju trhov aj obmedzenia pre cezhraničný pohyb krátkodobého kapitálu. Dôvodom boli hlavne obavy z možnej destabilizácie finančného systému, ktorú by mohla spôsobiť predčasná liberalizácia všetkých kategórií cezhraničných pohybov kapitálu. Preto krajiny uvoľňovali reštrikcie pre pohyb kapitálu postupne, najprv pre transakcie s priamymi zahraničnými investíciami.²⁵

Pri pohľade na štruktúru týchto transakcií podľa nástrojov, najväčší podiel na celkovom objeme operácií s portfóliovými investíciami predstavovali operácie s dlhovými cennými papiermi (viď 4.3.1). Išlo predovšetkým o investície nerezidentov, vo väčšine prípadov do vládnych dlhopisov a pokladničných poukázok. Emisie, zvyčajne denominované v USD alebo DEM, neskôr v EUR (eurobonds), boli zvyčajne umiestňované na zahraničných

²⁴ Slovinsko (1989), Maďarsko (1990), Poľsko (1991), Bulharsko (1992), Česká republika, Litva, Lotyšsko, Slovensko (1993), Rumunsko (1995), Estónsko (1996) (Dobosziewicz, 1992), (Theodoropoulos, Vojinovič, 2005)

²⁵ Všetky sledované krajiny v 90. rokoch začali zároveň aj s prípravami na vstup a členstvo v Európskej únii. Podpisom Asociačnej zmluvy o prístupí k EÚ, krajinám vznikol záväzok plne liberalizovať pohyb krátkodobého kapitálu, teda toky spojené s portfóliovými transakciami, po uplynutí prechodného obdobia.

finančných trhoch. Dlhové cenné papiere denominované v domácej mene boli umiestňované na domácich trhoch, no ich emisie v porovnaní s emisiami eurobondov predstavovali menší objem.

Z hľadiska štruktúry podľa subjektov investorov, predstavovali domáce centrálné banky najviac aktívne subjekty na domacom trhu. Realizovali primárne transakcie s dlhovými cennými papiermi, pričom neskôr do ich portfólií pribudli aj operácie s majetkovými cennými papiermi. Ďalším významným subjektom boli domáce komerčné banky, ktoré realizovali taktiež významné nákupy a predaje zahraničných cenných papierov (dlhových aj majetkových) v závislosti od svojich investičných politík. Domáce podniky predstavovali najmenej aktívne subjekty, nakoľko sa len v malej miere podieľali na portfóliových investíciách a na začiatku sledovaného obdobia takmer vôbec nevyužívali kapitálové trhy na získavanie zahraničných zdrojov. Vo všeobecnosti možno povedať, že investície, realizované v tomto období boli zastúpené predovšetkým operáciami zahraničných investorov- nerezidentov, ktorí zdroje smerovali hlavne do navýšenia svojej kapitálovej účasti v domácich podnikoch.

Z hľadiska štruktúry podľa sektorov, najväčší objem transakcií sa realizoval v oblasti peňažníctva (poisťovníctva), štátneho dlhu, energetiky, dopravy a spojov. Možno to vysvetliť tým, že v období na začiatku 90. rokov sa väčšina operácií s cennými papiermi uskutočňovala v súvislosti s privatizáciou štátnych podnikov zahraničnými investormi (napr. uskutočnené kupónové privatizácie v SR a ČR). Realizované privatizácie sa však vo väčšej miere prejavili v kategórii priamych zahraničných investícií, keďže vo väčšine prípadov zahraničný investor získal väčšinový, respektíve 100%-ný podiel na podniku. Ďalšou zvláštnosťou bolo vlastníctvo podnikov, zvyčajne sústredené v rámci malého počtu investorov, pričom tieto cenné papiere neboli voľne v obehu, ani sa s nimi neobchodovalo na sekundárnom trhu.

Na začiatku analyzovaného obdobia bol významným faktorom prílevu kapitálu aj vysoký úrokový diferenciál oproti krajinám západnej Európy. Rozdiely úrokových mier odrážali jednak vyššiu rizikovú prirážku týchto krajín, ale súčasne aj vyššiu výnosnosť domácich cenných papierov. Z pozitívnych faktorov možno ďalej spomenúť napríklad aj zlepšujúcu sa stabilitu finančného a právneho systému. Nakoľko však boli domáce finančné trhy stále málo rozvinuté, ich likvidita bola stále vnímaná ešte ako nedostatočná (Köke, 1999).

V druhej polovici analyzovaného obdobia, po roku 2000, sa začal významnejšie zvyšovať záujem domácich investorov o zahraničné cenné papiere. Išlo predovšetkým o nákupy zahraničných dlhových cenných papierov zo strany domácich komerčných bánk a podnikového sektora, pričom transakcie komerčných bánk predstavovali väčšiu časť týchto operácií. Na strane pasív naďalej dominovali operácie spojené s emisiou dlhových cenných papierov (hlavne dlhodobých) domácich subjektov (vláda aj domáce podniky) na zahraničných trhoch. Rovnako sem patrili operácie (predaj a nákup) cenných papierov emitovaných v domácej mene zo strany nerezidentov. Nástroje peňažného trhu (nástroje s kratšou dobou splatnosti) boli zastúpené v menšej miere. Na strane aktív, teda v prípade odchádzajúcich portfóliových investícií, boli zastúpené investície do dlhopisov a pokladničných poukážok (predovšetkým vládnych a bankových). Transakcie s cennými

papiermi emitovanými menovými autoritami boli zastúpené len minimálne, a to konkrétne pre dlhové cenné papiere, no len v niektorých krajinách a niektorých rokoch.

V tomto období už bol vo väčšine prípadov ukončený proces liberalizácie kapitálového (finančného) účtu platobnej bilancie, čo znamenalo voľný pohyb pre všetky kategórie kapitálu. Pokračujúce zlepšovanie celkového makroekonomického prostredia sa premietalo aj do zlepšujúcich sa úverových ratingov a výhľadov pre ďalšie obdobie.

K významnému rastu kapitálových tokov v tomto období prispelo aj postupné zvyšovanie podielu nebankových subjektov, investujúcich do nákupu cenných papierov, predovšetkým dlhových. Ďalšie domáce subjekty, hlavne podniky, začali nakupovať vo väčšej miere zahraničné majetkové cenné papiere do podielu 10%. Významným faktorom bol tiež rozvoj investičných a podielových fondov (rozvoj kolektívneho investovania), reformy národných penzijných systémov a vznik penzijných fondov. Nakoľko bol výber finančných nástrojov na domácich finančných trhoch stále značne obmedzený a jednotlivé trhy boli zároveň dosť úzko prepojené (vyššia vzájomná korelácia ekonomického vývoja aj výnosov), správcovia fondov boli kvôli zabezpečeniu vyššej diverzifikácie rizika „nútení“ nakupovať zahraničné finančné nástroje. S tým bol spojený odlev úspor domáceho obyvateľstva do zahraničia, čo bolo vnímané ako negatívny jav.

Keď porovnáme tento vývoj s hlavnými determinantmi popísanými v predchádzajúcich častiach, vidíme, že prílevy aj odlevy portfóliových investícií boli ovplyvňované push aj pull faktormi. Príkladmi najvýznamnejších pull faktorov boli v prípade týchto ekonomík napr. zlepšujúca sa ekonomická a politická situácia (resp. ekonomické a politické faktory), zmeny v právnom systéme (viac priaznivý a prehľadnejší daňový systém a iné ekonomické regulácie), zavedenie nových investičných foriem (investičné a podielové fondy). V rámci push faktorov možno spomenúť napríklad vývoj na trhoch západoeurópskych krajín s nižšími očakávanými investičnými výnosmi alebo tiež demografické trendy ako napr. starnúca populácia a nevyhnutné zmeny v dôchodkových systémoch.

Porovnanie vývoja prílevov a odlevov portfóliových investícií a priamych zahraničných investícií

Pre každú z analyzovaných krajín, grafy zobrazujú štvrťročné prílevy (prvý graf) a odlevy (druhý graf) priamych zahraničných investícií a portfóliových investícií v miliónoch USD v období rokov 1993-2010. Ako možno vidieť, vo väčšine prípadov boli kapitálové toky do krajiny (obidve kategórie kapitálu) významne vyššie ako odlevy. Krajiny vystupovali skôr v pozícii prijímateľa kapitálových tokov ako „skutoční“ investori. Toto potvrdzuje napríklad aj štúdia UNCTAD (UNCTAD, 1999), podľa ktorej v období 1993- 1997 patrili Česká republika, Maďarsko a Poľsko medzi 12 najvýznamnejších prijímateľov priamych zahraničných investícií aj portfóliových investícií (cieľových krajín pre zahraničných investorov)²⁶.

K obratu vo vývoji došlo až neskôr, v súvislosti s už spomínanou liberalizáciou. Krajiny odstraňovali reštrikcie pre pohyb zahraničného kapitálu postupne od 90. rokov,

²⁶ Rebríček 16 najvýznamnejších príjemcov PZI aj PI zostavený na základe údajov MMF.

pričom ako prvý bol liberalizovaný pohyb dlhodobého kapitálu, reprezentovaný priamymi zahraničnými investíciami. Krátkodobé formy kapitálu a toky citlivé na zmeny úrokových mier boli liberalizované len postupne. V prípade portfóliových investícií preto začal narastať objem cezhraničných kapitálových pohybov koncom približne okolo roku 2000 aj, čo bolo viac viditeľné v prípade prílevov portfóliových investícií, ktoré prevažovali vo väčšine krajín oproti výrazne nižším odlevom. Ďalšie zmeny vo vývoji možno zaznamenať v období po roku 2007, čo už súvisí s nerovnováhou na finančných trhoch, spôsobenou svetovou finančnou krízou.

S cezhraničným pohybom kapitálu sa viažu aj spätné toky výnosov, ktoré sú sledované na bežnom účte platobnej bilancie, osobitne pre majetkové a dlhové cenné papiere. Prílev portfóliových investícií (graf 4.3) je tak spájaný s neskorším odlevom výnosov do zahraničia a investície domácich investorov (graf 4.4) vytvárajú predpoklad prílevu výnosov zo zahraničia.

V prípade, že krajina vykazuje deficit bežného účtu, prichádzajúci kapitál, aj vo forme portfóliových investícií môže byť použitý na financovanie tejto nerovnováhy, aj keď z hľadiska stability nie je vnímaný ako vhodný zdroj. Prílev týchto zdrojov však vytvára predpoklad, že v ďalších obdobiach budú zahraničným investorom vyplácané výnosy, čo predstavuje odlev zdrojov z ekonomiky, teda ide o položku, ktorá môže prispievať k prehĺbovaniu nerovnováhy na bežnom účte. Naproti tomu rezidentské portfóliové investície môžu byť spojené s neskorším prílevom výnosov, čo bude zlepšovať vývoj bežného účtu.

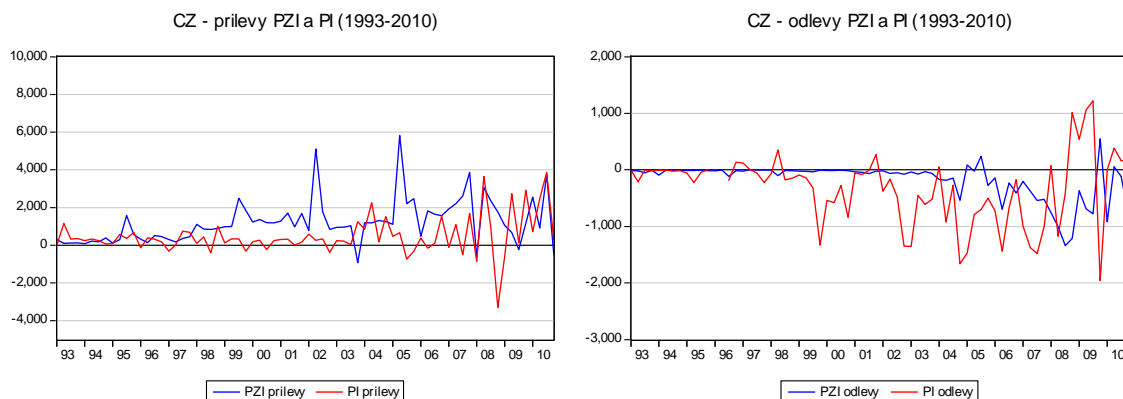
Ako možno vidieť na nasledujúcich grafoch, v sledovaných 10 krajinách bol zaznamenaný vo väčšej miere hlavne pohyb výnosov spojených s dlhovými cennými papiermi. Nakoľko operácie s majetkovými cennými papiermi boli zastúpené len v menšej miere, tomu zodpovedali aj výrazne nižšie prílevy a odlevy výnosov. Nárast týchto transakcií je opäť viac viditeľný v období po roku 2000 so zmenou trendu v období finančnej krízy, v dôsledku ktorej mnohí investori začali sťahovať svoje investície zo zahraničia. Rovnako sa to prejavilo aj poklesom investičných výnosov pre portfóliové investície.

Česká republika

Česká republika možno zaradiť medzi krajiny, ktoré ktoré pristúpili k uvoľneniu cezhraničného pohybu kapitálu relatívne skoro. Takmer všetky obmedzenia pre pohyb kapitálu boli odstránené ešte v prvej polovici 90. rokov (do roku 1995). Toto bolo viditeľné aj na vývoji cezhraničných tokov oboch foriem kapitálu. Je zrejmé, že prevažovali priame zahraničné investície, ale na rozdiel od krajín, ktoré uvoľnili pohyb krátkodobého kapitálu až neskôr, tu možno zaznamenať relatívne významné prílevy krátkodobého kapitálu už v 90. rokoch. Vplyv skoršej liberalizácie sa prejavil aj pri portfóliových investíciách rezidentov v zahraničí, ktoré boli realizované už aj v priebehu 90. rokov.

V grafe 4.3 uvádzame prehľad prílevov a odlevov priamych zahraničných investícií a portfóliových investícií v Českej republike.

Graf 4.3 Česká republika - přílevy a odlevy přímých zahraničních investic a portfóliových investic (1993-2010)

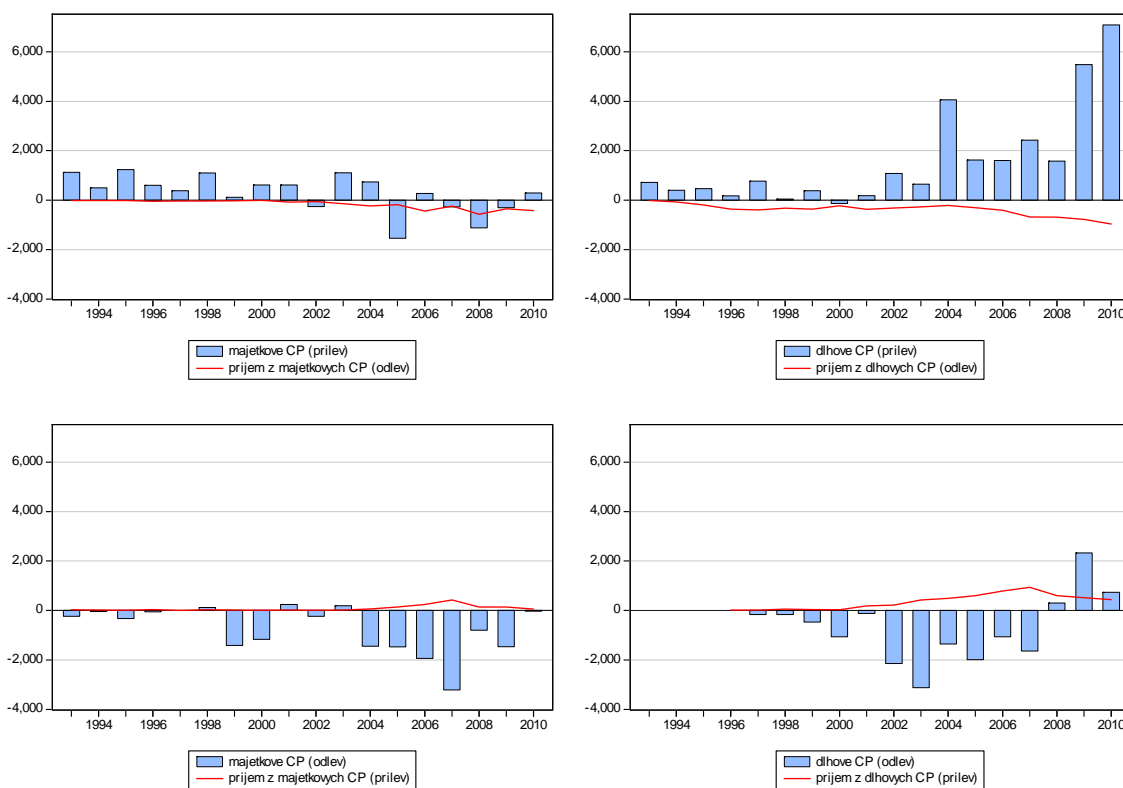


Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

V grafe 4.4 uvádzame prehľad transakcií s majetkovými a dlhovými cennými papiermi a tokov výnosov v Českej republike.

Graf 4.4 Česká republika - transakcie s majetkovými a dlhovými cennými papiermi a toky výnosov (1993-2010)



Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Na základe znázorneného vývoja portfóliových investícií podľa typu cenných papierov (majetkové a dlhové cenné papiere) a pohybu výnosov, súvisiaci s týmito investíciami možno konštatovať, že pri prichádzajúcich investíciách spočiatku investori preferovali majetkové cenné papiere, po roku 2004 sa začali zvyšovať aj investície do dlhových cenných papierov. Tento nárast sa však až tak výrazne neprejavil pri výnosoch. Na strane rezidentských investícií sa viac investícií realizovalo po roku 2000, čomu zodpovedal aj vyšší prílev výnosov z portfóliových investícií. Obdobie 2008-2010 bolo poznamenané zvratom vo vývoji, keď mnohí investori začali sťahovať svoje investície zo zahraničia.

Slovenská republika

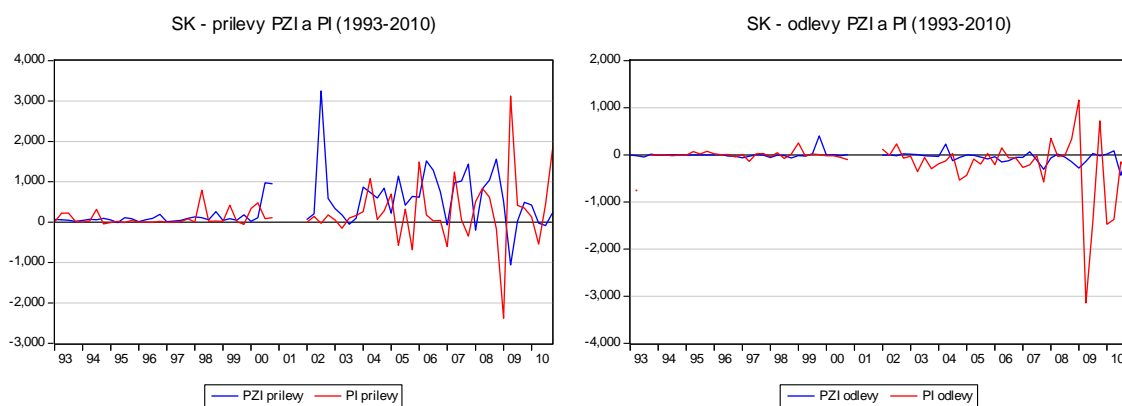
V prípade Slovenskej republiky trval proces liberalizácie pohybu kapitálu dlhšie obdobie ako v Českej republike. Pomalú liberalizáciu dáva napr. Árvai (Árvai, 2005) do súvisu s politickou nestabilitou a pomalou realizáciou ekonomických reforiem, v dôsledku čoho v krajine nebola priaznivá situácia ani pre prílev dlhodobých foriem kapitálu ako sú priamy zahraničné investície.

Aj pre Slovenskú republiku boli viac typické prílevy kapitálu ako odlevy, no v porovnaní s ostatnými krajinami boli toky kapitálu výrazne nižšie, čo možno dať do súvisu aj s pomalou liberalizáciou. V roku 2000 boli odstránené obmedzenia aj pre pohyb strednodobého kapitálu a zároveň bola povolená emisia domácich dlhodobých cenných papierov v zahraničí.

Ako možno vidieť na nasledujúcich dvoch grafoch, v prípade prílevu portfóliových investícií sa toky začali zvyšovať po roku 2004, v prípade odlevu boli toky portfóliových investícií menej významné a k zvýšeniu došlo až v období 2008-2010.

V grafe 4.5 uvádzame prehľad prílevov a odlevov priamych zahraničných investícií a portfóliových investícií v Slovenskej republike.

Graf 4.5 Slovenská republika - prílevy a odlevy priamych zahraničných investícií a portfóliových investícií

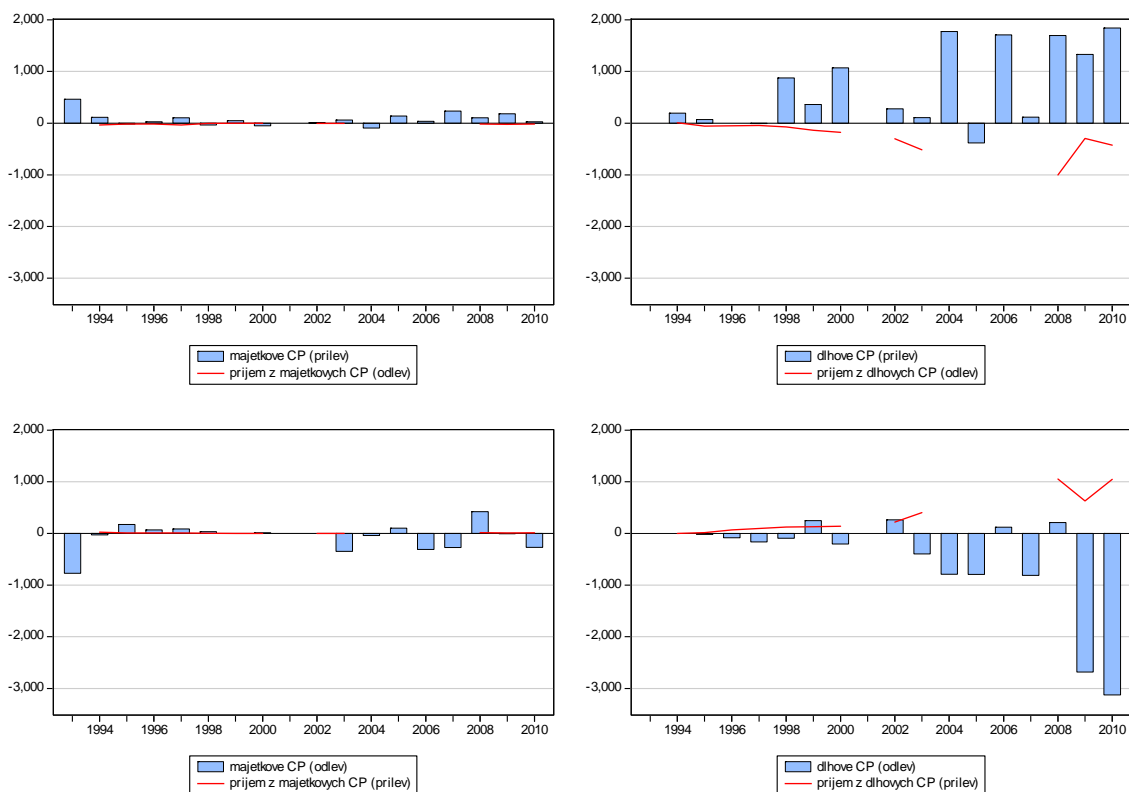


Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

V grafe 4.6 uvádzame prehľad transakcií s majetkovými a dlhovými cennými papiermi a tokov výnosov v Slovenskej republike.

Graf 4.6 Slovenská republika - transakcie s majetkovými a dlhovými cennými papiermi a toky výnosov



Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

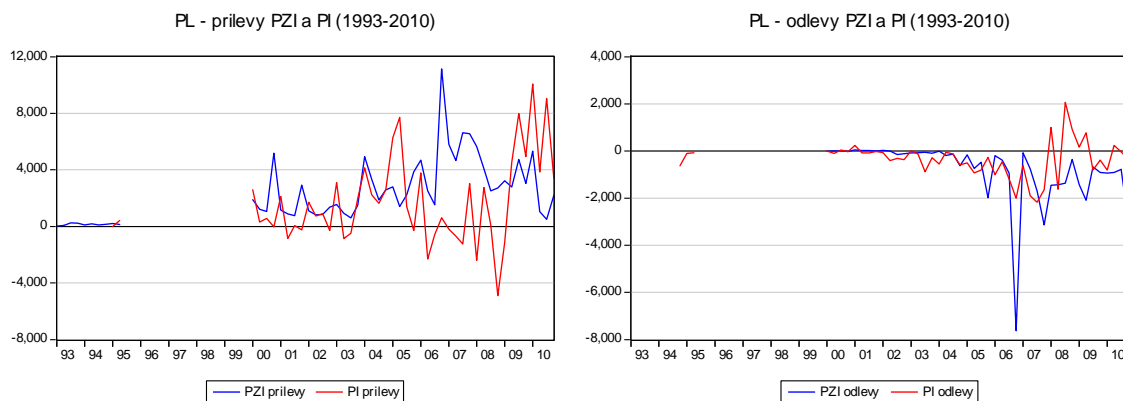
Pri pohľade na štruktúru podľa typu cenných papierov je zrejmé, že prevažovali investície do dlhových cenných papierov, ktoré následne investorom prinášali výnosy. Nakoľko prílevy nerezidentských investícií významne prevyšovali rezidentské investície, s tým súvisel aj vyšší odlev výnosov v porovnaní s ich prílevom.

Poľsko

Rovnako ako Slovenská republika, aj Poľsko zvolilo postupnú liberalizáciu cezhraničného pohybu kapitálu. V prvom kroku boli do roku 1994 uvoľnené prílevy pre priame zahraničné investície a časť portfóliových investícií. S ohľadom na vysoký deficit bežného účtu a úrokový diferenciel odsunulo Poľsko uvoľnenie reštrikcií pre krátkodobé toky až do roku 2002, kedy boli odstránené posledné obmedzenia.

V grafe 4.7 uvádzame prehľad prílevov a odlevov priamych zahraničných investícií a portfóliových investícií v Poľsku.

Graf 4.7 Poľsko - prílevy a odlevy priamych zahraničných investícií a portfóliových investícií

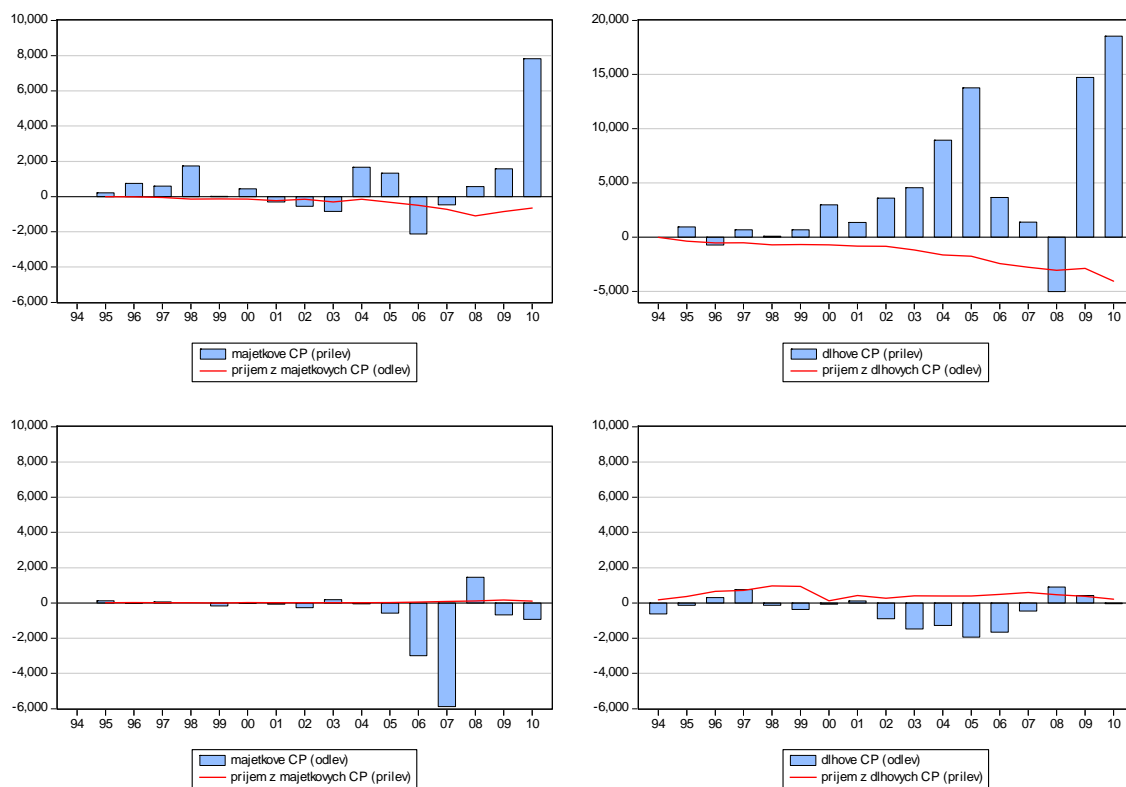


Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

V grafe 4.8 uvádzame prehľad transakcií s majetkovými a dlhovými cennými papiermi a tokov výnosov v Poľsku.

Graf 4.8 Poľsko - transakcie s majetkovými a dlhovými cennými papiermi a toky výnosov



Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

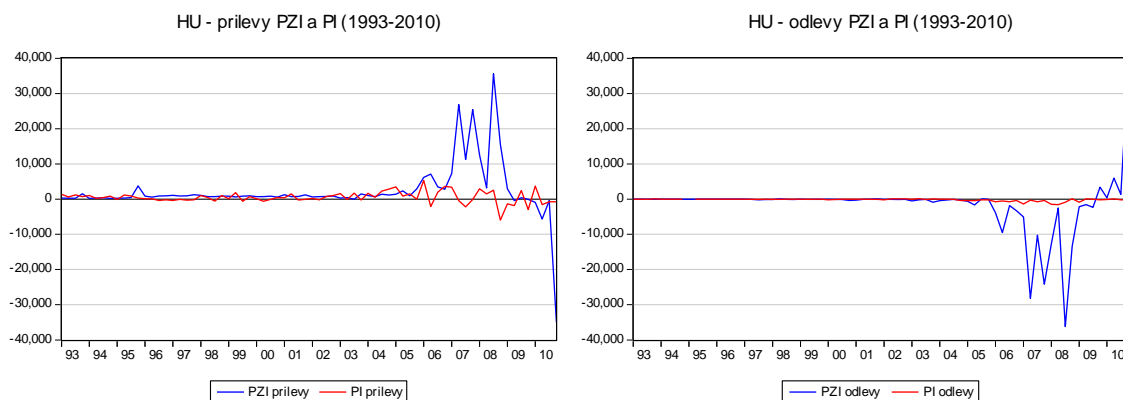
Prílev portfóliových investícií sa začal zvyšovať od roku 2000, na strane rezidentských investícií boli objemy realizovaných transakcií značne nižšie a začali narastať až po roku 2003.

Maďarsko

Maďarsko bolo prvou z 10 analyzovaných krajín, ktoré uvoľnilo obmedzenia pre prílev priamych zahraničných investícií, a to ešte v roku 1989, no aj napriek tomu krajina začiatkom 90. rokov nezaznamenala významné prílevy kapitálu. K uvoľneniu reštrikcií pre pohyb krátkodobých tokov došlo až v druhej polovici 90. rokov, no aj napriek tomu nedosiahli úroveň priamych zahraničných investícií, ktoré boli mnohonásobne vyššie.

V grafe 4.9 uvádzame prehľad prílevov a odlevov priamych zahraničných investícií a portfóliových investícií v Maďarsku.

Graf 4.9 Maďarsko - prílevy a odlevy priamych zahraničných investícií a priamych zahraničných investícií

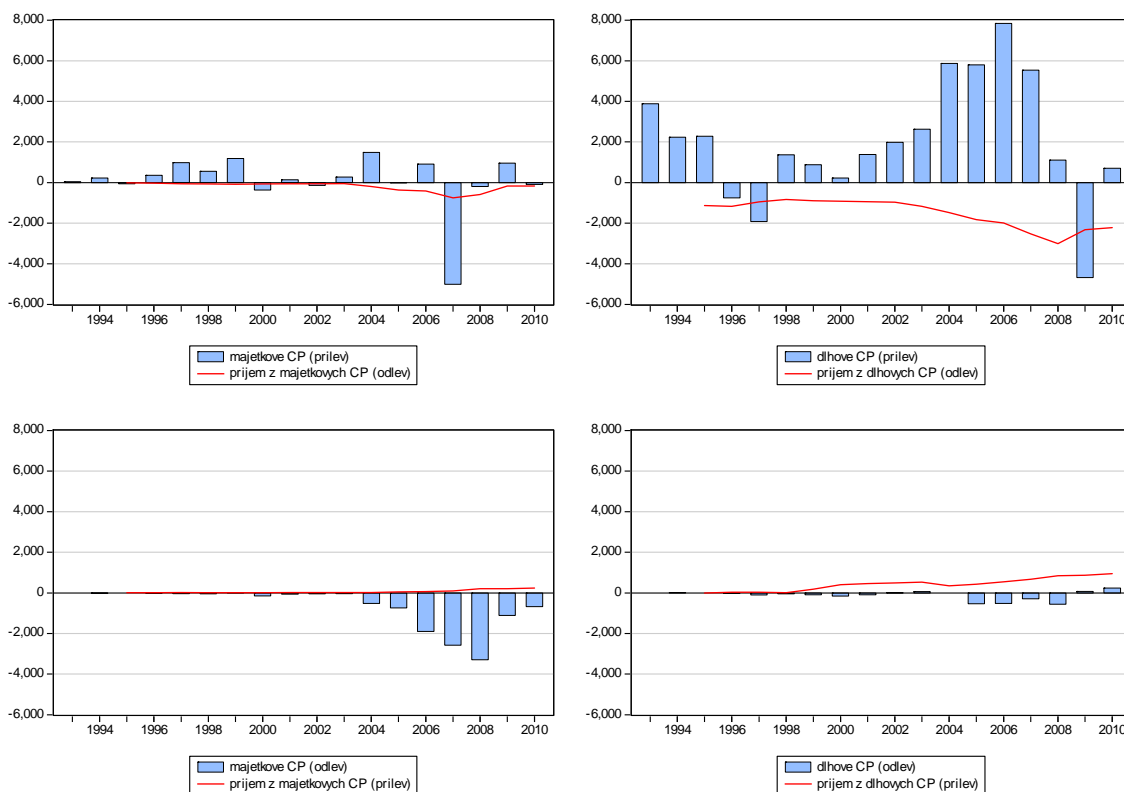


Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

V grafe 4.10 uvádzame prehľad transakcií s majetkovými a dlhovými cennými papiermi a tokov výnosov v Maďarsku.

V členení podľa typu cenných papierov možno konštatovať, že zahraniční investori preferovali v celom období maďarské dlhové cenné papiere, kým maďarskí investori vkladali prostriedky vo väčšej miere do zahraničných akcií. V oboch prípadoch však pri tokoch výnosov prevažovali výnosy spojené s dlhovými cennými papiermi.

Graf 4.10 Maďarsko - transakcie s majetkovými a dlhovými cennými papiermi a toky výnosov

Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

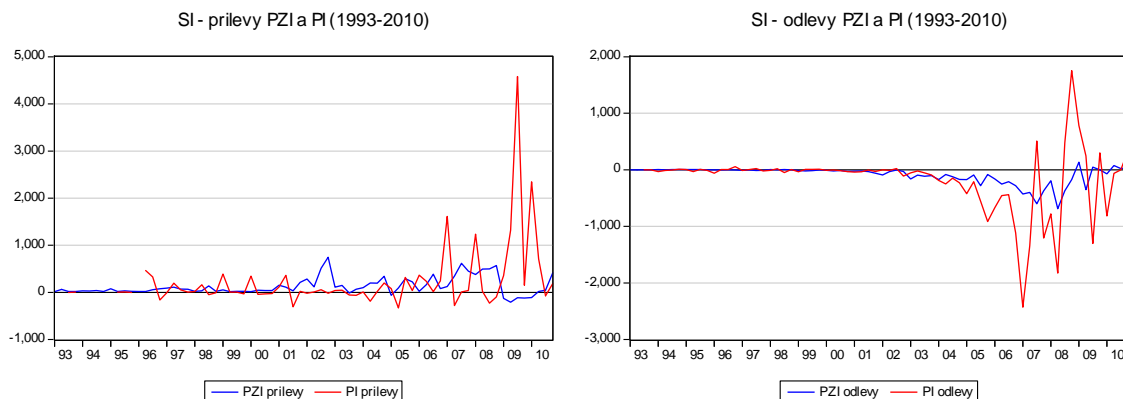
Slovinsko

Slovinsko bolo jednou z krajín, kde sa proces kapitálovej liberalizácie uskutočňoval relatívne pomaly. Zároveň to bola jediná zo sledovaných tranzitívnych ekonomík, ktorá v 90. rokoch (1995-1999) zaviedla kapitálové kontroly. Išlo o opatrenie, ktoré malo obmedziť vysoké prílevy kapitálu zo zahraničia. Dôvodom bol vysoký úrokový diferenciál²⁷, ktorý zvýhodňoval požičiavanie si v zahraničí, čo využívali predovšetkým komerčné banky, ale aj podniky. Nakoľko tento jav bol vnímaný negatívne, centrálna banka zaviedla kontroly, čím sa podarilo znížiť prílev krátkodobého kapitálu zo zahraničia. V období 1999-2000 došlo k postupnému uvoľneniu úverových operácií. Ku koncu sledovaného obdobia, v rokoch 2009-2010 sa toky portfóliových investícií (prílev aj odlev) opäť významne zvýšili. Domáci investori sa začali vo väčšej miere zaujímať o investovanie v zahraničí až po roku 2006.

V grafe 4.11 uvádzame prehľad prílevov a odlevov priamych zahraničných investícií a portfóliových investícií v Slovinsku.

²⁷ Úrokový diferenciál oproti sadzbe LIBOR 15-20% v období 1994-1995 a 10% v období 1995-1999 (Árvai, 2005).

Graf 4.11 Slovinsko - prílevy a odlevy priamych zahraničných investícií a portfóliových investícií

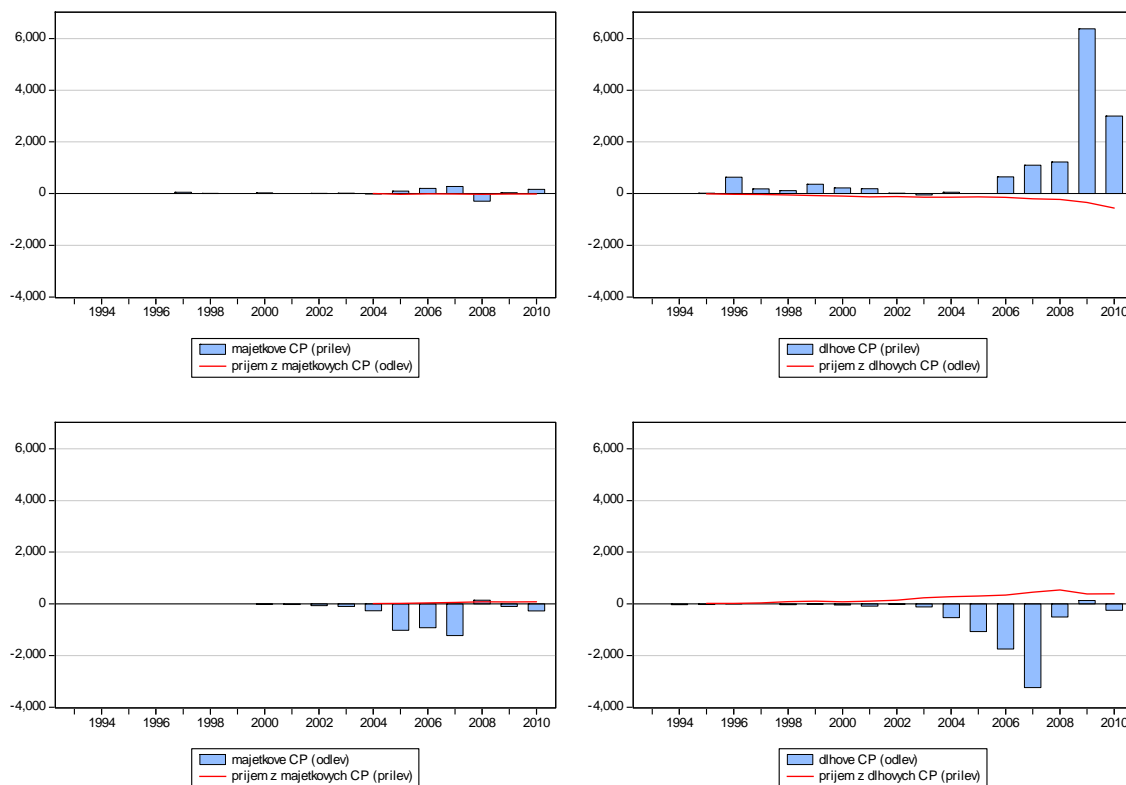


Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Štruktúra tokov sa nijako významne nelíšila od ostatných krajín. Na strane prílevu, zahraniční investori preferovali investície do dlhových cenných papierov, na strane odlevu viac zdrojov smerovalo do dlhových cenných papierov, ale svoje zastúpenie mali aj transakcie s majetkovými cennými papiermi. V oboch prípadoch však prevažovali výnosy z dlhových cenných papierov.

Graf 4.12 Slovinsko - transakcie s majetkovými a dlhovými cennými papiermi a toky výnosov



Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

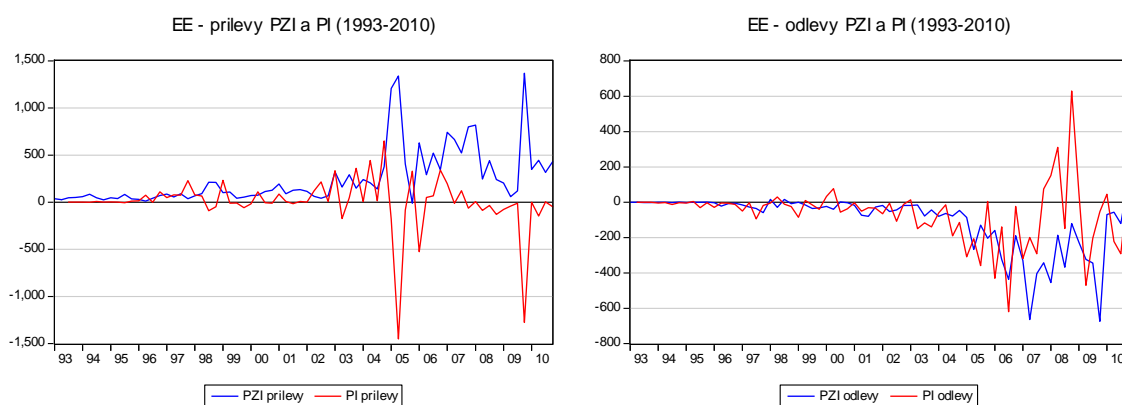
V grafe 4.12 uvádzame prehľad transakcií s majetkovými a dlhovými cennými papiermi a tokov výnosov v Slovinsku.

Estónsko

Estónsko, spolu s Českou republikou, Litvou a Lotyšskom patrili k tzv. „rýchlym liberalizátorom“. Krajina do roku 1994 odstránila takmer všetky kontroly a obmedzenia na kapitálovom účte. V platnosti boli ponechané len reštrikcie pre investície penzijných fondov do nevládných cenných papierov určitých krajín a investície do nehnuteľností v zahraničí. Aj napriek tomu, že krajina odstránila bariéry pre pohyb kapitálu relatívne skoro, cezhraničný pohyb kapitálu nespôsobil žiadne problémy. Toky kapitálu sa aj v prípade Estónska začali významnejšie zvyšovať až v druhej polovici sledovaného obdobia.

V grafe 4.13 uvádzame prehľad prílevov a odlevov priamych zahraničných investícií a portfóliových investícií v Estónsku.

Graf 4.13 Estónsko - prílevy a odlevy priamych zahraničných investícií a portfóliových investícií



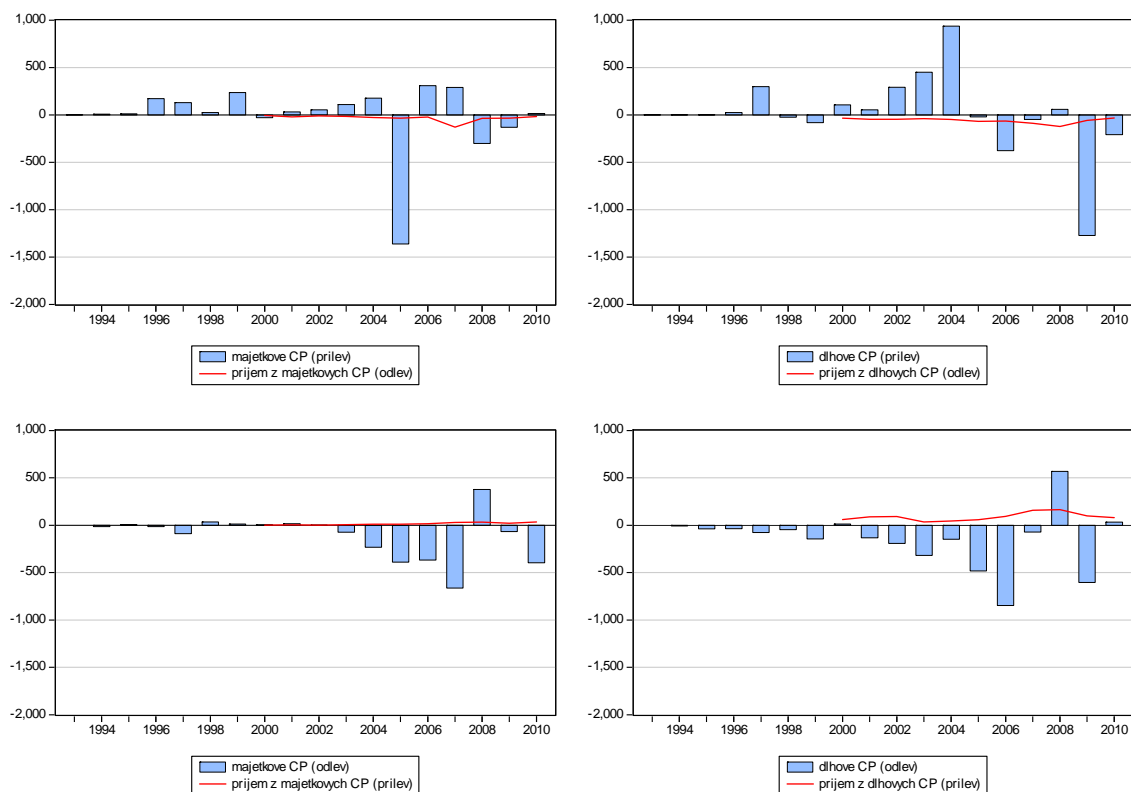
Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

V grafe 4.14 uvádzame prehľad transakcií s majetkovými a dlhovými cennými papiermi a tokov výnosov v Estónsku.

Rovnako ako pri predchádzajúcich krajinách, aj tu boli objemy prichádzajúcich investícií vyššie ako rezidentské investície v zahraničí. Pri pohľade na štruktúru tokov však nemožno hovoriť o výraznej preferencii majetkových alebo dlhových cenných papierov, no v oboch prípadoch prevažovali toky výnosov z dlhových cenných papierov.

Graf 4.14 Estónsko - transakcie s majetkovými a dlhovými cennými papiermi a toky výnosov



Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

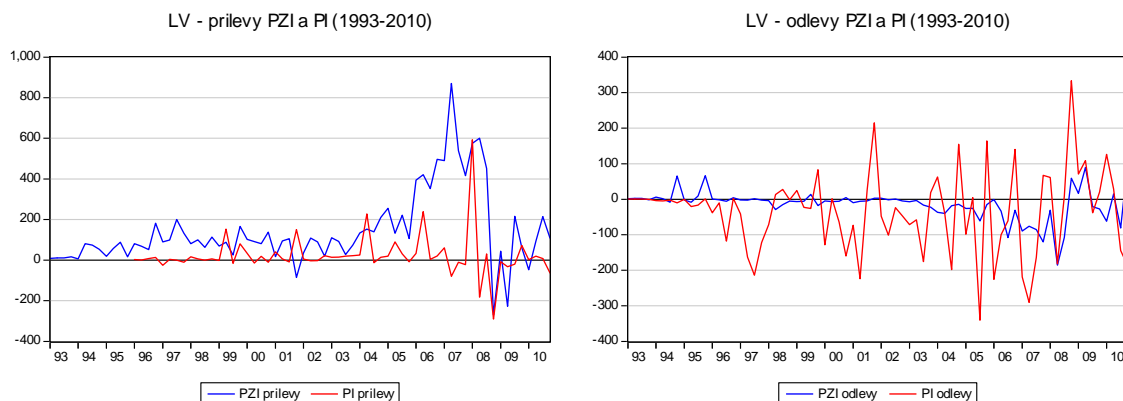
Lotyšsko

Krajina uvoľnila väčšinu reštrikcií pre pohyb priamych zahraničných investícií, portfóliových investícií a úverové transakcie v období 1994-1995, no ponechala v platnosti obmedzenia pre penzijné fondy a investície do zahraničných nehnuteľností.

Kým toky portfóliových investícií do krajiny sa zvyšovali postupne a výraznejšia zmena bola zaznamenaná len v súvislosti s finančnou krízou, v prípade rezidentských portfóliových investícií bol ich vývoj oveľa viac volatilný. Lotyšskí investori realizovali investície už v priebehu 90. rokov, aj keď v porovnaní s Maďarskom, Poľskom, či Českou republikou šlo o porovnateľne nižšie objemy.

V grafe 4.15 uvádzame prehľad prílevov a odlevov priamych zahraničných investícií a portfóliových investícií v Lotyšsku.

Graf 4.15 Lotyšsko - prílevy a odlevy priamych zahraničných investícií a portfóliových investícií

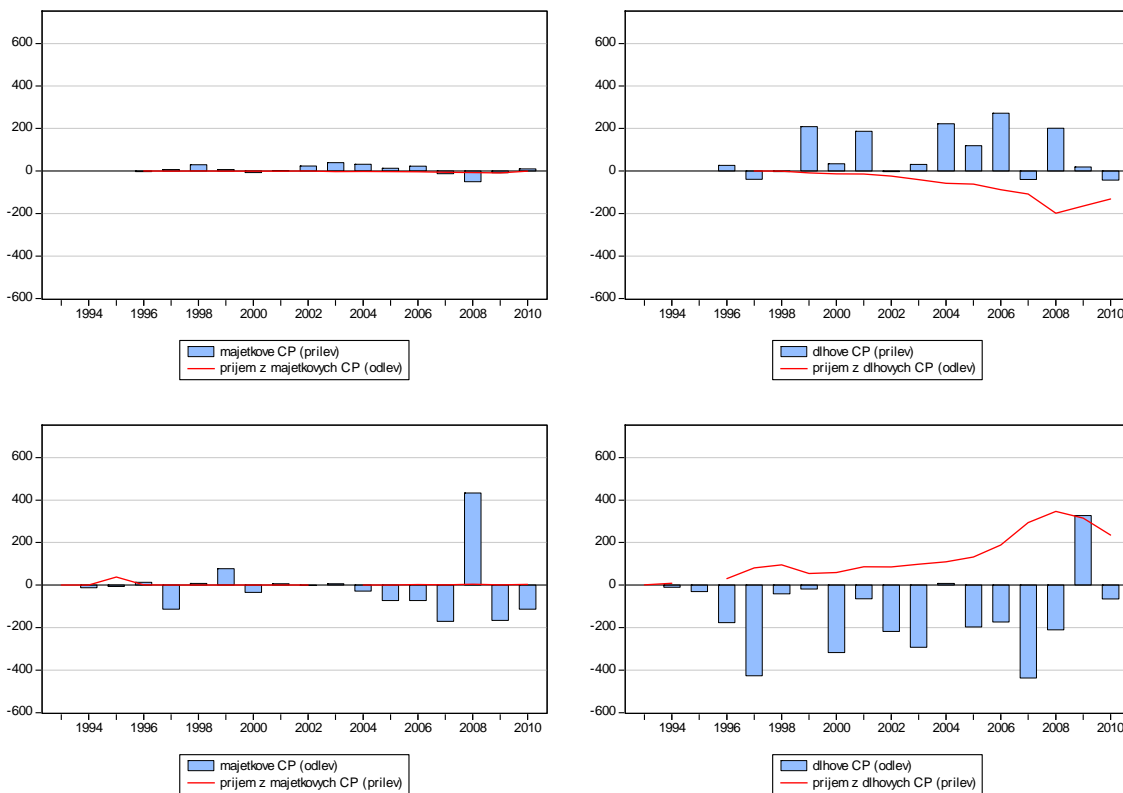


Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

V grafe 4.16 uvádzame prehľad transakcií s majetkovými a dlhovými cennými papiermi a tokov výnosov v Lotyšsku.

Graf 4.16 Lotyšsko - transakcie s majetkovými a dlhovými cennými papiermi a toky výnosov



Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Z hľadiska štruktúry bola aj v tejto krajine výrazná preferencia pre dlhové cenné papiere, s čím súviseli aj vyššie toky výnosov z dlhových cenných papierov do krajiny aj z krajiny.

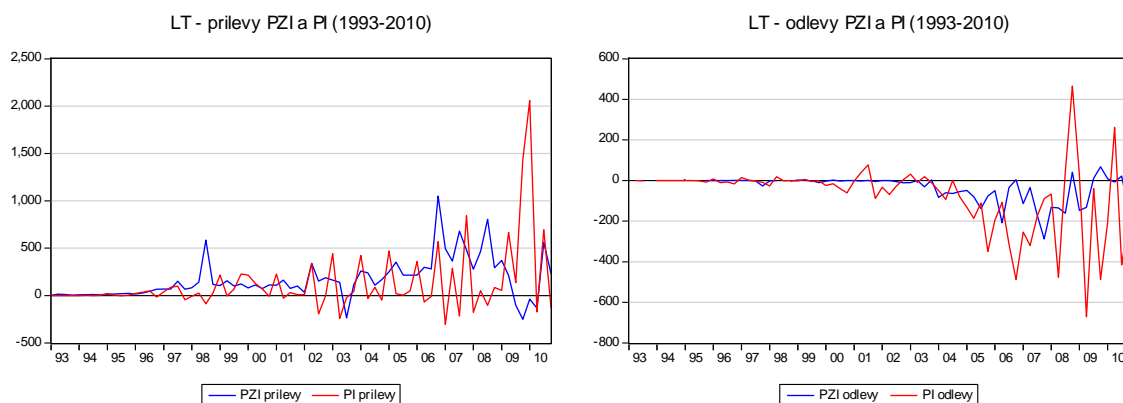
Litva

Krajina uvoľnila väčšinu reštrikcií pre pohyb priamych zahraničných investícií, portfóliových investícií a úverové transakcie v období 1994-1995, no ponechala v platnosti obmedzenia pre penzijné fondy a investície do zahraničných nehnuteľností.

Aj napriek liberalizovaným tokom sa prílevy zahraničného kapitálu zvyšovali len veľmi mierne, pričom pre vývoj boli typické časté zvraty. Najvyšší obrat vo vývoji (prudký nárast a následný prepád) bol zaznamenaný v období rokov 2009-2010. V prípade rezidentských investícií v zahraničí možno pozorovať postupné zvyšovanie, najvýraznejšie až po roku 2004.

V grafe 4.17 uvádzame prehľad prílevov a odlevov priamych zahraničných investícií a portfóliových investícií v Litve.

Graf 4.17 Litva - prílevy a odlevy priamych zahraničných investícií a portfóliových investícií



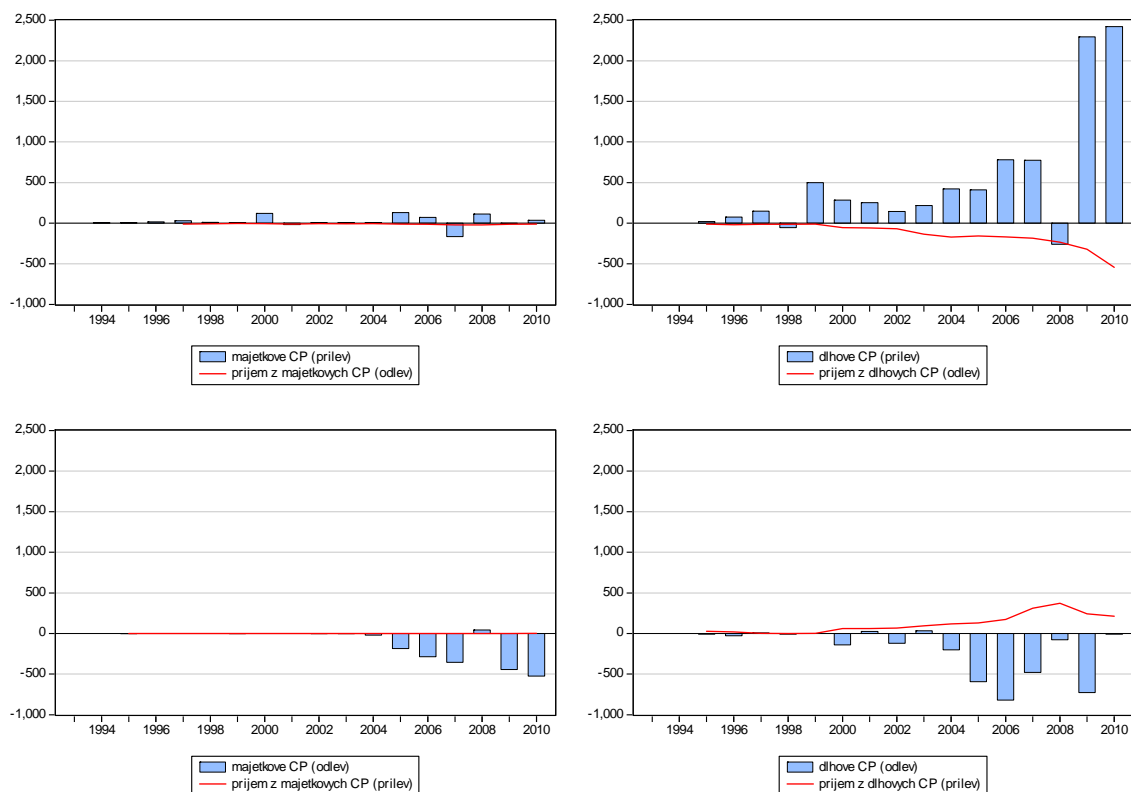
Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

V grafe 4.18 uvádzame prehľad transakcií s majetkovými a dlhovými cennými papiermi a tokov výnosov v Litve.

Aj v tomto prípade prevažovali portfóliové investície do dlhových cenných papierov, aj keď na strane rezidentských investícií boli zastúpené aj transakcie s majetkovými cennými papiermi. V oboch prípadoch však boli významnejšie výnosy plynúce z dlhových cenných papierov.

Graf 4.18 Litva - transakcie s majetkovými a dlhovými cennými papiermi a toky výnosov



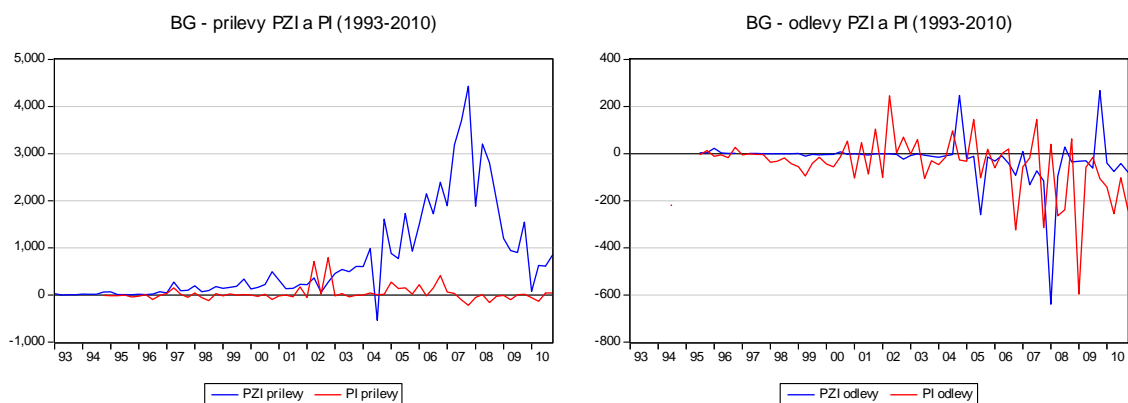
Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Bulharsko

V grafe 4.19 uvádzame prehľad prílevov a odlevov priamych zahraničných investícií a portfóliových investícií v Bulharsku.

Graf 4.19 Bulharsko - prílevy a odlevy priamych zahraničných investícií a portfóliových investícií



Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

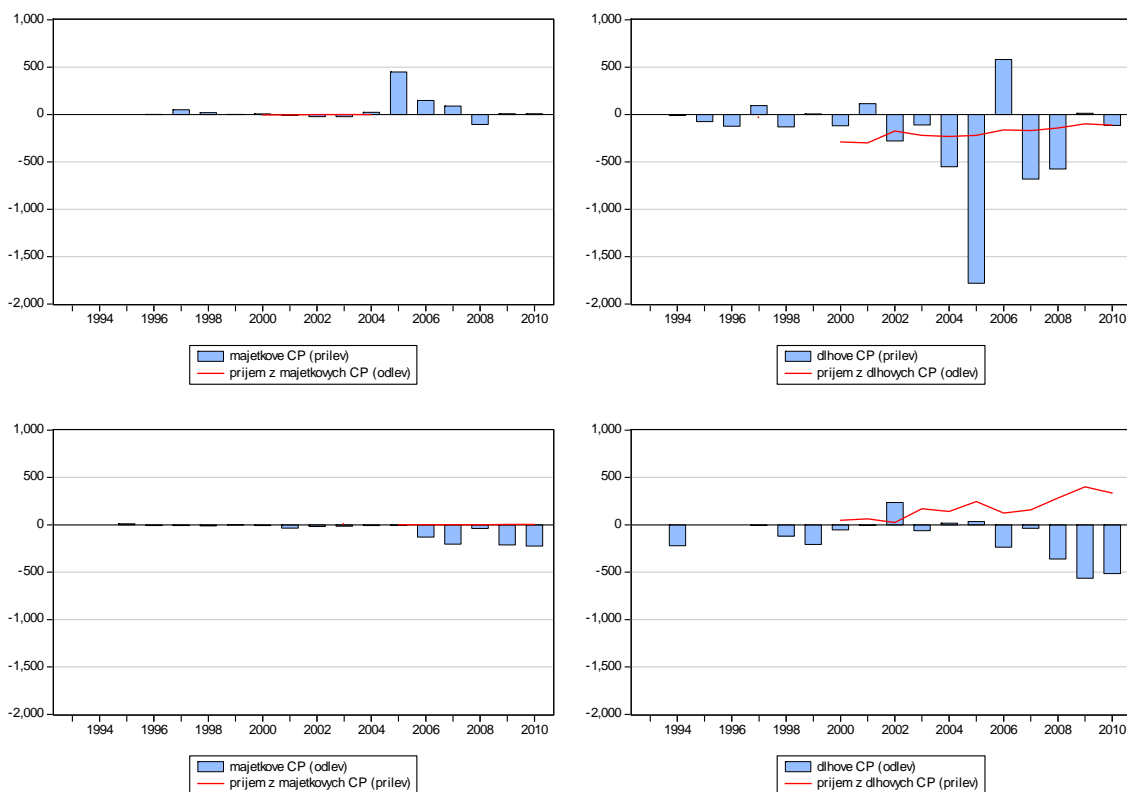
Bulharsko možno zaradiť ku krajinám, ktoré zaznamenali nižšie objemy cezhraničných tokov. Rovnako, ako v predchádzajúcich prípadoch, aj v prípade Bulharska dochádzalo k čistému prílevu kapitálu. Viac ako polovica tokov portfóliových investícií súvisela s pôžičkami, poskytnutými zahraničnými komerčnými bankami domácemu bankovému sektoru. Významnú časť prichádzajúcich zdrojov tvorili aj prostriedky poskytnuté medzinárodnými finančnými inštitúciami.

Odlev zdrojov z krajiny v podobe investícií bol relatívne nízky, čo súviselo s existujúcimi reštrikciami pre kapitálové transakcie. Toky vo väčšine prípadov smerovali do krajín s priaznivejším daňovým systémom.

Z hľadiska rozdelenia portfóliových investícií na investície do majetkových a dlhových cenných papierov, je aj v tejto krajine zjavná preferencia dlhových cenných papierov, aj keď od roku 2005 sa začali zvyšovať aj rezidentské investície do majetkových cenných papierov. V oboch prípadoch však prevažovali toky výnosov z dlhových cenných papierov. V prípade odchádzajúcich portfóliových investícií dosiahol prílev výnosov v období 2008-2010 takmer rovnakú hodnotu ako realizované investície.

V grafe 4.20 uvádzame prehľad transakcií s majetkovými a dlhovými cennými papiermi a tokov výnosov v Bulharsku.

Graf 4.20 Bulharsko - transakcie s majetkovými a dlhovými cennými papiermi a toky výnosov



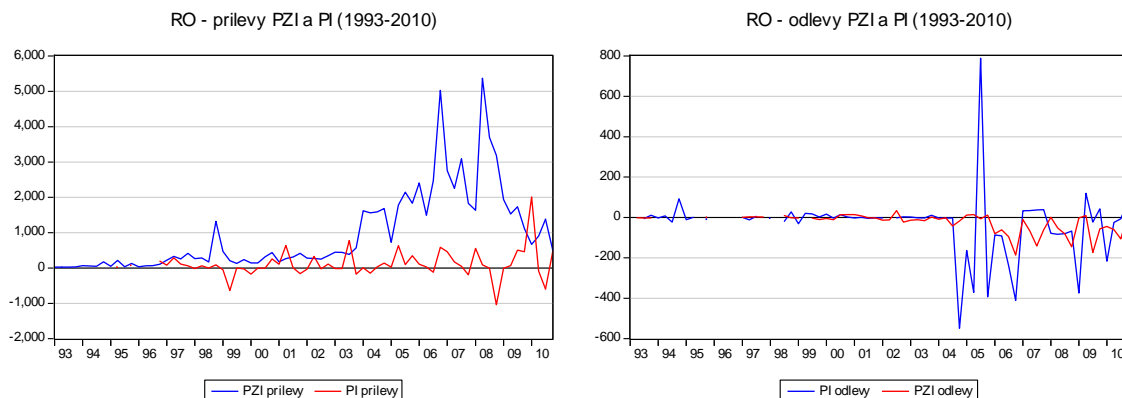
Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Rumunsko

V grafe 4.21 uvádzame prehľad prílevov a odlevov priamych zahraničných investícií a portfóliových investícií v Rumunsku.

Graf 4.21 Rumunsko - prílevy a odlevy priamych zahraničných investícií a portfóliových investícií



Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

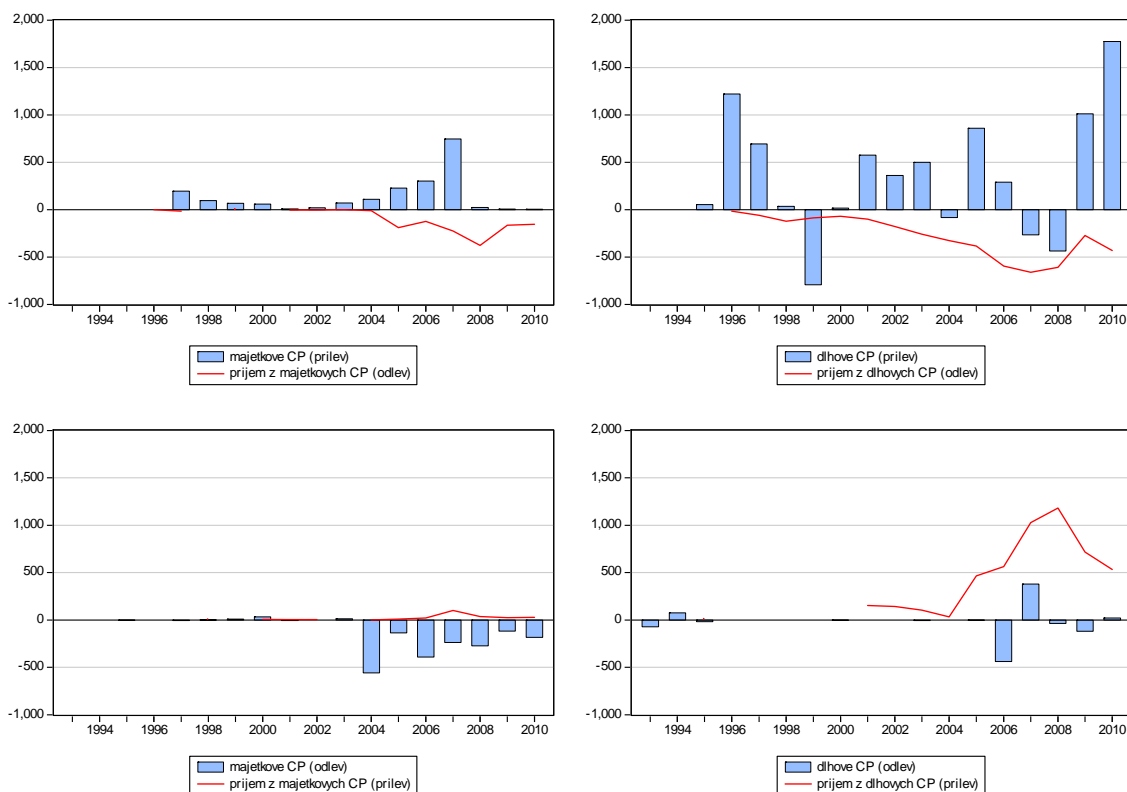
Proces liberalizácie kapitálu začal v Rumunsku ešte v roku 1991 prijatím zákona o zahraničných investíciách. Postupne boli odstraňované najprv reštrikcie v prípade prílevu, až potom obmedzenia pre odlev, najprv investície dlhodobého a strednodobého charakteru pred krátkodobými investíciami. Prílev strednodobého a dlhodobého zahraničného kapitálu bol povolený od roku 1999. V období 2003-2004 boli postupne odstraňované aj prekážky pre kapitálové transakcie s vysokým vplyvom na reálnu ekonomiku.

Rovnako ako Bulharsko, aj Rumunsko zaznamenávalo v priebehu sledovaného obdobia čisté prílevy portfóliových investícií.

Z hľadiska rozdelenia transakcií podľa typov cenných papierov prevažovali v prípade prílevu portfóliových investícií predovšetkým investície do dlhových cenných papierov, kým na strane rezidentských investícií bola viac výrazná preferencia majetkových cenných papierov. Zvláštnosťou je však relatívne vysoký prílev výnosov z dlhových cenných papierov, ktorý niekoľko násobne prevyšoval objem rumunských investícií realizovaných v zahraničí.

V grafe 4.22 uvádzame prehľad transakcií s majetkovými a dlhovými cennými papiermi a tokov výnosov v Rumunsku.

Graf 4.22 Rumunsko - transakcie s majetkovými a dlhovými cennými papiermi a toky výnosov



Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Ako možno vidieť na grafoch sledujúcich vývoj tokov priamych zahraničných investícií aj portfóliových investícií a tokov výnosov spojených s realizovanými portfóliovými investíciami pre jednotlivé krajiny, tieto ekonomiky zaznamenali vyššie objemy transakcií až po roku 2000. Aj keď niektoré z nich liberalizovali pohyb veľkej časti kapitálových tokov ešte v prvej polovici 90. rokov, objemy realizovaných investícií neboli veľmi významné. Vo všetkých krajinách zároveň dochádzalo aj k dosť častým obratom vo vývoji. Najviac viditeľné to bolo v období po roku 2007, čo možno vysvetliť neistotou a opatrnosťou investorov v súvislosti so svetovou finančnou krízou.

Vývoj portfóliových investícií podľa geografickej štruktúry - prílevy

Pri porovnávaní vybraných krajín sa možno pozrieť aj na geografické rozčlenenie, teda rozdelenie podľa toho, z ktorých krajín portfóliové investície prichádzali, respektíve do ktorých krajín smerovali investície zo sledovaných krajín. Tabuľky sú spracované na základe databázy Medzinárodného menového fondu CPIS, ktorá pokrýva údaje od roku 2001 pre väčšinu krajín sveta. Pre jednotlivé analyzované krajiny boli sledované prílevy portfóliových investícií zo zahraničia (pasíva) a odlevy portfóliových investícií do zahraničia (aktíva), v období rokov 2001- 2009, pričom boli osobitne sledované kategórie majetkových a

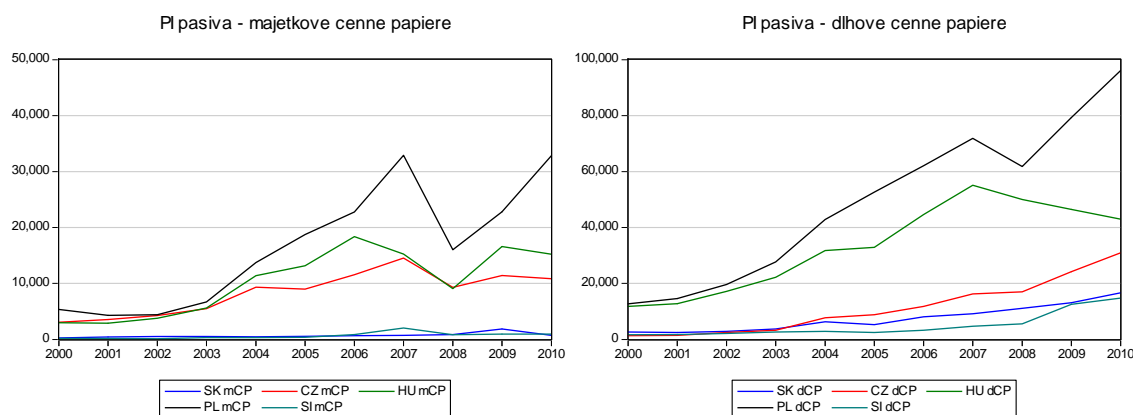
dlhových cenných papierov. Toto obdobie bolo zvolené z dôvodu malých objemov kapitálových tokov v 90. rokoch.

Ako možno vidieť na prvých dvoch grafoch, najvýznamnejšie objemy zdrojov prišli do Poľska, Maďarska a Českej republiky. Ďalšie dve krajiny (Slovenská republika a Slovinsko) zaznamenali len nižšie objemy prichádzajúcich krátkodobého kapitálu. Vo všeobecnosti však možno pri obidvoch kategóriách cenných papierov pozorovať rastúci trend, ktorý pretrvával až do obdobia rokov 2007-2008, čo možno dať do súvisu so svetovou finančnou krízou. Najvýznamnejší bol tento prepád viditeľný v Poľsku, kde investície do majetkových cenných papierov poklesli medziročne v roku 2008 takmer o polovicu (z približne 33 mil. USD na 16 mil. USD) alebo tiež v Maďarsku (pokles z 18 mil. USD v roku 2006 na 9 mil. USD v roku 2008). Podobný trend bol v rovnakom období zaznamenaný aj v ostatných analyzovaných krajinách, no v menšej miere.

Pri položke dlhových investícií sa vplyv svetovej finančnej krízy až tak výrazne neprejavil, k výraznejšiemu poklesu došlo len v prípade Poľska a Maďarska. V ostatných krajinách sa objemy investícií do dlhových cenných papierov zvyšovali.

V grafe 4.23 uvádzame prehľad prílevov majetkových a dlhových portfóliových investícií v Českej republike, Maďarsku, Poľsku, Slovenskej republike a Slovinsku.

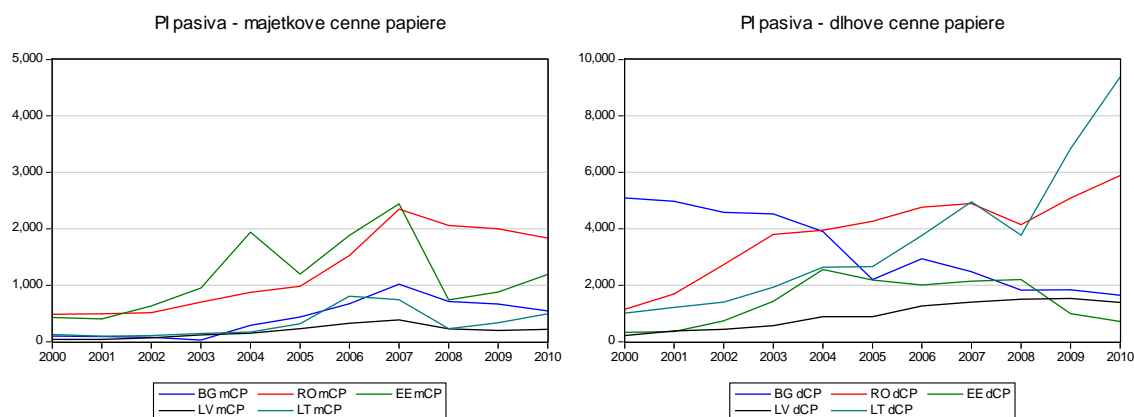
Graf 4.23 Prílevy portfóliových investícií - majetkové a dlhové cenné papiere



Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Ďalšie dva grafy znázorňujú vývoj v Bulharsku a Rumunsku a v pobaltských krajinách. Najväčšie objemy investícií do majetkových cenných papierov smerovali do estónskych a rumunských cenných papierov, najmenej prostriedkov vo forme portfóliových investícií prišlo do Litvy a Lotyšska. Objemy realizovaných portfóliových investícií mali rastúci trend až po obdobie rokov 2007-2008, kedy došlo k poklesu vo všetkých krajinách. Najvýraznejšie sa to prejavilo v Estónsku, kde bol v roku 2008 zaznamenaný medziročný prepád o približne 3 mld. USD na 1 mil. USD. Vývoj v tejto krajine bol celkovo najviac volatilný.

Graf 4.24 Prílevy portfóliových investícií - majetkové a dlhové cenné papiere

Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

V prípade dlhových cenných papierov pobaltské krajiny a Rumunsko vykazovali postupné zvyšovanie objemov, v Bulharsku sa v priebehu sledovaného obdobia objemy realizovaných investícií postupne znižovali. Najvyššie objemy transakcií smerovali do dlhových cenných papierov Litvy a Rumunska, ktoré zaznamenali rast aj po roku 2008 (v Litve z 3,7 mld. USD v roku 2008 na 9,3 mld. USD v roku 2010), na rozdiel od ostatných krajín, kde bol zaznamenaný pokles.

V grafe 4.24 uvádzame prehľad prílevov a odlevov majetkových a dlhových portfóliových investícií v Bulharsku, Estónsku, Litve, Lotyšsku a Rumunsku.

V ďalšej časti je uvedené porovnanie krajín - „hlavných“ portfóliových investorov pre sledované krajiny V4, Slovinsko, Bulharsko, Rumunsko a pobaltské krajiny v rokoch 2001, 2005 a 2009. Pre všetky krajiny je v prvom riadku uvedený celkový objem prijatých portfóliových investícií v oboch kategóriách cenných papierov (majetkové aj dlhové cenné papiere). V ďalších riadkoch sú uvedené percentuálne podiely najvýznamnejších investorov podľa ich zastúpenia v jednotlivých analyzovaných krajinách. Krajiny sú rozdelené do troch skupín - 1. krajiny V4 a Slovinsko, 2. Bulharsko a Rumunsko a 3. pobaltské krajiny. Toto rozdelenie bolo zvolené s ohľadom na podobné znaky vo vývoji kapitálových tokov.

Pri porovnaní krajín V4 a Slovinska, možno vidieť, že významne vyššie objemy investícií smerovali do dlhových cenných papierov, pričom je zrejmý už spomínaný rastúci trend. Zo sledovaných krajín najmenej investičných zdrojov smerovalo do Slovenskej republiky a do Slovinska. Vo väčšine prípadov vidíme, že okrem rastúceho trendu, zmeny nastávali predovšetkým aj v percentuálnom zastúpení jednotlivých krajín. V prípade krajín V4 ako príjemcov portfóliových investícií, prevažovali predovšetkým Luxembursko, USA, Nemecko, Rakúsko, Veľká Británia, Francúzsko a Írsko; teda rozvinuté západoeurópske krajiny. Tento vývoj bolo možné pozorovať pri transakciách s majetkovými aj dlhovými cennými papiermi.

V tabuľke 4.9 uvádzame prehľad prílevov portfóliových investícií v krajinách V4 a Slovinsku.

Tabuľka 4.9 Krajiny V4 a Slovinsko - prílevy portfóliových investícií

Slovenská republika	2001	2005	2009
Majetkové CP	(401 mil. USD) 1. Luxembursko 62% 2. Česká republika 24%	(538 mil. USD) 1. Česká republika 50% 2. Rakúsko 39% 3. Taliansko 4%	(1860 mil. USD) 1. Taliansko 43% 2. Česká republika 40% 3. Slovinsko 4%
Dlhové CP	(2 477 mil. USD) 1. Nemecko 33% 2. Rakúsko 16% 3. Veľká Británia 11% 4. Luxembursko 8%	(5 249 mil. USD) 1. Nemecko 33% 2. Luxembursko 19% 3. Rakúsko 16% 4. USA 8%	(13 069 mil. USD) 1. Nemecko 35% 2. Rakúsko 25% 3. Belgicko 7% 4. Francúzsko 6%
Česká republika	2001	2005	2009
Majetkové CP	(3 550 mil. USD) 1. USA 33% 2. Luxembursko 24% 3. Veľká Británia 7% 4. Írsko 6%	(8 968 mil. USD) 1. Luxembursko 31% 2. USA 25% 3. Veľká Británia 9% 4. Írsko 6%	(11 411 mil. USD) 1. USA 46% 2. Luxembursko 13% 3. Írsko 4% 4. Nórsko 3%
Dlhové CP	(1 423 mil. USD) 1. Nemecko 33% 2. Luxembursko 13% 3. Írsko 12% 4. Rakúsko 10%	(8 838 mil. USD) 1. Nemecko 24% 2. Luxembursko 19% 3. Veľká Británia 16% 4. Rakúsko 12%	(24 164 mil. USD) 1. Nemecko 23% 2. Rakúsko 16% 3. Luxembursko 12% 4. Holandsko 9%
Maďarsko	2001	2005	2009
Majetkové CP	(2 906 mil. USD) 1. USA 42% 2. Luxembursko 19% 3. Veľká Británia 10% 4. Nemecko 4%	(13 157 mil. USD) 1. USA 31% 2. Luxembursko 26% 3. Veľká Británia 10% 4. Írsko 4%	(16 599 mil. USD) 1. USA 38% 2. Luxembursko 15% 3. Francúzsko 8% 4. Holandsko 7%
Dlhové CP	(12 786 mil. USD) 1. Nemecko 37% 2. Veľká Británia 19% 3. Luxembursko 9% 4. Japan 9%	(32 911 mil. USD) 1. Nemecko 29% 2. Luxembursko 25% 3. Rakúsko 15% 4. Írsko 7%	(46 506 mil. USD) 1. Nemecko 27% 2. Luxembursko 16% 3. Rakúsko 15% 4. Írsko 8%
Poľsko	2001	2005	2009
Majetkové CP	(4 301 mil. USD) 1. USA 35% 2. Luxembursko 29% 3. Veľká Británia 10% 4. Taliansko 3%	(18 739 mil. USD) 1. Luxembursko 30% 2. USA 29% 3. Veľká Británia 8% 4. Írsko 4%	(22 788 mil. USD) 1. USA 24% 2. Luxembursko 11% 3. Nemecko 10% 4. Francúzsko 9%
Dlhové CP	(14 594 mil. USD) 1. USA 28% 2. Nemecko 24% 3. Luxembursko 16% 4. Holandsko 6%	(52 644 mil. USD) 1. Nemecko 17% 2. Luxembursko 17% 3. Veľká Británia 13% 4. Rakúsko 9%	(79 311 mil. USD) 1. Nemecko 17% 2. USA 13% 3. Írsko 13% 4. Rakúsko 10%

Slovinsko	2001	2005	2009
Majetkové CP	(172 mil. USD) 1. Veľká Británia 71% 2. Taliansko 10% 3. Luxembursko 8% 4. Guernsey 5%	(362 mil. USD) 1. USA 32% 2. Luxembursko 29% 3. Rakúsko 8% 3. Guernsey 5%	(927 mil. USD) 1. Luxembursko 15% 2. USA 43% 2. Švédsko 12% 3. Rakúsko 8%
Dlhové CP	(1 720 mil. USD) 1. Nemecko 41% 2. Rakúsko 20% 3. Francúzsko 12% 4. Luxembursko 10%	(2 467 mil. USD) 1. Nemecko 30% 2. Luxembursko 24% 3. Rakúsko 21% 4. Francúzsko 10%	(12 549 mil. USD) 1. Nemecko 19% 2. Rakúsko 17% 3. Belgicko 17% 4. Francúzsko 12%

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - Coordinated Portfolio Investment Survey (november 2011).

V prípade Bulharska a Rumunska možno pozorovať jednak významne nižšie celkové objemy prichádzajúcich portfóliových investícií (v porovnaní s ČR, Maďarskom alebo Poľskom), ale aj mierne odlišné zastúpenie investorských krajín. Rovnako sú zastúpené USA, Luxembursko, Veľká Británia a Rakúsko. Významné zastúpenie na prichádzajúcich portfóliových investícií majú v Rumunsku a Bulharsku však aj Grécko či Taliansko. V prípade Grécka to možno pravdepodobne vysvetliť geografickou blízkosťou týchto troch krajín. Zaujímavé je tiež aj pomerne vysoké percentuálne zastúpenie ostrovov Guernsey a Jersey, patriacim k daňovými rajom (tzv. offshore tax haven). Rovnako ako aj v prvej tabuľke pre krajiny V4, aj tu je viditeľne vyšší podiel investícií do dlhových cenných papierov v porovnaní s majetkovými cennými papiermi.

Tabuľka 4.10 Bulharsko a Rumunsko - prílevy portfóliových investícií

Bulharsko	2001	2005	2009
Majetkové CP	(95 mil. USD) 1. Veľká Británia 49% 2. Luxembursko 47% 3. Jersey 3% 4. Guernsey 2%	(440 mil. USD) 1. USA 24% 2. Grécko 23% 3. Rakúsko 21% 4. Estónsko 14%	(668 mil. USD) 1. Grécko 56% 2. Guernsey 19% 3. USA 11% 4. Maďarsko 3%
Dlhové CP	(4 978 mil. USD) 1. USA 56% 2. Taliansko 8% 3. Luxembursko 8% 4. Holandsko 7%	(2 207 mil. USD) 1. Nemecko 18% 2. Grécko 16% 3. USA 15% 4. Luxembursko 15%	(1 840 mil. USD) 1. Rakúsko 27% 2. Nemecko 23% 3. Grécko 19% 4. Luxembursko 10%
Rumunsko	2001	2005	2009
Majetkové CP	(495 mil. USD) 1. Jersey 42% 2. Guernsey 21% 3. Luxembursko 19% 4. Grécko 9%	(984 mil. USD) 1. USA 30% 2. Luxembursko 26% 3. Rakúsko 11% 4. Švédsko 8%	(1 998 mil. USD) 1. Grécko 47% 2. USA 11% 3. Luxembursko 9% 4. Jersey 9%
Dlhové CP	(1 693 mil. USD) 1. Taliansko 44% 2. Nemecko 27% 3. Grécko 10% 4. Holandsko 5%	(4 267 mil. USD) 1. Luxembursko 23% 2. Nemecko 19% 3. Rakúsko 17% 4. Grécko 15%	(5 085 mil. USD) 1. Rakúsko 14% 2. Nemecko 9% 3. Grécko 7% 4. Luxembursko 5%

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - Coordinated Portfolio Investment Survey (november 2011).

V tabuľke 4.10 uvádzame prehľad prílevov portfóliových investícií v Bulharsku a Rumunsku.

Tabuľka 4.11 Pobaltské krajiny - prílevy portfóliových investícií

Estónsko	2001	2005	2009
Majetkové CP	(403 mil. USD) 1. Luxembursko 37% 2. USA 25% 3. Guernsey 12% 4. Švédsko 11%	(1 196 mil. USD) 1. Luxembursko 38% 2. USA 6% 3. Dánsko 3% 4. Nórsko 2%	(878 mil. USD) 1. Fínsko 25% 2. Luxembursko 27% 3. USA 13% 4. Lotyšsko 12%
Dlhové CP	(361 mil. USD) 1. Veľká Británia 42% 2. Taliansko 13% 3. Rakúsko 12% 4. Nemecko 10%	(2 185 mil. USD) 1. Rakúsko 12% 2. Luxembursko 8% 3. Fínsko 7% 4. Holandsko 5%	(995 mil. USD) 1. Švédsko 46% 2. Rakúsko 10% 3. Fínsko 7% 4. Ruská federácia 6%
Litva	2001	2005	2009
Majetkové CP	(96 mil. USD) 1. Luxembursko 33% 2. Guernsey 21% 3. Estónsko 18% 4. Švédsko %	(320 mil. USD) 1. Luxembursko 32% 2. Estónsko 7% 3. Dánsko 4% 4. USA 3%	(335 mil. USD) 1. Nemecko 46% 2. Luxembursko 17% 3. Švédsko 9% 4. Fínsko 8%
Dlhové CP	(1 217 mil. USD) 1. Nemecko 47% 2. Veľká Británia 11% 3. Taliansko 15% 4. Luxembursko 6%	(2 662 mil. USD) 1. Rakúsko 12% 2. Luxembursko 25% 3. Holandsko 9% 4. Francúzsko 4%	(6 841 mil. USD) 1. Nemecko 31% 2. USA 13% 3. Luxembursko 12% 4. Rakúsko 9%
Lotyšsko	2001	2005	2009
Majetkové CP	(42 mil. USD) 1. Luxembursko 56% 2. Veľká Británia 48% 3. Dánsko 26% 4. Estónsko 7%	(233 mil. US) 1. Fínsko 31% 2. Švédsko 27% 3. Luxembursko 19% 4. Estónsko 14%	(202 mil. USD) 1. Nemecko 29% 2. Nórsko 44% 3. Guernsey 11% 4. Fínsko 5%
Dlhové CP	(386 mil. USD) 1. Nemecko 54% 2. Veľká Británia 29% 3. Luxembursko 5% 4. Holandsko 3%	(885 mil. USD) 1. Nemecko 58% 2. Rakúsko 11% 3. Estónsko 8% 4. Francúzsko 7%	(1 539 mil. USD) 1. Nemecko 51% 2. Švédsko 15% 3. Rakúsko 14% 4. Taliansko 5%

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - Coordinated Portfolio Investment Survey (november 2011).

V tabuľke 4.11 uvádzame prehľad prílevov portfóliových investícií v pobaltských krajinách.

Ďalšia tabuľka (tabuľka 4.11) uvádza najvýznamnejších investorov v prípade troch pobaltských krajín (Estónska, Litvy a Lotyšska). Na rozdiel od prvej skupiny krajín, kde prevažovali investori zo západnej Európy, pri pobaltských krajinách mali významné zastúpenie aj škandinávске krajiny Švédsko, Fínsko a Dánsko, či napríklad Ruská federácia. Možno to vysvetliť geografickou blízkosťou, alebo aj vyššou mierou spolupráce krajín

v rámci regiónu, a teda aj lepšou znalosťou miestnych trhov. Rovnako boli zastúpené aj investície medzi krajinami navzájom - konkrétne v prípade Estónska, predstavoval podiel lotyšských investícií do majetkových cenných papierov v roku 2009 viac ako jednu desatinu všetkých prichádzajúcich portfóliových investícií (4. najvýznamnejší podiel). Tento pohyb bol obojstranný, pretože v prípade Lotyšska patrili k najvýznamnejším investorom práve tí estónski - napr. pri majetkových cenných papieroch (4. najvýznamnejšie zastúpenie v roku 2001 aj 2005) a pri dlhových cenných papieroch (3. najvýznamnejšie miesto v roku 2005). Aj v prípade týchto krajín sa vyskytuje ostrov Guernsey, patriaci k daňovým rajom.

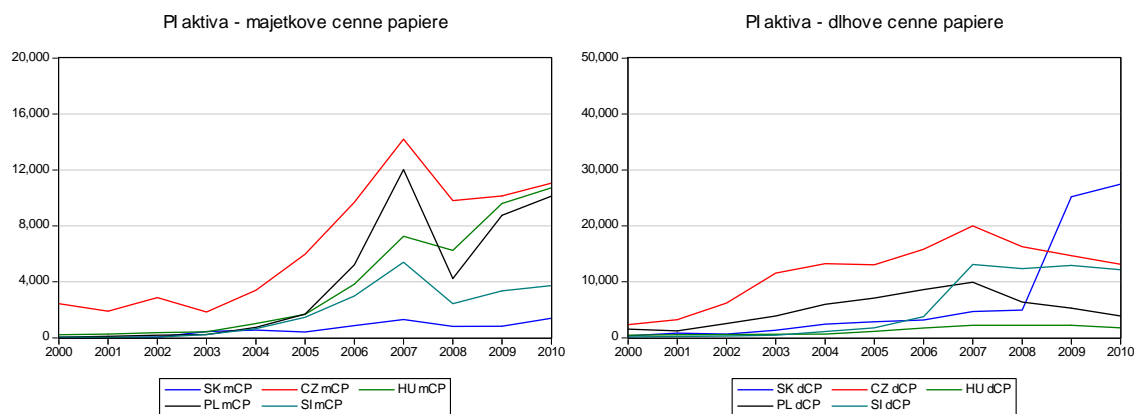
Vývoj portfóliových investícií podľa geografickej štruktúry - odlevy

Pri sledovaní krajín ako investorov v zahraničí, je zrejmy odlišný vývoj. Ako možno vidieť na nasledujúcich grafoch, toky portfóliových investícií boli na začiatku sledovaného obdobia po roku 2000 menej významné, až neskôr, od roku 2005 sa začali postupne zvyšovať. Najviac viditeľné to bolo opäť v prípade Českej republiky, Poľska a Maďarska, kde je opäť možné pozorovať významný obrat vo vývoji v rokoch 2007-2008 súvisiaci s finančnou krízou. Portfóliové investície realizované domácimi investormi z ďalších dvoch krajín (Slovenská republika a Slovinsko) dosahovali opäť nižšie objemy, aj nižšie medziročné výkyvy.

Zároveň vo všetkých krajinách bol pozorovateľný trend postupného zvyšovania objemov investícií smerujúcich do zahraničia, ktorý pretrvával až do 2007-2008, keď boli toky kapitálu ovplyvnené svetovou finančnou krízou. Najvýznamnejší medziročný prepád odlevu kapitálových tokoch v oboch kategóriách bol zaznamenaný v prípade Poľska v roku 2008, konkrétne z takmer 12 mil. USD na 4,3 mil. USD pri majetkových cenných papieroch a z 10 mil. USD na 6,3 mil. USD pri dlhových cenných papieroch

Vývoj odlevov portfóliových investícií pre dlhové cenné papiere v prípade Slovenskej republiky bol mierne odlišný. Tu sa odlevy portfóliových investícií zvyšovali najprv postupne a prudký nárast bol zaznamenaný v roku 2009 (medziročne viac ako 6-násobný nárast, z približne 4,7 mil. USD na 25 mil. USD). Ďalší významný medziročný nárast bol zaznamenaný v Slovinsku (viac ako 3-násobný z takmer 4 mil. USD na 13 mil. USD v roku 2007). Vysoké objemy transakcií aj v tejto kategórii realizovali aj českí investori, no po roku 2007 sa ich objemy začali znižovať.

V grafe 4.25 uvádzame prehľad odlevov majetkových a dlhových portfóliových investícií v Českej republike, Maďarsku, Poľsku, Slovenskej republike a Slovinsku.

Graf 4.25 Odlevy portfóliových investícií - majetkové a dlhové cenné papiere

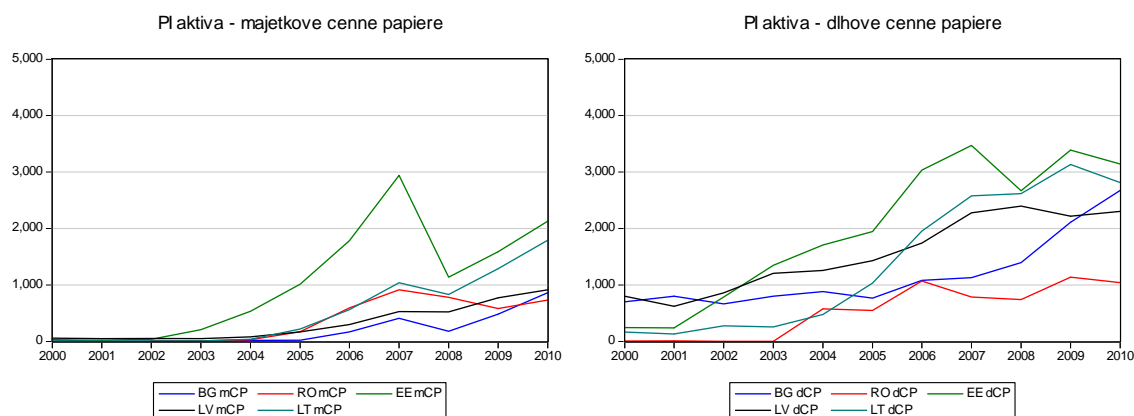
Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Ďalšie dva grafy znázorňujú vývoj v Bulharsku a Rumunsku a v pobaltských krajinách. Objemy realizovaných investícií v oboch kategóriách mali rastúci trend. Významný nárast bol viditeľný v prípade odlevu investícií do majetkových cenných papierov z Estónska (viac ako 2,5-násobný nárast v období 2003-2007, z 0,9 mld. USD na 2,4 mld. USD), ktorý bol nasledovaný prepadom v rokoch 2008-2009 (na približne 0,7 mld. USD). K miernemu poklesu došlo ešte v prípade Bulharska a Litvy, v ostatných krajinách sa investície do majetkových cenných papierov zvyšovali.

V prípade dlhových cenných papierov odišlo najviac zdrojov z Estónska, Lotyšska a Litvy. Objemy investícií smerujúcich z Bulharska a Rumunska boli približne o polovicu nižšie. Obdobie 2007-2008 je poznamenané buď poklesom alebo len miernym rastom portfóliových investícií, pričom v rokoch 2009-2010 sa odlev portfóliových investícií menil len málo významne.

V grafe 4.26 uvádzame prehľad odlevov majetkových a dlhových portfóliových investícií v Bulharsku, Estónsku, Litve, Lotyšsku a Rumunsku.

Graf 4.26 Odlevy portfóliových investícií - majetkové a dlhové cenné papiere

Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Rovnako, ako aj pri prichádzajúcich investičných tokoch, aj tu je v tabuľkách uvedený prehľad hlavných cieľových krajín pre investorov z krajín V4 (roky 2001, 2005 a 2009); v prípade Slovinska len pre rok 2009). Pri porovnaní s predchádzajúcimi tabuľkami vidíme, že hoci objemy odchádzajúcich investícií boli nižšie ako objemy prichádzajúcich investícií, aj v tomto prípade významne prevyšovali investície do dlhových cenných papierov.

V tabuľke 4.12 uvádzame prehľad odlevov portfóliových investícií v krajinách V4 a Slovinsku.

Tabuľka 4.12 Krajiny V4 a Slovinsko - odlevy portfóliových investícií

Slovenská republika	2001	2005	2009
Majetkové CP	(401 mil. USD) 1. Luxembursko 62% 2. Česká republika 24%	(538 mil. USD) 1. Česká republika 50% 2. Rakúsko 39% 3. Taliansko 4%	(1860 mil. USD) 1. Taliansko 43% 2. Česká republika 40% 3. Slovinsko 4%
Dlhové CP	(2 477 mil. USD) 1. Nemecko 33% 2. Rakúsko 16% 3. Veľká Británia 11% 4. Luxembursko 8%	(5 249 mil. USD) 1. Nemecko 33% 2. Luxembursko 19% 3. Rakúsko 16% 4. USA 8%	(13 069 mil. USD) 1. Nemecko 35% 2. Rakúsko 25% 3. Belgicko 7% 4. Francúzsko 6%
Česká republika	2001	2005	2009
Majetkové CP	(3 550 mil. USD) 1. USA 33% 2. Luxembursko 24% 3. Veľká Británia 7% 4. Írsko 6%	(8 968 mil. USD) 1. Luxembursko 31% 2. USA 25% 3. Veľká Británia 9% 4. Írsko 6%	(11 411 mil. USD) 1. USA 46% 2. Luxembursko 13% 3. Írsko 4% 4. Nórsko 3%
Dlhové CP	(1 423 mil. USD) 1. Nemecko 33% 2. Luxembursko 13% 3. Írsko 12% 4. Rakúsko 10%	(8 838 mil. USD) 1. Nemecko 24% 2. Luxembursko 19% 3. Veľká Británia 16% 4. Rakúsko 12%	(24 164 mil. USD) 1. Nemecko 23% 2. Rakúsko 16% 3. Luxembursko 12% 4. Holandsko 9%
Maďarsko	2001	2005	2009
Majetkové CP	(2 906 mil. USD) 1. USA 42% 2. Luxembursko 19% 3. Veľká Británia 10% 4. Nemecko 4%	(13 157 mil. USD) 1. USA 31% 2. Luxembursko 26% 3. Veľká Británia 10% 4. Írsko 4%	(16 599 mil. USD) 1. USA 38% 2. Luxembursko 15% 3. Francúzsko 8% 4. Holandsko 7%
Dlhové CP	(12 786 mil. USD) 1. Nemecko 37% 2. Veľká Británia 19% 3. Luxembursko 9% 4. Japan 9%	(32 911 mil. USD) 1. Nemecko 29% 2. Luxembursko 25% 3. Rakúsko 15% 4. Írsko 7%	(46 506 mil. USD) 1. Nemecko 27% 2. Luxembursko 16% 3. Rakúsko 15% 4. Írsko 8%
Poľsko	2001	2005	2009
Majetkové CP	(4 301 mil. USD) 1. USA 35% 2. Luxembursko 29% 3. Veľká Británia 10% 4. Taliansko 3%	(18 739 mil. USD) 1. Luxembursko 30% 2. USA 29% 3. Veľká Británia 8% 4. Írsko 4%	(22 788 mil. USD) 1. USA 24% 2. Luxembursko 11% 3. Nemecko 10% 4. Francúzsko 9%
Dlhové CP	(14 594 mil. USD) 1. USA 28% 2. Nemecko 24% 3. Luxembursko 16% 4. Holandsko 6%	(52 644 mil. USD) 1. Nemecko 17% 2. Luxembursko 17% 3. Veľká Británia 13% 4. Rakúsko 9%	(79 311 mil. USD) 1. Nemecko 17% 2. USA 13% 3. Írsko 13% 4. Rakúsko 10%

Slovinsko	2001	2005	2009
Majetkové CP	(172 mil. USD) 1. Veľká Británia 71% 2. Taliansko 10% 3. Luxembursko 8% 4. Guernsey 5%	(362 mil. USD) 1. USA 32% 2. Luxembursko 29% 3. Rakúsko 8% 3. Guernsey 5%	(927 mil. USD) 1. Luxembursko 15% 2. USA 43% 2. Švédsko 12% 3. Rakúsko 8%
Dlhové CP	(1 720 mil. USD) 1. Nemecko 41% 2. Rakúsko 20% 3. Francúzsko 12% 4. Luxembursko 10%	(2 467 mil. USD) 1. Nemecko 30% 2. Luxembursko 24% 3. Rakúsko 21% 4. Francúzsko 10%	(12 549 mil. USD) 1. Nemecko 19% 2. Rakúsko 17% 3. Belgicko 17% 4. Francúzsko 12%

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - Coordinated Portfolio Investment Survey (november 2011).

Ako aj pri predchádzajúcom porovnaní pre prichádzajúce investície, aj v tomto prípade sa objavujú tie isté, prevažne západoeurópske krajiny. Významné objemy portfóliových investícií tak smerovali do krajín Luxembursko, Rakúsko a Holandsko. Zaujímavosťou sú aj presuny kapitálu medzi krajinami V4 navzájom, keď napríklad v prípade Slovenskej republiky pri nákupoch majetkových cenných papierov zohrávali české trhy významnú úlohu v rokoch 2001 (približne jedna tretina objemu) aj 2005 (približne jedna desatina objemu). Maďarskí investori zase smerovali významnú časť svojich zdrojov napríklad do Poľska (2009), zatiaľ čo poľskí investori investovali v Maďarsku (2009).

V prípade Českej republiky možno tiež pozorovať vysoké zastúpenie ďalšieho daňového raja, Kajmanských ostrovov (v roku 2001). V prípade Poľska má tiež vysoké percentuálne zastúpenie kategória označená ako „Confidential“, kde možno rovnako predpokladať, že išlo o zdroje smerujúce do niektorého z daňových rajov.

V tabuľke 4.13 uvádzame prehľad odlevov portfóliových investícií v Bulharsku a Rumunsku.

Tabuľka 4.13 Bulharsko a Rumunsko - odlevy portfóliových investícií

Bulharsko	2001	2005	2009
Majetkové CP	N/A	(24 mil. USD) 1. Luxembursko 72% 2. Rumunsko 7% 3. Nemecko 4% 4. USA 4%	(481 mil. USD) 1. Luxembursko 31% 2. USA 20% 3. Nemecko 15% 4. Francúzsko 10%
Dlhové CP	(798 mil. USD) 1. USA 72% 2. Nemecko 16% 3. Taliansko 4% 4. Francúzsko 3%	(767 mil. USD) 1. USA 20% 2. Belgicko 19% 3. Nemecko 13% 4. Holandsko 7%	(2 111 mil. USD) 1. Nemecko 20% 2. Česká republika 12% 3. Francúzsko 9% 4. Veľká Británia 6%

Rumunsko	2001	2005	2009
Majetkové CP	(6 mil. USD) 1. Luxembursko 45% 2. Taliansko 21% 3. Francúzsko 10%	(174 mil. USD) 1. Rakúsko 79% 2. Francúzsko 7% 3. Luxembursko 7% 4. Taliansko 2%	(583 mil. USD) 1. Luxembursko 42% 2. Rakúsko 29% 3. Francúzsko 5% 4. Nemecko 4%
Dlhové CP	(11 mil. USD) 1. Luxembursko 67% 2. USA 33%	(550 mil. USD) 1. Nemecko 77% 2. Rakúsko 22% 3. Švajčiarsko 1%	(1 138 mil. USD) 1. Rakúsko 17% 2. Veľká Británia 12% 3. Holandsko 7% 4. Francúzsko 6%

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - Coordinated Portfolio Investment Survey (november 2011).

V prípade Bulharska a Rumunska možno opäť pozorovať vo všeobecnosti značne nižšie celkové objemy portfóliových investícií, realizovaných domácimi investormi v zahraničí, ako aj rastúci trend pre obidve kategórie investičných tokov. Zastúpenie cieľových krajín, do ktorých smerovali investície, bolo tiež podobné ako pri prichádzajúcich porovnaníach, a to Luxembursko, USA, Rakúsko a Holandsko. Podobne, ako v prípade krajín V4, aj tu sa možno stretnúť so vzájomnými investíciami, keď napr. v roku 2005 smerovalo 7% všetkých bulharských portfóliových investícií do majetkových cenných papierov práve do Rumunska a 12% operácií s dlhovými cennými papiermi bolo realizovaných v Českej republike.

V tabuľke 4.14 uvádzame prehľad prílevov portfóliových investícií v pobaltských krajinách.

Tabuľka 4.14 Pobaltské krajiny - odlevy portfóliových investícií

Estónsko	2001	2005	2009
Majetkové CP	(23 mil. USD) 1. Ostatné 32% 2. Luxembursko 26% 3. Litva 23% 4. Fínsko 19%	(1 015 mil. USD) 1. Poľsko 12% 2. Luxembursko 12% 3. USA 11% 4. Ruská federácia 9%	(1 590 mil. USD) 1. Luxembursko 28% 2. Francúzsko 15% 3. Fínsko 11% 4. Ruská federácia 8%
Dlhové CP	(240 mil. USD) 1. Nemecko 33% 2. Luxembursko 13% 3. Írsko 12% 4. Rakúsko 10%	(1 948 mil. USD) 1. Nemecko 18% 2. Holandsko 14% 3. Belgicko 8% 4. Rakúsko 7%	(3 388 mil. USD) 1. Francúzsko 18% 2. Holandsko 15% 3. Nemecko 10% 4. Fínsko 10%
Lotyšsko	2009	Lotyšsko	2009
Majetkové CP	(771 mil. USD) 1. Luxembursko 29% 2. iné 23% 3. Fínsko 12% 4. Írsko 9%	Dlhové CP	(2 217 mil. USD) 1. iné 71% 2. Litva 4% 3. Nemecko 4% 4. USA 3%

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - Coordinated Portfolio Investment Survey (november 2011).

Hodnotenie odlevu portfóliových investícií podľa cieľových krajín, pre pobaltské krajiny, je možné len v prípade Estónska, nakoľko databáza CPIS neobsahuje údaje pre všetky porovnané krajiny a roky. Porovnanie je tak možné len pre cieľové krajiny estónskych investorov. Kým v roku 2001 predstavovala až tretinu všetkých odchádzajúcich investícií kategória iné (kde možno predpokladať, že sa jedná o bližšie neurčené krajiny, napr. daňové raje), v ďalších rokoch boli investície rozdelené medzi krajiny západnej Európy, škandinávské krajiny (Fínsko) a Litvu, ale aj Ruskú federáciu (majetkové cenné papiere). Pri dlhových cenných papieroch je výraznejšia orientácia estónskych investorov na západoeurópske krajiny.

4.6. Zhrnutie

Zahraničné portfóliové investície predstavujú významnú formu zahraničného kapitálu. Hoci sú portfóliové investície často označované ako viac volatilná forma kapitálu a preto „škodlivejšia“ ako priame zahraničné investície, mnohí autori s týmto zovšeobecneným názorom nesúhlasia a poukazujú na viaceré pozitívne dopady prílevu aj odlevu portfóliových investícií.

Táto kapitola analyzuje cezhraničné toky portfóliových investícií vo všeobecnosti, pričom väčšia pozornosť je venovaná nasledujúcim krajinám: Slovenskej republike, Českej republike, Maďarsku, Poľsku, Bulharsku, Rumunsku, Estónsku, Litve, Lotyšsku a Slovinsku. Toky portfóliových investícií boli porovnávané a analyzované z viacerých hľadísk. Konkrétne boli sledované štvrťročné toky portfóliových investícií v porovnaní s priamymi zahraničnými investíciami. Ďalej boli sledované portfóliové investície v členení podľa kategórie investičných nástrojov (na dlhové a majetkové cenné papiere), podľa geografického hľadiska (z akej krajiny pochádzal investor). Rovnako bol sledovaný aj vývoj výnosov súvisiaci s realizovanými portfóliovými investíciami.

Na základe výsledkov analýzy možno zhrnúť, že prílevy portfóliových investícií do týchto krajín možno odôvodniť sčasti tzv. pull faktormi domácich ekonomík a sčasti tzv. push faktormi vyspelých zahraničných ekonomík. Ako bolo vysvetlené, toky portfóliových investícií významne narástli po roku 2000, po tom čo došlo k ukončeniu procesu kapitálovej liberalizácie. Zlepšené ekonomické podmienky, ako aj viac rozvinuté finančné trhy a postupné rozširovanie ponuky dostupných finančných nástrojov priťahovalo nových investorov a posilňovalo ďalší vývoj týchto trhov. Prílevy portfóliových investícií do analyzovaných tranzitívnych krajín boli rovnako ovplyvňované vývojom v západoeurópskych krajinách (push faktory), ku ktorým možno zaradiť napríklad nižšie úrokové miery alebo miery návratnosti investícií alebo aj snahu investorov zo západnej Európy o lepšiu diverzifikáciu svojich portfólií.

Odlevy boli stimulované rastúcimi peňažnými fondmi domácich ekonomických subjektov, menšími domácimi finančnými trhmi a relatívne limitovanými investičnými možnosťami. Rôzne zmeny, ako napríklad rozvoj kolektívneho investovania a podielových fondov spolu s transformáciou tradičných dôchodkových systémov rovnako prispel k zvýšeniu presunov krátkodobého kapitálu smerom do zahraničia.

Podľa analýzy bilaterálnej držby majetkových a dlhových cenných papierov, možno skonštatovať, že finančné trhy v tranzitívnych krajinách sú úzko napojené na západoeurópske finančné trhy. Krajiny, ako napríklad Nemecko, Luxembursko, Holandsko alebo Rakúsko boli hlavnými investujúcimi krajinami v prípade prílevov portfóliových investícií, ale rovnako aj cieľovými krajinami v prípade odlevu portfóliových investícií z analyzovaných tranzitívnych krajín do zahraničia. Významnú úlohu zohrávali aj Švédsko, Fínsko a Dánsko.

Okrem toho sa však vyskytovali aj relatívne významné vzájomné investície, no ich objemy boli menej významné ako presuny kapitálu smerom do západných krajín. Tieto transakcie boli realizované zvyčajne medzi krajinami, ktoré sú aj v iných oblastiach úzko prepojené a majú vyšší stupeň vzájomnej spolupráce. Napríklad pri krajinách V4 to boli presuny kapitálu medzi Slovenskou republikou a Českou republikou alebo Maďarskom a Poľskom. Pri pobaltských republikách boli zastúpené jednak transakcie medzi krajinami navzájom, ale aj presuny kapitálu medzi krajinami a Ruskou federáciou. Taktiež tu boli vo väčšej miere zastúpené škandinávske krajiny a nie krajiny západnej Európy, ako v prípade krajín V4 a Slovinska, či Rumunsko a Bulharsko.

V súčasnosti už majú všetky tieto krajiny plne liberalizovaný pohyb kapitálu. Ako hovorí aj teória, voľné presuny kapitálu medzi krajinami môžu do istej miery vyrovnávať aj volatilitu vo vývoji národných príjmov jednotlivých krajín, čo by malo byť prospešné pre ďalší vývoj ekonomiky. Liberalizácia môže byť taktiež vnímaná ako záväzok krajiny realizovať vhodnú hospodársku politiku. Ak by došlo k zhoršeniu podmienok, investori by krajinu „potrestali“ stiahnutím svojho kapitálu, čo predstavuje silnú motiváciu pre tvorcov hospodárskej politiky prijať a udržiavať vhodnú politiku. Pre krajinu tak liberalizácia kapitálu predstavuje dlhodobý záväzok. Spolu s tým dochádza k rozvoju domácich finančných trhov, ktorý síce v sledovaných krajinách za posledné desaťročie významne postúpil, no v mnohých ohľadoch ešte tieto trhy stále nedosahujú charakteristiky vyspelých krajín. V budúcnosti preto možno s ďalším rozvojom finančných trhov očakávať aj zvyšovanie objemov transakcií s portfóliovými investíciami.

4.7. Literatúra

- [1] ARFAOUI, M., ABAOUB, E. 2010. *On Determinants of International Financial Integration in the Global Business Area*, Journal of Applied Economic Sciences, 5(3): 153-172
- [2] ÁRVAI, Z. 2005. *Capital Account Liberalization, Capital Flow Patterns, Policy Responses in EU's New Member States*, IMF Working Paper WP/05/213
- [3] ASTLEY, M., GIESE, J., HUME, M., KUBELEC, C. 2009. *Global Imbalances and the Financial Crisis*, Bank of England, Quarterly Bulletin 2009 Q3
- [4] BANCA NATIONALA A ROMANIEI. 2011. *Výročné správy 1998-2009*, Banca Nationala a Romaniei
- [5] BANKA SLOVENIJE. 2011. *Výročné správy 1996-2010*, Banka Slovenije
- [6] BARTÓKOVÁ, Ľ. 2011. *Portfolio Investments in the Selected European Transition Economies*, Journal of Advanced Studies in Finance, 2(1): 4-17.

- [7] BARTRAM, S. M., DUFEY, G. 2001. *International Portfolio Investment- Theory, Evidence and Institutional Framework*, SSRN Working Paper Series
- [8] BECKER, C., NOONE, C. 2008. *Volatility and Persistence of Capital Flows*, BIS Papers No. 42, BIS
- [9] BENSON DURHAM, J. 2003. *Foreign Portfolio Investment, Foreign Bank Lending, and Economic Growth*, FED, International Finance Discussion Papers No. 757
- [10] BLACK, S., MUNRO, A. 2010. *Why Issue Bonds Offshore*, BIS Working papers No. 334, Bank for International Settlements
- [11] BUITER, W., TACI, A. *Capital Account Liberalization and Financial Sector Development in Transition Countries*, National Bureau of Economic Research
- [12] BULGARSKA NARODNA BANKA. 2011. *Výročné správy 1996-2009*, Bulgarska narodna banka, 2011
- [13] CALVO, G., LEIDERMAN, L., REINHART, C. 1994 *The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues*, Munich Personal RePEc Archive Paper No. 13902
- [14] CAPRIROLO, G., LAVRAČ, V. 2001. *Managing Capital Inflows in Slovenia*, International Centre for Economic Growth, Working papers No. 3
- [15] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. 2011. *Výročné správy 1995-2009*, Česká národní banka
- [16] DJAROVA, J. 2004. *Cross- Border Investing. The Case of Central and Eastern Europe*, Kluwer Economic Publishers Boston
- [17] DOBOSIEWICZ, Z. 1992. *Foreign Investment in Eastern Europe*, Routledge Londo, 1992
- [18] EESTI PANK. 2001. *Výročné správy (1993-2010)* Eesti Pank
- [19] EVANS, K. 2005. *Foreign Portfolio and Direct Investment - Complementarity, Differences, and Integration*, Global Forum on International Investment. Attracting Foreign Direct Investment for development
- [20] GRIEG-GRAN, M., WESTBROOK, T., MANSLEY, M., BASS, S., ROBINS, N. 1998. *Foreign Portfolio Investment and Sustainable Development - A Study of the Forest Products Sector in Emerging Markets*. International Institute for Environment and Development
- [21] GOLDSTEIN, I., ASSAF, R. 2005. *Foreign Direct Investment vs Foreign Portfolio Investment*. National Bureau of Economic Research Working Papers No. 11047
- [22] HAGEN VON, J., SIEDSCHLAG, I. 2008. *Managing capital flows- Experience from Central and Eastern Europe*, ADB Institute Discussion Paper No. 103, 2008
- [23] HOŠKOVÁ, A. 1999. *Portfóliové investície na Slovensku*, Biatic 1999, Národná banka Slovenska
- [24] International Monetary Fund. 2011. *Coordinated Portfolio Investment Survey*, IMF Publishes, November 2011
- [25] KNILL, A. M. 2005. *Taking the Bad with the Good: Volatility of Foreign Portfolio Investment and Financial Constraints of Small Firm*, World Bank Policy Research Working Paper No. 3797

- [26] KÖKE, J. F. 1999. *Institutional Investment in Central and Eastern Europe: Investment Criteria of Western Portfolio Managers*, ZEW Discussion Paper No. 99-37
- [27] KOSE, M.A., PRASAD, E., ROGOFF, K., WEI, S.J. 2003. *Effects of financial Globalisation on Developing Countries: Some empirical evidence*, IMF
- [28] KOSE, M.A., PRASAD, E. 2004. *Liberalizing Capital*, IMF
- [29] KUBELEC, C., ORSKAUG, B.E., TANAKA, M. 2007. *Financial Globalisation, External Balance Sheets and Economic Adjustment*, Quarterly Bulletin 2/2007, Bank of England
- [30] LALIBERTÉ, L., MOTAL, J. *Data on Bilateral External Positions, an Insight Into Globalisation*, IFC Bulletin No. 29, BIS
- [31] LANE, P., MILESI-FERRETTI, G.M. 2005. *International Investment Patterns*, Banco de España, 2005
- [32] LATVIJAS BANKA. 2011. *Výročné správy 1992-2010*, Latvijas Banka
- [33] LEVINE, R., ZERVOS, S. 1996. *Capital Control Liberalization and Stock Market Development*, The World Bank Policy Research Working Paper 1622
- [34] LIETUVOS BANKAS. 2011. *Výročné správy 2003-2010*, Lietuvos Bankas
- [35] LOROIU, S.I., SABAU-POPA, C.D. 2007. *Capital flows liberalization in Romania*, 2007
- [36] MADDEN, K. 2009. *Coordinated Portfolio Investment Survey, 2002 to 2007*, Economic and Labour Market Review, Vol., 3 No. 11
- [37] MAGYAR NEMZETI BANK. 2011 *Výročné správy 2000-2010*, Magyar Nemzeti Bank
- [38] MANCHEV, T. 2002. *Management of capital inflows in Bulgaria*, Agency for economic analysis and forecasting, Working Paper series, 2002
- [39] MILESI-FERRETTI, G. M., STROBBE, F., TAMIRISA, N. 2010. *Bilateral Financial Linkages and Global Imbalances: a View on The Eve of the Financial Crisis*, IMF Working Paper No. 257
- [40] MILESI-FERRETTI, G.M., TILLE, C. 2010. *The Great Retrenchment: International Capital Flows During the Global Financial Crisis*. Graduate Institute for International and Development Studies Working Paper No. 18
- [41] MIRDALA, R. 2008. *Financial Integration and Financial Deepening in the Selected European Transition Economies*, Journal of Applied Economic Sciences, 3(4): 419-433
- [42] NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. 2011. *Výročné správy 1993-2010*, Národná banka Slovenska
- [43] NARODOWY BANK POLSKI. 2011. *Výročné správy 2000-2009*, Narodowy Bank Polski
- [44] OECD. 2002. *Forty Years' Experience with OECD Code of Liberalisation of Capital Movements*, OECD
- [45] OECD. 2011. *International Capital Flows: Structural Reforms and Experience with the OECD Code of Liberalisation of Capital Movements*, OECD

-
- [46] POLANSKI, Z. 2005. *Poland's Experience with Capital Flows Liberalization and Greater Exchange Rate Flexibility*, National Bank of Poland
- [47] REINHART, C., CALVO, G., LEIDERMAN, L. 1994. *The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues*, Munich Personal RePec Archive paper No. 13902
- [48] SANTIS, R. A., EHLING, P. 2007. *Do International Portfolio Investors Follow Firms' Foreign Investment Decision?* European Central Bank, Working Paper Series No. 815
- [49] THEODOROPOULOS, T.E., VOJINOVIČ, B. (2005) *Economic and Financial Integration in Emerging Markets*, *Economic Annals*, 50(164): 81-102
- [50] TURNER, P. 1991. *Capital Flows in the 1980s: A Survey of Major Trends*, BIS Economic Papers No. 30
- [51] UNCTAD. 1999. *Comprehensive Study of the Interrelationship between Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign Portfolio Investment (FPI)*, UNCTAD
- [52] UNCTAD. 2009. *UNCTAD Training Manual on Statistics for FDI and the Operations of TNCs*, UNCTAD

5. MEDZINÁRODNÝ POHYB KAPITÁLU - PRIAME ZAHRANIČNÉ INVESTÍCIE

Priame zahraničné investície predstavujú v podmienkach európskych tranzitívnych ekonomík hlavnú formu medzinárodného pohybu (a predovšetkým prílevu) kapitálu. V nasledujúcej časti budeme preto analyzovať vývoj priamych zahraničných investícií, vplyv hospodárskej krízy na ich vývoj a vplyv priamych zahraničných investícií na vybrané makroekonomické ukazovatele v európskych tranzitívnych ekonomikách.

5.1. Prehľad literatúry

Problematikou vývoja a vplyvu priamych zahraničných investícií na ekonomiku hostiteľskej krajiny sa venuje množstvo súčasných prác. Je zaujímavé porovnávať výsledky prác autorov nielen z európskych tranzitívnych ekonomík, ale tiež z iných kútov sveta a analyzovať ich pôsobenie v rôznych podmienkach.

Balasubramanyan, Salisu a Sapsford (Balasubramanyan, Salisu a Sapsford, 1996) zdôvodnili vplyv priamych zahraničných investícií na ekonomický rast v hostiteľskej krajine, ktorá uplatňuje liberalizačnú obchodnú politiku. Poukázali na to, že priame zahraničné investície majú väčší vplyv na ekonomický rast v exportne orientovaných ekonomikách ako v importne orientovaných ekonomikách. Borensztein, De Gregorio a Lee (Borensztein, De Gregorio a Lee, 1998) tiež uvádzajú, že efekty priamych zahraničných investícií na ekonomický rast závisia od úrovne ľudského kapitálu, ktorým disponuje hostiteľská krajina. Existuje silná pozitívna závislosť medzi priamymi zahraničnými investíciami a úrovňou vzdelania. Chen, Chang a Zhang (Chen, Chang a Zhang, 1995) poukazujú na silný vplyv priamych zahraničných investícií na ekonomický rast v Číne od roku 1978. Priame zahraničné investície podporovali ekonomický rast v Číne cez ich významný prínos k exportnej výkonnosti krajiny. Hoang, Wiboonchutikula a Tubtintong (Hoang, Wiboonchutikula a Tubtintong, 2010) konštatujú, že existuje silný vplyv priamych zahraničných investícií na ekonomický rast vo Vietname. Dodatočný kapitál z prílevov priamych zahraničných investícií je jediným kanálom, ktorý zvyšuje ekonomický rast v tejto krajine. Bajo-Rubio, Díaz-Mora a Díaz-Roldán (Bajo-Rubio, Díaz-Mora a Díaz-Roldán, 2010) na základe analýzy uzatvárajú, že priame zahraničné investície majú mimoriadnu úlohu ako prostriedok transferu technológií a faktor rastu produktivity. V prípade Španielska pozitívne a signifikantne ovplyvňujú rast podielu HDP na zamestnanca.

Hudáková (2006) sledovala vplyv priamych zahraničných investícií na reálnu ekonomiku v prípade Slovenskej republiky. Na základe vykonaných testov konštatuje, že priame zahraničné investície ovplyvňujú vývoj produktivity práce a testovanie tiež naznačilo existenciu vplyvu produktivity práce na HDP (s oneskorením približne do jedného roka); čo nepriamo naznačuje vplyv priamych zahraničných investícií na HDP. Hošková (Hošková, 2001) konštatuje že, priame zahraničné investície priniesli Slovenskej republike vysoký rast produktivity práce, rastúci objem produkcie v zodpovedajúcej kvalite ako aj udržanie zamestnanosti. Sabol a kol. (2005) analyzovali vplyv priamych zahraničných investícií na produktivitu práce a pridanú hodnotu. V závere konštatujú, že podniky zahraničných investícií pôsobiace v Slovenskej republike dosahovali priemernú produktivitu práce (v porovnaní s celoslovenským priemerom) a v niektorých prípadoch dosahujú úroveň produktivity práce

svojich materských spoločností. Horšie výsledky sa ukázali pri analýze podielu pridanej hodnoty z celkového objemu predaja. Tam bol výsledok v prípade podnikov zahraničných investícií pod celoslovenským priemerom. Pridaná hodnota na zamestnanca sa v týchto podnikoch pôsobiacich v Slovenskej republike už pohybovala na úrovni priemeru. Nájdu sa aj práce, ktoré poukazujú na malý, alebo dokonca žiaden vplyv priamych zahraničných investícií na ekonomiku hostiteľskej krajiny. Carkovic a Levine (Carkovic a Levine, 2002) na údajoch 72 krajín počas obdobia rokov 1960-1995 analyzovali závislosť medzi ekonomickým rastom a priamymi zahraničnými investíciami. Ich výsledky ukázali, že priame zahraničné investície nemajú silný vplyv na ekonomický rast. Vplyvom priamych zahraničných investícií na reálnu ekonomiku 10 krajín strednej a východnej Európy sa zaoberajú aj štúdie Mencingerera (2004) ktorí konštatuje, že vplyv priamych zahraničných investícií na reálnu konvergenciu v týchto štátoch nie príliš výrazný. Dobrylovský a Löster (Dobrylovský a Löster, 2009) testovali makroekonomické účinky tokov priamych zahraničných investícií do a z ČR. Prízvukujú, že výsledky masového prílevu priamych zahraničných investícií do Českej republiky nemožno preceňovať. Kvantitatívnu analýzou ukázali, že priame zahraničné investície nemožno považovať za činiteľ rastu. Vysvetlením je, že rozmach výkonných a efektívnych zahraničných firiem má za následok vytesnenie časti domácich investícií. Ďalším faktom na ktorý poukazujú je, že miera nezamestnanosti v ČR sa aj napriek stovkám miliárd priamych zahraničných investícií prichádzajúcich do českej ekonomiky výraznejšie neznižuje. V prípade účinkov priamych zahraničných investícií na obchodnú bilanciu, nepreukázali žiadnu jednoznačnú koreláciu.

5.2. Vývoj priamych zahraničných investícií v európskych tranzitívnych ekonomikách

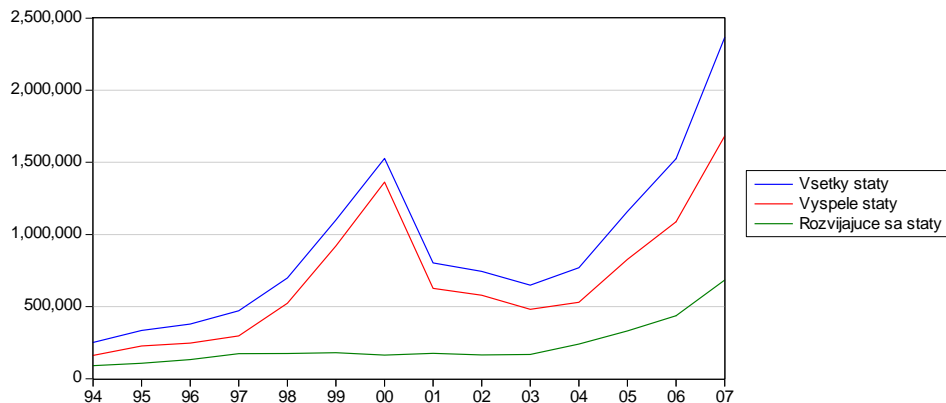
Priame zahraničné investície sa v bývalých socialistických krajinách Európy stali jedným z determinujúcich prvkov transformácie hospodárstva. Otvorenie týchto ekonomík a vstup zahraničného kapitálu bol jedným z faktorov ekonomického rastu predovšetkým po roku 2000. Prílev a odlev priamych zahraničných investícií do európskych tranzitívnych ekonomík odrážal ich svetový trend.

Trendy priamych zahraničných investícií vo svete v období 1994-2007

Obdobie vývoja priamych zahraničných investícií vo svete po roku 1994 by sme mohli rozdeliť do štyroch etáp. Prvá etapa - roky 1994 až 2000, bola charakteristická rastom svetového prílevu priamych zahraničných investícií, ale tak isto aj zväčšujúcim sa odlevom priamych zahraničných investícií do zahraničia. Táto etapa vrcholí v roku 2000, kedy suma celosvetového prílevu priamych zahraničných investícií bola na úrovni 1 527 mld. USD a suma celosvetového odlevu priamych zahraničných investícií na úrovni 1 337 mld. USD. Druhá etapa - roky 2000 - 2004. Počas týchto rokov boli hodnoty prílevu, ako aj odlevu priamych zahraničných investícií výrazne nižšie ako v predchádzajúcom období. V tretej etape rokov 2004 -2007 však opäť nastáva rast s vrcholom v roku 2007, kedy hodnoty prílevu priamych zahraničných investícií dosahujú rekordné čísla 2 366 mld. USD a odlev priamych zahraničných investícií 2 485 mld. USD.

V grafe 5.1 uvádzame prehľad prílevov priamych zahraničných investícií vo svete v priebehu roku 1994 až 2007.

Graf 5.1 Vývoj prílevu priamych zahraničných investícií vo svete (1994-2007)

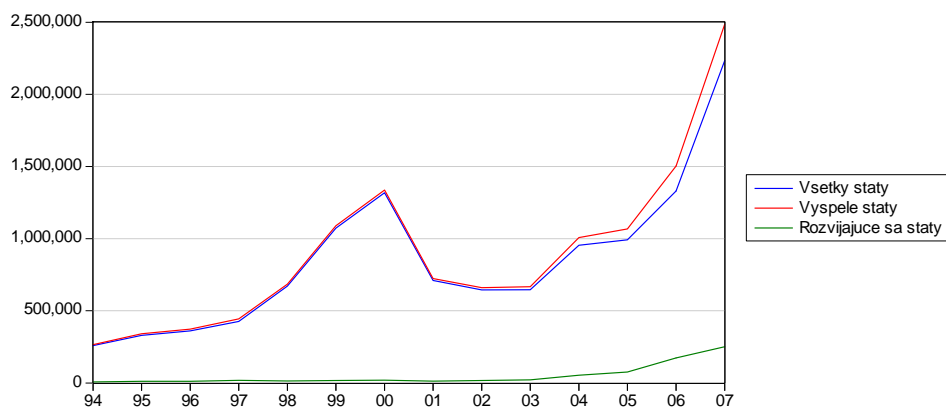


Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

V grafe 5.2 uvádzame prehľad odlevov priamych zahraničných investícií vo svete v priebehu roku 1994 až 2007.

Graf 5.2 Vývoj odlevu priamych zahraničných investícií vo svete (1994-2007)



Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Rozvíjajúce sa ekonomiky sú atraktívne pre priame zahraničné investície vďaka ich vysokým ekonomickým rastom, otvorenosti a uskutočneným reformám. Dôsledkom toho je, že v týchto krajinách sa sústreďuje skoro polovica celkových prílevov priamych zahraničných investícií. V rebríčku najväčších príjemcov priamych zahraničných investícií z týchto krajín figuruje aj 6 krajín, ktoré patria zároveň medzi najväčších svetových príjemcov priamych zahraničných investícií s vedúcou pozíciou Číny, ktorá je druhým najväčším príjemcom priamych zahraničných investícií na svete hneď po USA.

Priame zahraničné investície v európskych tranzitívnych ekonomikách v období rokov 1994-2007

Priame zahraničné investície v európskych tranzitívnych ekonomikách (Rumunsku, Bulharsku, Litve, Lotyšsku, Estónsku, Maďarsku, Poľsku, Českej republike, Slovenskej republike a Slovinsku) mali mierne odlišný vývoj od vývoja vo vyspelých krajinách. Bolo to spôsobené ich postupným otváraním a transformáciou prebiehajúcou najmä v deväťdesiatych rokoch a začiatkom rokov 2000.

V tabuľke 5.1 uvádzame prehľad stavu priamych zahraničných investícií v r európskych tranzitívnych ekonomikách a priebehu rokov 1994 až 2000.

Tabuľka 5.1 Stav priamych zahraničných investícií v európskych tranzitívnych ekonomikách (1994-2000)

Krajiny	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Bulharsko	....	....	....	....	1596,6	2402,7	2257,3
Česká republika	4546,8	7350,1	8572,4	9233,8	14375,1	17552,1	21643,7
Estónsko	....	....	824,56	1147,9	1821,66	2467,3	2644,7
Maďarsko	....	....	....	17968,2	20732,8	23260,2	22869,9
Lotyšsko	....	615,5	936,2	1271,7	1557,6	1794,0	2083,8
Litva	262,3	353,9	700,3	1040,6	1625,3	2063,0	2334,3
Poľsko	3789,0	7843,0	11463,0	14587,0	22461,0	26075,0	34227,0
Rumunsko	402,4	421,3	1097,25	2416,63	4527,25	5671,3	6951,3
Slovenská republika	897,1	1297,1	2045,6	2082,8	2889,7	3188,1	4503,6
Slovinsko	1326	1763,3	1998,1	2207,4	2777	2682,5	2892,7

Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Prílev priamych zahraničných investícií do týchto ekonomik reagoval na podmienky v daných krajinách - privatizácie štátnych podnikov, transformácie bankového sektora, meniace podnikateľské prostredie, cestnú infraštruktúru, cenu práce, úroveň a podmienky subdodávateľov, rastúcu životnú úroveň a pod. V globále však môžeme konštatovať, že od roku 1994 až do roku 2007 sa prílev priamych zahraničných investícií do týchto ekonomik, ako aj odlev priamych zahraničných investícií z týchto ekonomik zvyšuje. Pre porovnanie uvádzame tabuľku a grafy, ktoré zobrazujú situáciu stavu priamych zahraničných investícií v daných ekonomikách v roku 1998 a potom v roku 2007.

V tabuľke 5.2 uvádzame prehľad stavu priamych zahraničných investícií v r európskych tranzitívnych ekonomikách v priebehu rokov 2001 až 2007.

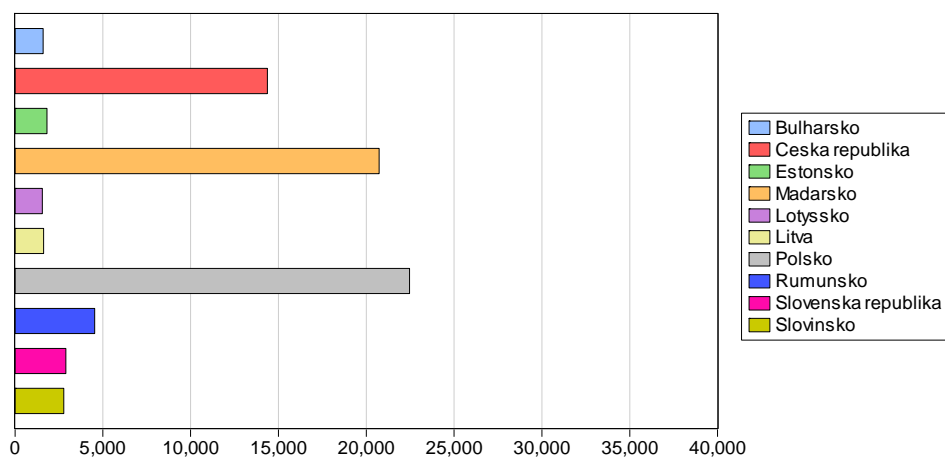
Tabuľka 5.2 Stav priamych zahraničných investícií v európskych tranzitívnych ekonomikách (2001-2007)

Krajiny	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bulharsko	2757,7	3662,3	6247,0	9219,7	13851,0	23316,7	37860,9
Česká republika	27092,2	38669,2	45286,6	57258,9	60662,3	79841,0	112408,0
Estónsko	3159,9	4226,4	7001,8	10058,6	11289,6	12699,5	16775,7
Maďarsko	27406,9	36223,9	48340,3	61566,9	61110,3	119821,0	195828,0
Lotyšsko	2328,1	2751,3	3276,9	4528,8	4929,1	7476,1	10841,7
Litva	2665,5	3981,3	4959,8	6388,9	8211,1	10996,3	15061,9
Poľsko	41247,0	48320,0	57877,0	86756,0	90876,0	125782,0	178408,0
Rumunsko	8349,6	7799,0	12187,5	20522,6	25892,7	45454,3	62860,6
Slovenská republika	5730,5	8923,8	15775,8	21876,3	23655,9	38334,6	40702,1
Slovinsko	2594,0	4112,1	6308,1	7589,9	7235,9	8984,9	14375,2

Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

V grafe 5.3 uvádzame prehľad stavu priamych zahraničných investícií v európskych tranzitívnych ekonomikách v roku 1998.

Graf 5.3 Stav priamych zahraničných investícií v domácej ekonomike v európskych tranzitívnych ekonomikách (1998)

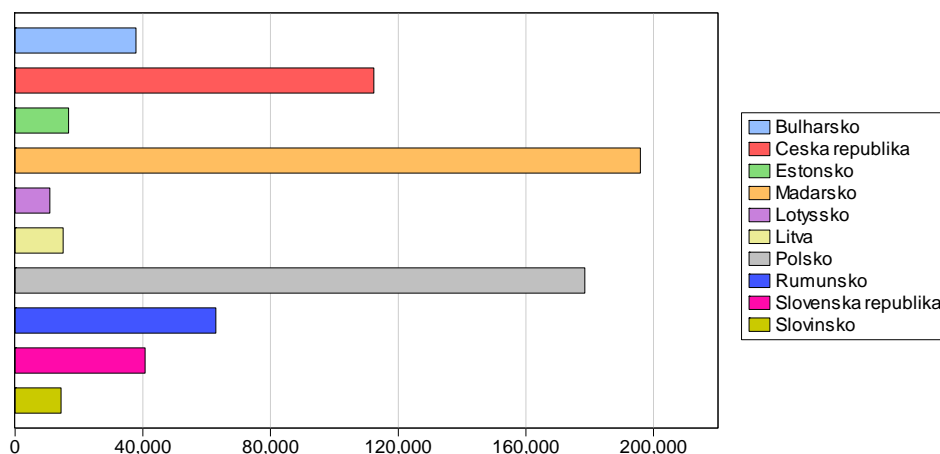
Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

V roku 1998 mali najväčší podiel priamych zahraničných investícií v domácej ekonomike Poľsko, Maďarsko a Česká republika. Od roku 1998 do roku 2007 sa zvýšili priame zahraničné investície vo všetkých 10 pozorovaných krajinách. Lídrmi spomedzi týchto krajín sú Poľsko, Maďarsko a Česká republika, no s vymenenými pozíciami v porovnaní s rokom 1998.

V grafe 5.4 uvádzame prehľad stavu priamych zahraničných investícií v európskych tranzitívnych ekonomikách v roku 2007.

Graf 5.4 Stav priamych zahraničných investícií v domácej ekonomike v európskych tranzitívnych ekonomikách (2007)



Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

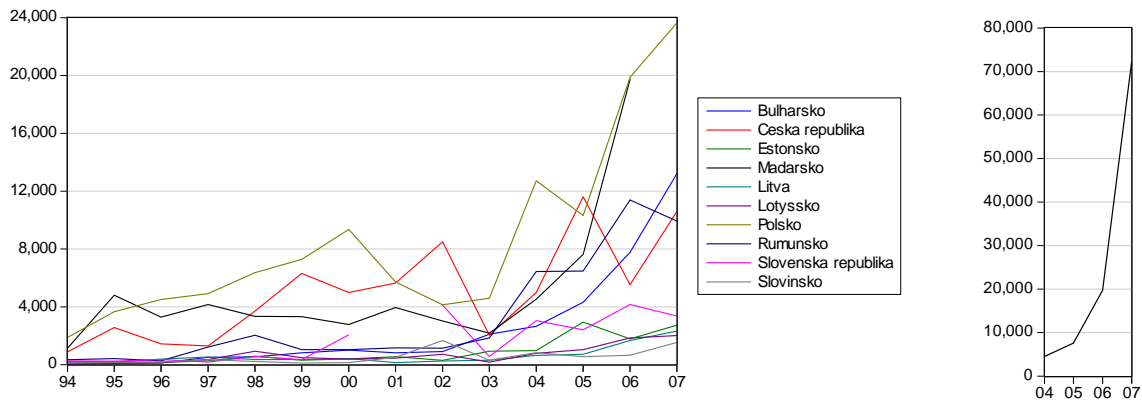
V roku 2007 Maďarsko predbehlo Poľsko a dostalo sa na vedúcu pozíciu stavu priamych zahraničných investícií v domácej ekonomike. Je však potrebné upozorniť aj na vývoj v Rumunsku, Bulharsku a Slovenskej republike, kde nastala hlavná vlna prílevu priamych zahraničných investícií po roku 2000. Väčšinou zložku priamych zahraničných investícií vo všetkých sledovaných ekonomikách tvorí majetková účasť a reinvestovaný zisk. Ostatný kapitál mal najväčší podiel na stave priamych zahraničných investícií - nad 30% v Bulharsku v rokoch 2005-2009. V ostatných ekonomikách sa pohyboval v rozmedzí 9-30%. V nasledujúcej analýze budeme ďalej sledovať vývoj prílevu a odlevu priamych zahraničných investícií.

Prílev priamych zahraničných investícií do domácej ekonomiky

Do roku 2007 sa prílev priamych zahraničných investícií zvyšoval vo všetkých sledovaných krajinách. Najviac prílevu priamych zahraničných investícií smerovalo do Poľska, Maďarska, Bulharska a po roku 2000 aj do Rumunska. Rast prílevu priamych zahraničných investícií často predbehol rast HDP. Podiel priamych zahraničných investícií na HDP sa v období rokov 1998-2007 neustále zvyšoval vo všetkých krajinách, ale predovšetkým v Maďarsku, Bulharsku a Slovenskej republike. Grafy 5.5 a 5.6 zobrazujú vývoj prílevu priamych zahraničných investícií do sledovaných ekonomik a podiel prílevu priamych zahraničných investícií na HDP v rokoch 1998 a 2007. Nasledujúce prípady Maďarska, Poľska, Rumunska a Slovenskej republiky sú uvedené pre lepšiu ilustráciu prílevu priamych zahraničných investícií do tranzitívnych ekonomik.

V grafe 5.5 uvádzame prehľad prílevu priamych zahraničných investícií v európskych tranzitívnych ekonomikách v priebehu rokov 1994 až 2007.

Graf 5.5 Vývoj prílevu priamych zahraničných investícií v európskych tranzitívnych ekonomikách (1994-2007)



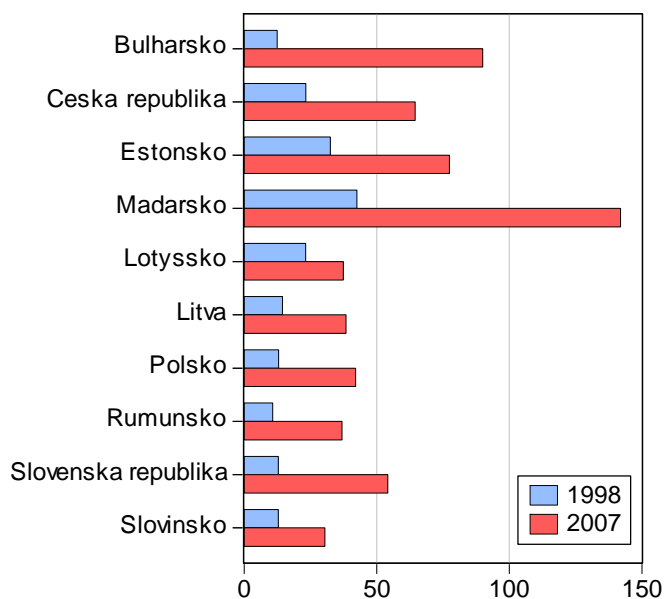
Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Maďarsko patrilo od začiatku deväťdesiatych rokov medzi atraktívne krajiny pre zahraničné investície aj preto, že založilo svoju stratégiu rozvoja a transformácie na lákaní zahraničných investícií do krajiny. Rekordným rokom s najvyšším prílevom priamych zahraničných investícií v tomto období bol rok 1995. Maďarsko sa zaradilo medzi štyroch najväčších príjemcov priamych zahraničných investícií v strednej a východnej Európe. Najväčší zahraniční investori do tejto krajiny pochádzajú z Európskej únie, konkrétne ide o Nemecko (25%), Holandsko (14%) a Rakúsko (13%). V roku 2000, bolo v Maďarsku prítomných okolo 27 000 transnacionálnych korporácií, ktoré vytvorili pracovné miesta pre zhruba 610 000 zamestnancov. Odvetvie s najväčšou prítomnosťou zahraničných investícií v súčasnosti sú služby, kde sa zahraničné investície medzi rokmi 2004-2007 zdvojnásobili. Dominantnú pozíciu v rámci priamych zahraničných investícií má reinvestovaný zisk, ktorý tvorí viac ako polovicu všetkých priamych zahraničných investícií v Maďarsku. V posledných rokoch výrazne stúpol reinvestovaný zisk v sektore služieb.

V grafe 5.6 uvádzame prehľad podielu priamych zahraničných investícií na HDP v európskych tranzitívnych ekonomikách v rokoch 1998 a 2007.

Prílev priamych zahraničných investícií do **Poľska** mal rastúci charakter s rekordným rokom 2007. V roku 2007 bolo v Poľsku registrovaných 18 515 spoločností so zahraničným kapitálom. Medzi najdôležitejšie patrí 1 111 veľkých spoločností, s 63% podielom na celkových priamych zahraničných investíciách a 72% podielom na zamestnanosti. 27,3% zo všetkých zahraničných spoločností v Poľsku pôsobí v obchode 27,4% v priemysle a 23,6% v sektore nehnuteľností a obchodných službách. Hlavní investori v Poľsku pochádzajú z Nemecka, Francúzska, Švédska, USA.

Graf 5.6 Podiel prílevu priamych zahraničných investícií na HDP v európskych tranzitívnych ekonomikách (1998, 2007)

Poznámka: Podiely prílevov priamych zahraničných investícií na HDP sú vyjadrené v percentách.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Rumunsko začalo byť atraktívne pre priame zahraničné investície predovšetkým po roku 1999. Privatizačné programy spolu s nízkymi mzdovými nákladmi, blízkosť trhu eurozóny a optimistické makroekonomické ukazovatele boli silnými lákadlami pre zahraničných investorov. Do roku 2006 približne polovica priamych zahraničných investícií smerovala do Rumunska v dôsledku privatizácie štátnych podnikov. Prítomnosť priamych zahraničných investícií spolu s makroekonomickým rastom a ostatnými činiteľmi zvýšili priemernú mzdu, ktorá rástla až 20% ročne. Priemerné mzdové náklady sú stále konkurencieschopné pre odvetvia s vysokou pridanou hodnotou, no nedokážu už konkurovať v nízko nákladových odvetviach ako je textilný a kožiarsky priemysel. Dôsledkom toho môžeme sledovať nárast podielu služieb na celkových prílevoch priamych zahraničných investícií do Rumunska, konkrétne ide o finančné sprostredkovanie a poisťovníctvo. Hlavní investori v krajine pochádzajú z Európskej únie, pričom až 50% z celkových priamych zahraničných investícií pochádza z troch krajín - Rakúska, Holandska a Nemecka.

Priame zahraničné investície boli hlavnou formou prílevu kapitálu do **Slovenskej republiky**. Významne prispeli k obnove a reštrukturalizácii podnikateľského sektora, priniesli nové technológie a know-how. Zo začiatku sa ich podiel zvyšoval predovšetkým v bankovom a poisťovacom sektore, neskôr prenikli aj do ostatných sektorov ako energetika, automobilový priemysel, nehnuteľnosti a pod. Prílev priamych zahraničných investícií začal významne stúpať najmä po roku 2001, kedy boli vykonané mnohé zmeny smerom k liberalizácii a zlepšovaniu podmienok pre ich vstup. Významný objem priamych zahraničných investícií do Slovenskej republiky vstúpil aj v súvislosti s privatizáciou mnohých veľkých podnikov. Ďalším dôležitým faktorom bola aj pomerne nízka cena práce a kvalitná pracovná sila. Na

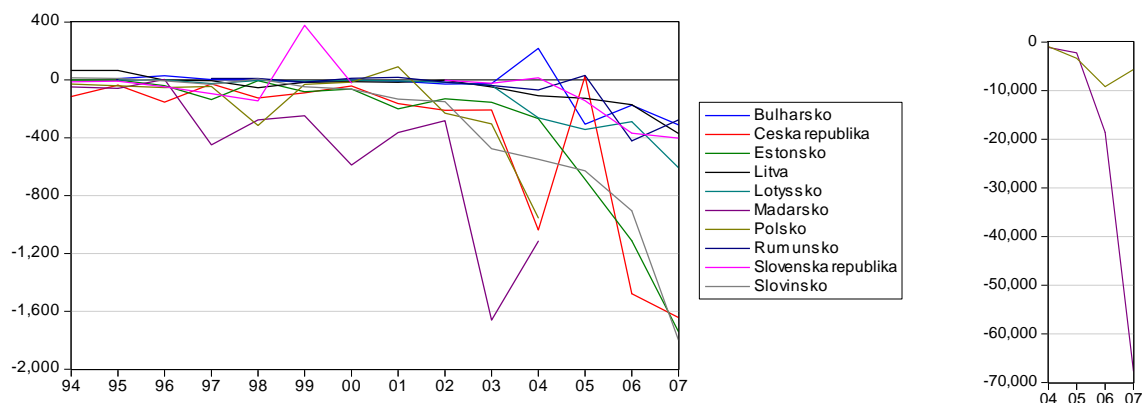
makroekonomickej úrovni priame zahraničné investície v Slovenskej republike pozitívne ovplyvnili vývoj zamestnanosti a proces dobiehania vyspelých európskych krajín. Podnikom s priamymi zahraničnými investíciami stúpila produktivita práce, kvalita produkcie, objem predaja a tiež mzdy zamestnancov.

Odlev priamych zahraničných investícií z domácej ekonomiky

Charakteristickým znakom tranzitívnych ekonomík Európskej únie je, že podiel prílevu priamych zahraničných investícií do týchto krajín je oveľa vyšší ako odlev. Až od konca deväťdesiatych rokov sa odlev priamych zahraničných investícií z týchto ekonomík začína zvyšovať. Bolo to zapríčinené silným vplyvom externých globalizačných faktorov a tlakom faktorov malých trhov (s výnimkou Poľska ako jedinej veľkej ekonomiky spomedzi analyzovaných krajín). Kým toky priamych zahraničných investícií v zahraničí oscilujú, stavy priamych zahraničných investícií v zahraničí stále rastú. Geografické smerovanie týchto investícií je vo veľkej časti do susedných krajín. Čiže veľká časť odlevu priamych zahraničných investícií ostáva v rámci týchto ekonomík. Napríklad estónske banky investujú v susedných krajinách, české a maďarské spoločnosti v Slovenskej republike, slovinské firmy investujú v krajinách bývalej Juhoslávie a pod. Dominancia smerovania priamych zahraničných investícií do týchto krajín je daná dlhoročnými exportnými skúsenosťami, historickou a kultúrnou blízkosťou. Nasledujúce grafy zachytávajú vývoj odlevu priamych zahraničných investícií v období 1994-2007.

V grafe 5.7 uvádzame prehľad odlevu priamych zahraničných investícií v európskych tranzitívnych ekonomikách v priebehu rokov 1994 až 2007.

Graf 5.7 Vývoj odlevu priamych zahraničných investícií v európskych tranzitívnych ekonomikách (1994-2007)



Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Spomedzi analyzovaných krajín ako príklad posluži Maďarsko. Maďarsko patrí medzi druhého najväčšieho zahraničného investora spomedzi nových členských krajín Európskej únie, hneď po Poľsku. Rast odlevu priamych zahraničných investícií do zahraničia sa zrýchlil

po roku 2000. Medzi rokmi 2000-2005 sa odlev priamych zahraničných investícií zvýšil viac ako šesť násobne a následne v rokoch 2005 až 2007 sa ešte zdvojnásobil. Hlavnými destináciami maďarských priamych zahraničných investícií sú okolité krajiny ako Slovenská republika, Chorvátsko a Bulharsko. Niektoré špekulatívne investície z daňových dôvodov smerujú na Cyprus a do Luxemburska, Holandska a Švajčiarska. Odhad počtu Maďarských transnacionálnych korporácií je 7000, pričom medzi päť najväčších investorov patria spoločnosti MOL, OTP Bank, Magyar Telekom, MKB Bank a Gedeon Richter.

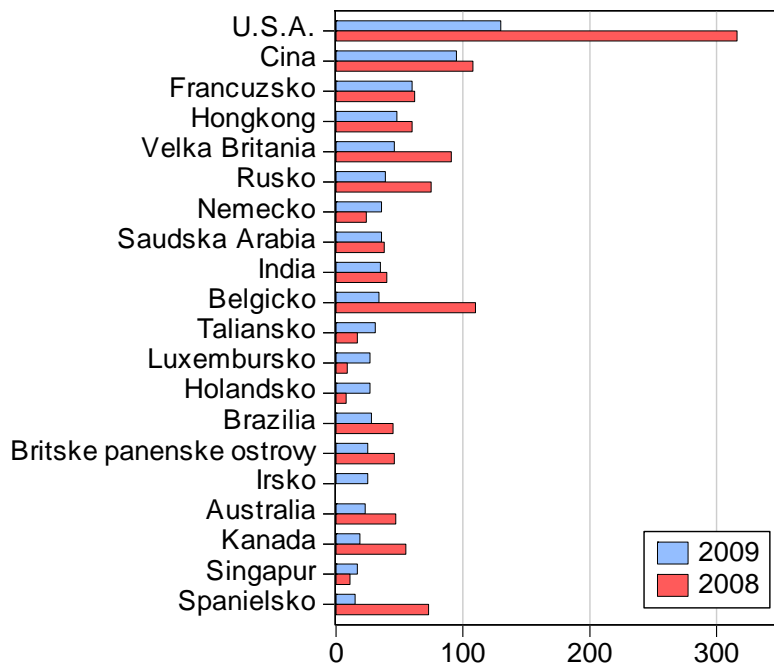
5.3. Hospodárska kríza a jej dopady na vývoj priamych zahraničných investícií v európskych tranzitívnych ekonomikách

Vývoj priamych zahraničných investícií vo svete počas hospodárskej krízy

V roku 2008 poklesol prílev priamych zahraničných investícií vo svete o 16% a v roku 2009 až o 37%. Za poklesom prílevu priamych zahraničných investícií do všetkých oblastí sveta stál celkový pokles ekonomickej aktivity a tiež zníženie finančných možností transnacionálnych korporácií. Rozvíjajúce sa a tranzitívne ekonomiky, ktoré kríza v roku 2008 až tak nezasiahla, po šiestich rokoch nepretržitého rastu, zaznamenali v roku 2009 pokles prílevu priamych zahraničných investícií o 24%. Bolo to spôsobené predovšetkým znížením reinvestovaného zisku, poklesom medzi firemných pôžičiek transnacionálnych korporácií a poklesom cezhraničných akvizícií a fúzií. Od roku 2010 sa prílev priamych zahraničných investícií do týchto krajín dostal opäť do rastu a predpokladá sa že tento trend bude pokračovať aj v budúcnosti. Rozvíjajúce sa a tranzitívne ekonomiky sú atraktívne pre priame zahraničné investície vďaka ich vysokým ekonomickým rastom, otvorenosti a uskutočneným reformám. Dôsledkom toho je, že v týchto krajinách sa sústreďuje skoro polovica celkových prílevov priamych zahraničných investícií. V rebríčku najväčších príjemcov priamych zahraničných investícií z týchto krajín figuruje aj šesť krajín, ktoré patria zároveň medzi najväčších svetových príjemcov priamych zahraničných investícií s vedúcou pozíciou Číny, ktorá je druhým najväčším príjemcom priamych zahraničných investícií na svete hneď po USA. V oblasti priamych zahraničných investícií na zelenej lúke boli v rokoch 2008 a 2009 rozvíjajúce a transformujúce sa krajiny atraktívnejšie ako vyspelé krajiny. V oblasti fúzií a akvizícií je tomu naopak, aj keď ich podiel v rozvíjajúcich a transformujúcich sa ekonomikách stále rastie. Nasledujúci graf ilustruje dvadsať krajín sveta s najväčším prílevom priamych zahraničných investícií v rokoch 2008 a 2009.

V grafe 5.8 uvádzame prehľad dvadsiatich svetových ekonomik s najväčším prílevom priamych zahraničných investícií v rokoch 2008 a 2009.

Graf 5.8 Top 20 krajín sveta s najväčším prílevom priamych zahraničných investícií (2008 a 2009)



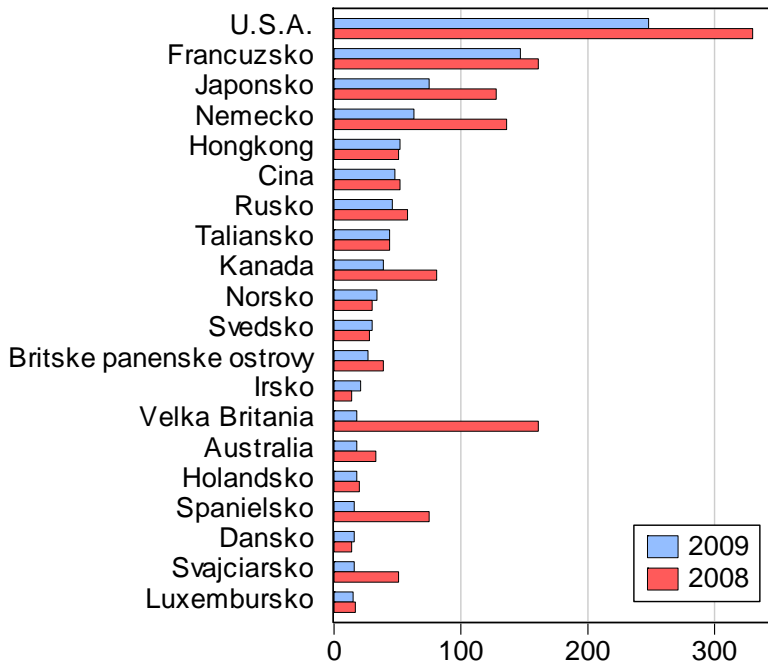
Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mld. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Celková hodnota odlevu priamych zahraničných investícií vo svete sa v roku 2009 znížila o 43%. Odlevy z USA sa znížili najmä v zložke majetková účasť, v dôsledku veľkého odpredaja zahraničných pobočiek v krajinách Európskej únie. Odlev priamych zahraničných investícií z Veľkej Británie poklesol v roku 2009 o 89% a odlev z eurozóny sa dostal na úroveň 328 mld. USD, čo predstavuje sumu nižšiu ako v roku 2005. Odlev priamych zahraničných investícií z rozvíjajúcich a transformujúcich sa krajín predstavoval v roku 2009 229 mld. USD, čo bolo v porovnaní s rokom 2008 o 23% menej. Rok 2009 ukončil päťročné obdobie neustále rastu. Tento pokles bol však menej markantný ako napríklad pokles odlevu priamych zahraničných investícií z vyspelých krajín. Rozvíjajúce sa a tranzitívne ekonomiky si tak vylepšili pozíciu podielu na celkovom svetovom odleve priamych zahraničných investícií na rekordných 25% z 19% podielu v roku 2008. Expanzia zahraničných investícií z rozvíjajúcich a transformujúcich sa krajín sa pripisuje ich významnému ekonomickému rastu, vzniku TNC a rastu domáceho konkurenčného tlaku v týchto krajinách. Čína, Hongkong a Ruská federácia patria zároveň do dvadsiatky krajín najväčších investorov. Transnacionálne korporácie z Číny, Ruska, Indie a Brazílie sa zaraďujú medzi svetových dynamických investorov. Napriek spomínanému, je podiel odlevu priamych zahraničných investícií z rozvíjajúcich a transformujúcich sa krajín stále výrazne nižší ako podiel svetového prílevu priamych zahraničných investícií do týchto krajín. Nasledujúci graf zachytáva 20 krajín sveta s najväčším odlevom priamych zahraničných investícií v rokoch 2008 a 2009.

V grafe 5.9 uvádzame prehľad dvadsiatich svetových ekonomík s najväčším odlevom priamych zahraničných investícií v rokoch 2008 a 2009.

Graf 5.9 Top 20 krajín sveta s najväčším odlevom priamych zahraničných investícií (2008 a 2009)



Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mld. USD

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Dopad hospodárskej krízy na vývoj priamych zahraničných investícií v európskych tranzitívnych ekonomikách v rokoch 2008-2010

Hospodárska kríza sa prejavila aj v európskych tranzitívnych ekonomikách. Ak však analyzujeme stav priamych zahraničných investícií v týchto ekonomikách v rokoch 2008 a 2009 a tieto stavy porovnávame napríklad s rokom 2007, musíme konštatovať, že nedošlo k poklesu stavu priamych zahraničných investícií. Naopak, ich stav sa v roku 2009 zvyšuje v porovnaní s rokom 2007 vo všetkých desiatich analyzovaných krajinách. V roku 2010 v porovnaní s rokom 2009 sa s výnimkou Poľska a Českej republiky stav priamych zahraničných investícií v domácej ekonomike už znížil (tabuľka 5.3).

V tabuľke 5.3 uvádzame prehľad stavu priamych zahraničných investícií v r európskych tranzitívnych ekonomikách a priebehu rokov 2007 až 2010.

Tabuľka 5.3 Stav priamych zahraničných investícií v európskych tranzitívnych ekonomikách (2007-2010)

Krajina	2007	2008	2009	2010
Bulharsko	37860,9	44564,9	48951	47676,7
Česká republika	112408,0	113174,0	125827,0	129893,0
Estónsko	16747,1	16589,8	16782,1	16436,7
Maďarsko	195828,0	256724,0	264628,0	214507,0
Lotyšsko	10841,7	11537,5	11601,9	10750,6
Litva	15061,9	13074,0	14009,6	13448,6
Poľsko	178408,0	164307,0	185202,0	198297,0
Rumunsko	62860,6	68613,6	71980,6	70058,8
Slovenská republika	42695,0	51033,8	52640,7	50678,1
Slovinsko	14375,2	15637,6	15180,8	14392,9

Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Vplyv hospodárskej krízy sa okamžite prejavil na príleve priamych zahraničných investícií. Od roku 2008 bol vo všetkých sledovaných ekonomikách čoraz nižší. Najväčší prepád bol zaznamenaný v Maďarsku, kde sa hodnota prílevu priamych zahraničných investícií dostala v roku 2010 do záporného čísla. Nižší prílev priamych zahraničných investícií súvisel so zníženou úverovou schopnosťou bánk a hospodárskym poklesom v celej Európskej únii.

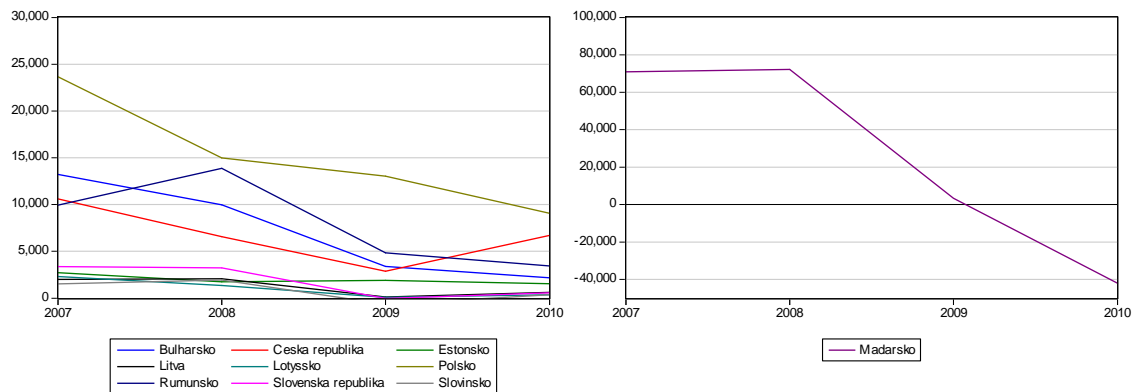
Kríza významne ovplyvnila prílev priamych zahraničných investícií do Maďarska. Už od roku 2008 sa ich objem znižoval, pričom pokles o 30% bol vyšší ako priemerný pokles krajín strednej a východnej Európy (9%), ale nižší ako priemerný pokles krajín EÚ-27 (40%). V roku 2009 bol pokles prílevu priamych zahraničných investícií v Maďarsku predovšetkým v položke ostatný kapitál a reinvestovaný.

Dopad hospodárskej krízy na sledované ekonomiky v oblasti priamych zahraničných investícií bol evidentný. Všetky zaznamenali v rokoch 2009 a 2010 významný pokles prílevu priamych zahraničných investícií v porovnaní s ešte predkrízovým rokom 2007.

V grafe 5.10 uvádzame prehľad prílevov priamych zahraničných investícií v európskych tranzitívnych ekonomikách v priebehu rokov 2007 až 2010.

V roku 2009 a 2010 zaznamenalo Poľsko, tak ako ostatné analyzované krajiny, pokles prílevu priamych zahraničných investícií. Kľúčovým sektorom pre prílev priamych zahraničných investícií v tejto krajine je ťažobný priemysel a reality (trh s nehnuteľnosťami). V roku 2008 pritiahli spolu s finančnými službami viac ako polovicu všetkých priamych zahraničných investícií. Priame zahraničné investície v Poľsku v roku 2009 poklesli v sektore nehnuteľností o 67%, v ťažobnom sektore o 74% a v sektore finančných služieb o 86%.

Graf 5.10 Prílev priamych zahraničných investícií do domácej ekonomiky v európskych tranzitívnych ekonomikách (2007-2010)



Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

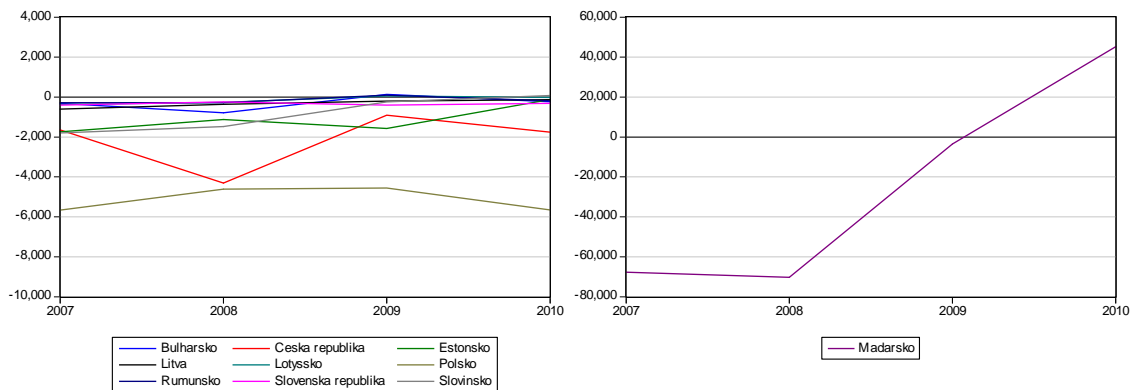
Česká republika v roku 2008 zaznamenala významný prílev priamych zahraničných investícií do automobilového sektora: investície spol. Daimler, Volkswagen a Peugeot-Citroen v celkovej hodnote 1 mld. USD. Kľúčovými sektormi pre prílev priamych zahraničných investícií v roku 2008 bol sektor nehnuteľností a alternatívnych zdrojov energie. Alternatívne zdroje energie reprezentovali dve veľké investície spol. Japan Wind Development a spol. Itochu. V roku 2009 celkový prílev priamych zahraničných investícií do Českej republiky poklesol o 19%. Kľúčové sektory, ktoré zaznamenali pokles, boli sektor nehnuteľností, alternatívne zdroje energie, automobilové zariadenia a komponenty.

V roku 2008 v Lotyšsku viac než 60% z celkového prílevu priamych zahraničných investícií smerovalo do sektoru nehnuteľností, a to v hodnote okolo 2 mld. \$. V roku 2009 spomínaný sektor nehnuteľností zaznamenal iba jednu investíciu v hodnote 100 mil. USD. Rovnaká situácia nastala aj v Slovinsku, kde v roku 2008 do sektoru nehnuteľností smerovali investície v hodnote 430 mil. USD, v roku 2009 to bola iba jedna investícia v hodnote 5 mil. USD (Kolesárová a Chuguryan 2011).

Negatívne aspekty hospodárskej krízy sa prejavili aj na odleve priamych zahraničných investícií. Predovšetkým v roku 2009 došlo k výraznejšiemu spomaleniu odlevov priamych zahraničných investícií zo sledovaných ekonomik. Najvýraznejšie sa to prejavilo opäť v prípade Maďarska, kde dochádza podľa dostupných údajov v roku 2010, k sťahovaniu zahraničných investícií. K podobnej situácii dochádza v roku 2010 aj v prípade Slovinska. Všetky ostatné ekonomiky vykazovali odlev priamych zahraničných investícií, no v oveľa menších objemoch v porovnaní s rokom 2007.

V grafe 5.11 uvádzame prehľad odlevov priamych zahraničných investícií v európskych tranzitívnych ekonomikách v priebehu rokov 2007 až 2010.

Graf 5.11 Odlev priamych zahraničných investícií z domácej ekonomiky v európskych tranzitívnych ekonomikách (2007-2010)



Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mld. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

5.4. Vplyv priamych zahraničných investícií na vybrané ukazovatele v európskych tranzitívnych ekonomikách

Vplyv priamych zahraničných investícií na vybrané parametre európskych tranzitívnych ekonomik budeme analyzovať prostredníctvom vplyvu kumulatívneho šoku na vybrané makroekonomické ukazovatele - HDP, nezamestnanosť, infláciu a vývoj obchodnej bilancie. Tento vplyv budeme sledovať v období rokov 2001-2009, teda rokov s významným prílevom priamych zahraničných investícií do všetkých sledovaných ekonomik, aj počas obdobia pôsobenia hospodárskej krízy. Na odhad tohto vplyvu použijeme kvantitatívnu analýzu.

Na odhad pôsobenia exogénnych šokov priamych zahraničných investícií na ekonomiku krajiny použijeme štvrťročné údaje od roku 2001 do roku 2009 (33 pozorovaní) pre štyri makroekonomické ukazovatele (hrubý domáci produkt, inflácia, miera nezamestnanosti a saldo obchodnej bilancie) pre každú krajinu z analyzovanej skupiny (Bulharsko, Rumunsko, Česká republika, Maďarsko, Poľsko, Slovenská republika, Slovinsko, Estónsko, Litva a Lotyšsko). Všetky údaje boli čerpané zo štatistiky Medzinárodného menového fondu.

Pre ekonometrickú analýzu vplyvu šokov priamych zahraničných investícií na ekonomiku hostiteľskej krajiny použijeme metódu VAR (vektorová autoregresívna metodika). Táto metóda patrí medzi jedny z najúspešnejších, flexibilných a ľahko využiteľných metód na analýzu časových radov viacerých premenných. Výsledné kauzálne dopady nečakaných šokov na skúmané premenné sú zhrnuté vo funkcii odozvy na šok (impulse-response function). Pre naše potreby použijeme prístup rekurzívnej Choleskeho dekompozície variančno kovariančnej matice.

Pred použitím výsledkov ekonometrickej analýzy je potrebné otestovať časové rady na stacionaritu a kointegráciu. Stacionarita časových radov je dôležitým predpokladom kvality ekonometrickej analýzy. Stacionaritu budeme zisťovať prostredníctvom testu jednotkového koreňa použitím rozšíreného Dickeyho-Fullerovho testu a Phillipsovho-Perronovho testu.

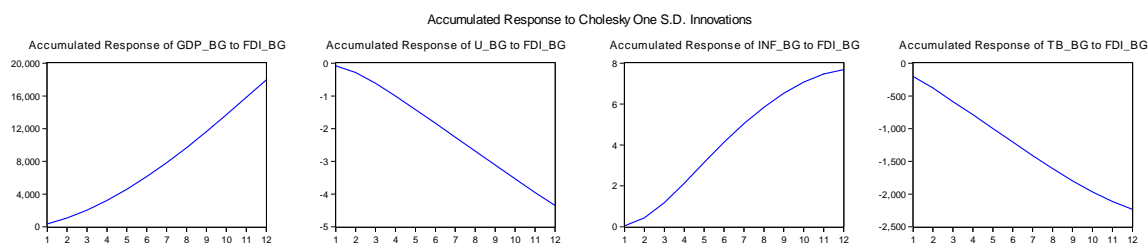
Obidva testy overujú nulovú hypotézu, že časový rad je nestacionárny. Test jednotkového koreňa uskutočnený na hodnotách potvrdil platnosť nulovej hypotézy o prítomnosti jednotkového koreňa pri takmer všetkých časových radoch v jednotlivých krajinách, s výnimkou časových radov pre obchodnú bilanciu (Estónsko, Lotyšsko a Slovenská republika) a priame zahraničné investície (Poľsko, Rumunsko), ktoré sa javili ako stacionárne už na hodnotách. Testovanie na prvých diferenciách nám potvrdilo, že časové rady už neobsahujú jednotkový koreň.

Po overení stacionarity je potrebné ešte uskutočniť Johansenov kointegračný test, ktorého cieľom je overiť existenciu dlhodobých väzieb medzi premennými. Testovanie kointegrácie má tiež význam pre rozlíšenie pravej a falošnej regresie. Výsledky Johansenových testov kointegrácie overili, že medzi skúmanými premennými nie sú prítomné stabilné dlhodobé väzby, teda že premenné nie sú vzájomne kointegrované.

Na základe uskutočnenej analýzy prostredníctvom metódy VAR môžeme zostaviť priebeh impulse-response funkcií v podmienkach analyzovaných krajín, ktoré budú uvádzané v nasledujúcich grafoch. Priebehy impulse-response funkcií nám naznačujú, ako sledovaná premenná reagovala na pôsobenie kumulatívneho šoku v priamych zahraničných investíciách.

V grafe 5.12 uvádzame reakcie endogénnych premenných na kumulatívny šok priamych zahraničných investícií v Bulharsku.

Graf 5.12 Odozva endogénnych premenných na kumulatívny šok priamych zahraničných investícií (Bulharsko)

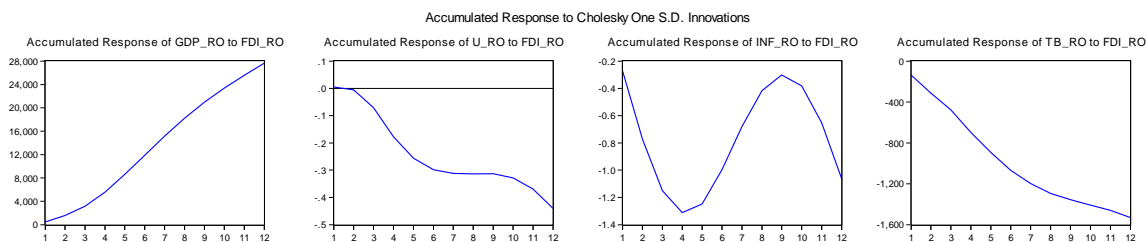


Prameň: Vlastné výpočty

Na základe priebehu impulse-response funkcií v podmienkach **Bulharska** môžeme konštatovať, že permanentne pôsobiaci šok európskych tranzitívnych ekonomík pozitívne ovplyvňuje vývoj HDP, ako aj vývoj zamestnanosti v krajine. Kumulatívny šok priamych zahraničných investícií však viedol k zvyšovaniu miery inflácie a zhoršovaniu stavu obchodnej bilancie.

V grafe 5.13 uvádzame reakcie endogénnych premenných na kumulatívny šok priamych zahraničných investícií v Rumunsku.

Graf 5.13 Odozva endogénnych premenných na kumulatívny šok priamych zahraničných investícií (Rumunsko)

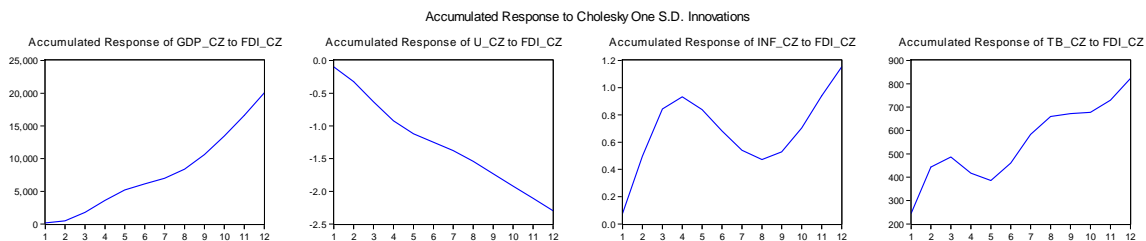


Prameň: Vlastné výpočty

Podobné tendencie, ako v prípade Bulharska, tak aj v prípade **Rumunska**, môžeme sledovať pri prvých dvoch sledovaných premenných - reakcie HDP a vývoji nezamestnanosti. Obidve skúmané premenné pozitívne reagujú na zmeny v priamych zahraničných investíciách. Pomerne nestálu reakciu môžeme sledovať pri vývoji inflácie. Tá v krátkodobnejšom horizonte klesá, aby následne v priebehu troch rokov začala rásť a ku koncu sledovaného obdobia opäť poklesne. Vplyv šoku priamych zahraničných investícií na vývoj obchodnej bilancie je aj v tomto prípade negatívny.

V grafe 5.14 uvádzame reakcie endogénnych premenných na kumulatívny šok priamych zahraničných investícií v Českej republike.

Graf 5.14 Odozva endogénnych premenných na kumulatívny šok priamych zahraničných investícií (Česká republika)

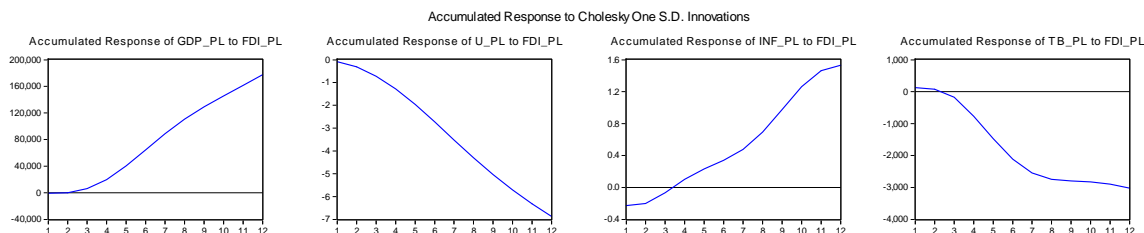


Prameň: Vlastné výpočty

V prípade **Českej republiky** sa opäť potvrdil pozitívny vplyv kumulatívneho šoku priamych zahraničných investícií na vývoj HDP a nezamestnanosti. Pomerne nestabilný vývoj môžeme sledovať pri priebehu impulse-response funkcie pre vývoj inflácie. Tá prvú tretinu sledovaného obdobia rástla, druhú tretinu klesala, aby následne opäť začala rásť. Pozitívny dopad šoku priamych zahraničných investícií môžeme sledovať aj pri vývoji obchodnej bilancie.

V grafe 5.15 uvádzame reakcie endogénnych premenných na kumulatívny šok priamych zahraničných investícií v Poľsku.

Graf 5.15 Odozva endogénnych premenných na kumulatívny šok priamych zahraničných investícií (Poľsko)



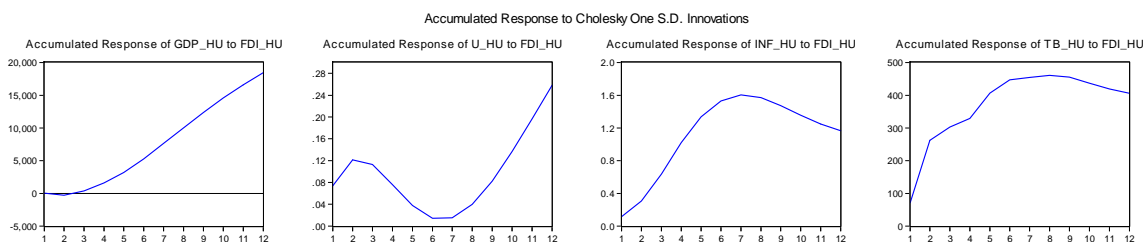
Prameň: Vlastné výpočty

Pozitívnu reakciu vybraných ukazovateľov na kumulatívny šok priamych zahraničných investícií v prípade **Poľska** môžeme sledovať v ukazovateľoch HDP a vývoji nezamestnanosti. Negatívny dopad mal však kumulatívny šok priamych zahraničných investícií na vývoj inflácie a aj obchodnej bilancie.

Reakcia na kumulatívny šok priamych zahraničných investícií v **Maďarsku** mala pri HDP rovnaký priebeh ako v predchádzajúcich krajinách. Iný vývoj však už môžeme pozorovať pri reakcii nezamestnanosti. V prvých rokoch reagovala nezamestnanosť na kumulatívny šok priamych zahraničných investícií poklesom. Avšak neskôr sa pozitívny vplyv vytratil a nezamestnanosť začína opäť rásť. Negatívny vplyv môžeme pozorovať aj v prípade inflácie, ktorá má tendenciu rásť až do začiatku druhej polovice sledovaného obdobia, kedy sa vývoj mierne stabilizuje. Naopak pozitívny vplyv kumulatívneho šoku priamych zahraničných investícií sa prejavuje takmer počas celého sledovaného obdobia na vývoj obchodnej bilancie.

V grafe 5.16 uvádzame reakcie endogénnych premenných na kumulatívny šok priamych zahraničných investícií v Maďarsku.

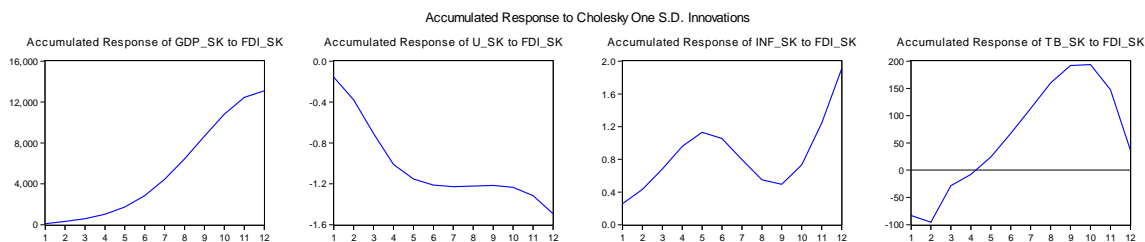
Graf 5.16 Odozva endogénnych premenných na kumulatívny šok priamych zahraničných investícií (Maďarsko)



Prameň: Vlastné výpočty

V grafe 5.17 uvádzame reakcie endogénnych premenných na kumulatívny šok priamych zahraničných investícií v Slovenskej republike.

Graf 5.17 Odozva endogénnych premenných na kumulatívny šok priamych zahraničných investícií (Slovenská republika)



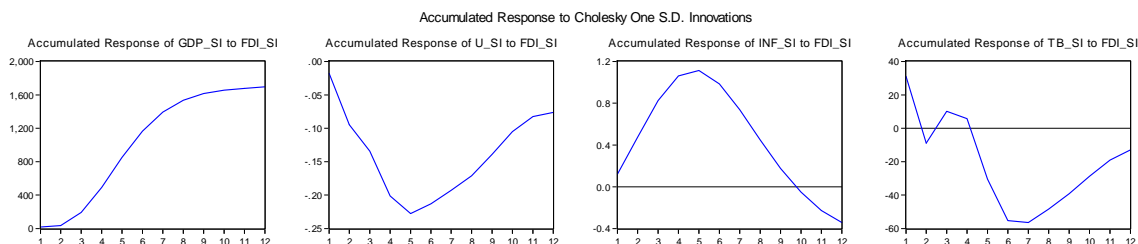
Prameň: Vlastné výpočty

Positívne pôsobenie kumulatívneho šoku priamych zahraničných investícií môžeme v prípade **Slovenskej republiky** pozorovať pri vývoji HDP, nezamestnanosti a obchodnej bilancie, pri ktorej sa však už ku koncu sledovaného obdobia (rok 2009) pozitívny vplyv postupne vytráca. Vývoj inflácie má dlhodobu negatívnu reakciu, aj keď krátkodobo v polovici sledovaného obdobia sa jej prejavil pokles.

Prípád **Slovinska** opäť potvrdzuje pozitívny vplyv kumulatívneho šoku priamych zahraničných investícií na vývoj HDP. Podobne jednoznačné závery sa však nedajú urobiť v prípade nezamestnanosti, ktorej reakcia na pôsobenie priamych zahraničných investícií sa zhruba do polovice sledovaného obdobia javí ako pozitívna, avšak v druhej polovici sa nezamestnanosť začína opäť zvyšovať. Opačný efekt sledujeme pri inflácii, kde zo začiatku prevláda negatívny vplyv - inflácia rastie, ale v druhej polovici sledovaného obdobia sa inflácia začína znižovať. Negatívny vplyv priamych zahraničných investícií na obchodnú bilanciu krajiny sa tak isto vytráca od druhej polovice sledovaného obdobia.

V grafe 5.18 uvádzame reakcie endogénnych premenných na kumulatívny šok priamych zahraničných investícií v Slovinsku.

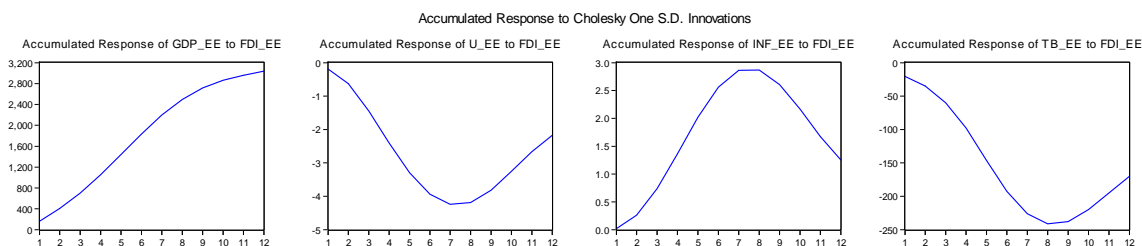
Graf 5.18 Odozva endogénnych premenných na kumulatívny šok priamych zahraničných investícií (Slovinsko)



Prameň: Vlastné výpočty

V grafe 5.19 uvádzame reakcie endogénnych premenných na kumulatívny šok priamych zahraničných investícií v Estónsku.

Graf 5.19 Odozva endogénnych premenných na kumulatívny šok priamych zahraničných investícií (Estónsko)



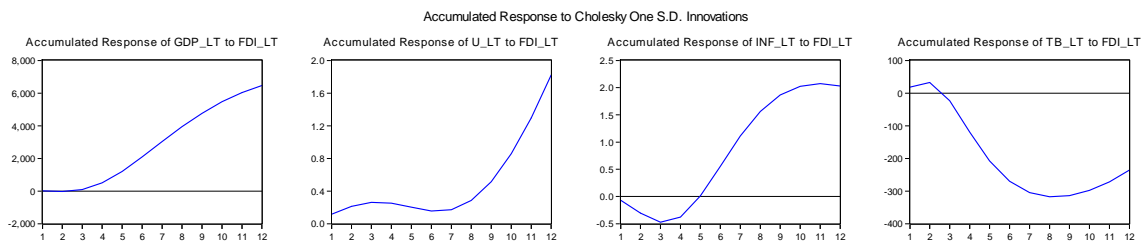
Prameň: Vlastné výpočty

Priebeh impulse-response funkcie v podmienkach **Estónska** naznačuje podobné závery ako v prípade Slovinska. HDP reaguje pozitívne na vplyv kumulatívneho šoku priamych zahraničných investícií. Nezamestnanosť v prvej polovici obdobia klesá, ale následne na to začína opäť rásť. Inflácia naopak zo začiatku reaguje rastom, aby v druhej polovici obdobia klesala. Vývoj obchodnej bilancie naznačuje negatívny vplyv, ktorý sa však ku koncu obdobia začína otáčať.

Pozitívnu reakciu vývoja HDP na kumulatívny šok priamych zahraničných investícií zaznamenávame aj v prípade **Litvy**. Všetky ostatné skúmané premenné však poukazujú na nie veľmi pozitívnu reakciu. Nezamestnanosť počas prvých štyroch rokov skúmaného obdobia výrazne nereagovala, avšak od druhej polovice obdobia sa začína zvyšovať. Podobne aj v prípade inflácie sa negatívna reakcia na šok, teda rast inflácie, prejavuje od polovice pozorovaného časového obdobia. Kumulatívny šok priamych zahraničných investícií ovplyvňuje negatívne aj obchodnú bilanciu.

V grafe 5.20 uvádzame reakcie endogénnych premenných na kumulatívny šok priamych zahraničných investícií v Litve.

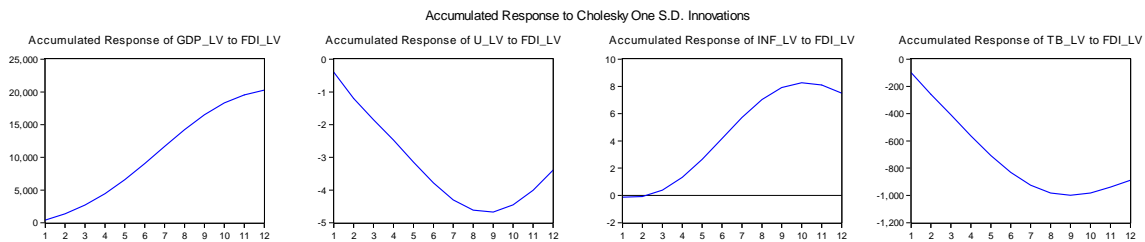
Graf 5.20 Odozva endogénnych premenných na kumulatívny šok priamych zahraničných investícií (Litva)



Prameň: Vlastné výpočty

V grafe 5.21 uvádzame reakcie endogénnych premenných na kumulatívny šok priamych zahraničných investícií v Lotyšsku.

Graf 5.21 Odozva endogénnych premenných na kumulatívny šok priamych zahraničných investícií (Lotyšsko)



Prameň: Vlastné výpočty

Efekt kumulatívneho šoku priamych zahraničných investícií bol v prípade **Lotyšska** pozitívny pri vývoji HDP a nezamestnanosti. Naopak inflácia sa takmer do konca skúmaného obdobia zvyšovala a vplyv na obchodnú bilanciu bol taktiež negatívny.

Na základe uskutočnenej analýzy by sme mohli všeobecne konštatovať, že vo všetkých desiatich analyzovaných ekonomikách vybraných európskych tranzitívnych krajín mal kumulatívny šok priamych zahraničných investícií (teda zmeny v priamych zahraničných investíciách počas sledovaného obdobia rokov 2001-2009) pozitívny vplyv na vývoj HDP. Tento záver by teda mohol podporiť závery štúdií ohľadne pozitívneho vplyvu priamych zahraničných investícií na ekonomický rast a vývoj HDP v hostiteľských krajinách. Je však potrebné zdôrazniť, že v sledovanom období rokov 2001 až 2009 prichádzali do analyzovaných krajín už vo väčšej miere priame zahraničné investície vo forme investícií na zelenej lúke, ktoré práve v tomto období nabiehali výrobu a prispievali tak aj k rastu HDP. Tento záver však bude potrebné potvrdiť v nasledujúcom období, kedy sa ich efekt na ekonomiku hostiteľskej krajiny prejaví vo väčšej miere.

V prípade nezamestnanosti sa všeobecne očakáva, že priame zahraničné investície prinesú do hostiteľskej krajiny nové pracovné miesta, zvýšia produktivitu práce a dokážu dlhodobo znížiť nezamestnanosť. Inak by sa priame zahraničné investície a mnohé investičné stimuly na prilákanie priamych zahraničných investícií v sledovaných krajinách určite nepodporovali a neposkytovali. Nie všetky doteraz uskutočnené štúdie však tento všeobecne očakávaný prínos potvrdzujú. Dobrylovský, Loster (2009) napríklad na základe nimi uskutočnenej analýzy konštatujú, že miera nezamestnanosti v ČR sa aj napriek stovkám miliárd priamych zahraničných investícií nasmerovaných do českej ekonomiky nijak výrazne neznižila. Česká republika sa však nikdy netrápila s vysokými mierami nezamestnanosti. V našom prípade sa pozitívna reakcia na kumulatívny šok priamych zahraničných investícií prejavila v Bulharsku, Rumunsku, Českej republike, Poľsku, Slovenskej republike a Lotyšsku. V týchto krajinách sa dlhodobo nezamestnanosť vplyvom šoku priamych zahraničných investícií znižovala. Nie také jednoznačné výsledky sme dostali v prípade Litvy, Estónska, Slovinska a Maďarska, kde v krátkodobom horizonte bola reakcia nezamestnanosti buď pozitívna, alebo neutrálna. V dlhodobom horizonte sa reakcia mení na negatívnu. Maďarsko však spomedzi analyzovaných krajín malo jednu z najnižších mier nezamestnanosti, ktorá sa miestami pohybovala na úrovni 6%, teda výrazne zníženie nezamestnanosti sa ani nedalo očakávať. Podobne aj v prípade Estónska, Slovinska a Litvy sa približne do polovice obdobia nezamestnanosť znižovala až k hodnotám 3-6%, teda v druhej

polovici obdobia až ku koncu roka 2009 nárast nezamestnanosti nepredstavuje až tak prekvapujúci fenomén.

Všeobecný záver, z uskutočnenej analýzy v oblasti reakcie a vývoja inflácie v sledovaných ekonomikách je, že kumulatívny šok priamych zahraničných investícií spôsobuje rast inflácie. Tento negatívny trend sa prejavil vo všetkých analyzovaných krajinách, aj keď v niektorých prípadoch sa v dlhšom časovom horizonte postupne vytráca. Tento záver by sme mohli podporiť nasledujúcimi argumentmi. Podniky so zahraničným kapitálom vo všeobecnosti prinášajú do hostiteľskej krajiny vyššie mzdy ako domáce podniky. To vytvára priestor na tlak na všeobecný rast miezd v ekonomike, čo následne spôsobuje zvýšený domáci dopyt a s tým súvisiaci aj rast cenovej hladiny. Podobne pôsobí aj druhý argument opierajúci sa o ekonomický rast podporovaný priamymi zahraničnými investíciami. Rast HDP so sebou prináša aj rast cenovej hladiny.

Prichádzajúce priame zahraničné investície v prvých rokoch svojej pôsobnosti môžu zhoršiť obchodnú bilanciu domácej krajiny. Súvisí to s budovaním nových závodov, do ktorých sa zariadenia a technológia dováža a v bilancii to vykazuje daná krajina ako import. No tento negatívny efekt veľmi rýchlo zanikne potom, čo daný závod začne vyrábať a svoju produkciu neumiestňuje iba na domácom trhu, ale veľkú časť z nej exportuje. Vtedy sa zvyšuje export. Negatívnu reakciu na kumulatívne šoky priamych zahraničných investícií najmä zo začiatku obdobia môžeme sledovať v našom prípade v Estónsku, Litve, Lotyšsku, Poľsku a Slovinsku. Dlhotrvajúci negatívny vplyv má šok priamych zahraničných investícií v prípade Bulharska a Rumunska. Tu by sme však najmä v prípade Bulharska mohli uvažovať aj o vplyve menového kurzu, keďže sa v sledovanom období kurz bulharského leva napríklad voči doláru výrazne posilňoval. Pozitívny vplyv na obchodnú bilanciu priniesli zmeny v priamych zahraničných investíciách v prípade Českej republiky, Maďarska a Slovenskej republiky.

5.5. Zhrnutie

Obdobie rokov 2001 až 2009 bolo v európskych tranzitívnych ekonomikách (Bulharsko, Rumunsko, Litva, Lotyšsko, Estónsko, Poľsko, Maďarsko, Česká republika, Slovenská republika a Slovinsko) charakteristické v oblasti priamych zahraničných investícií, okrem ešte pokračujúcej privatizácie, už aj vo väčšej miere budovaním podnikov na zelenej lúke. Od týchto investícií sa očakávalo zvýšenie zamestnanosti, produktivity práce, exportu, HDP, transfer technológií a ďalšie pozitívne efekty na ekonomiku. Uskutočnená analýza pôsobenia kumulatívnych šokov priamych zahraničných investícií, predovšetkým tých pozitívnych, spojených so zvýšeným prílevom priamych zahraničných investícií do sledovaných ekonomík, preukázala ich vplyv na všetky analyzované ukazovatele (HDP, nezamestnanosť, infláciu a obchodnú bilanciu). Jednoznačne pozitívny vplyv kumulatívneho šoku priamych zahraničných investícií sa preukázal na vývoji HDP vo všetkých analyzovaných krajinách. Pozitívnu reakciu na šoky môžeme sledovať aj v prípade poklesu nezamestnanosti, no už nie v prípade všetkých sledovaných krajín. V krajinách s nízkou mierou nezamestnanosti, ako napríklad Maďarsku, alebo v krajinách, kde sa zo začiatku obdobia miera nezamestnanosti znížila až na úroveň 5-6% (Litva, Estónsko, Slovinsko) sa

v dlhodobom horizonte pozitívny efekt šoku priamych zahraničných investícií neprejavil. Negatívny vplyv šokov sa prejavil aj v prípade ďalšej sledovanej premennej - inflácie. Tá, minimálne v krátkodobom horizonte vo všetkých analyzovaných krajinách, reagovala rastom. Vplyv šoku priamych zahraničných investícií na obchodnú bilanciu sa taktiež preukázal, ale v tomto prípade môžeme badať rozdielne reakcie. Krátkodobý negatívny, ale v dlhšom období už pozitívny efekt, respektíve iba pozitívny efekt sa prejavil dokopy v ôsmich krajinách. Dlhotrvajúci negatívny vplyv sa prejavil iba v prípade Bulharska a Rumunska.

Na záver je ale potrebné zdôrazniť, že v období rokov 2001-2009 mnohé podniky na základe prílevu priamych zahraničných investícií iba vznikali, alebo pôsobili iba pomerne krátku dobu. Počas sledovaného obdobia už do ekonomického diania zasiahol aj negatívny vplyv svetovej krízy. Preto mnohé efekty priamych zahraničných investícií, či už pozitívne, alebo negatívne sa prejavlia, alebo utrasú až v dlhšom časovom horizonte.

5.6. Literatúra

- [1] BAJO-RUBIO O., DÍAZ-MORA C., DÍAZ-ROLDÁN C. (2010) *Foreign Direct Investment and Regional Growth: An Analysis of the Spanish Case*, Regional Studies, 44(3): 373-382
- [2] BALASUBRAMANYAN V.N., SALISU M., SAPSFORD D. (1996) *Foreign Direct Investment and Growth in EP and IS Countries*, The Economic Journal, 106(434): 92-105.
- [3] BORENSZTEIN E., DE GREGORIO J., LEE J.-W. (1998) *How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth?* Journal of International Economics, 45(1): 115-135
- [4] BOZHILOVA D. (2010) *When FDI is Good for Development: Bulgaria's Accesion, Industrial Restructuring and Regional FDI*, GreeSe Paper No. 33, Hellenic Observatory Papers on Greece and Southeast Europe, March 2010
- [5] CARKOVIC M., LEVINE R (2002) *Does Foreign Direct Investment Accelerate Economic Growth?* Department of Finance Working Paper, University of Minnesota
- [6] CHEN Ch., CHANG L., ZHANG Y. (1995) *The role of foreign direct investment in China's post – 1978 economic development*, World development, Vol.23, No 4, pp 691-703
- [7] DOBRYLOVSKÝ J., LÖSTER T. (2009) *Makroekonomické účinky PZI do a z ČR*, Ekonomika a Management, dostupné na: <http://www.ekonomikaamanagement.cz/cz/clanek-makroekonomicke-ucinky-toku-pzi-do-a-z-cr.html>
- [8] HOANG T.T., WIBOONCHUTIKULA P., TUBTIMTONG B. (2010) *Does Foreign Direct Investment Promote Economic Growth in Vietnam?* ASEAN economic Bulletin 27(3): 295-311
- [9] HUDÁKOVÁ J. (2006) *Analýza priamych zahraničných investícií v SR a ich vplyv na produktivitu práce*, Ekonomická fakulta, Technická Univerzita v Košiciach, Dizertačná práca

- [10] HOŠKOVÁ A. (2001) *Vplyv priamych zahraničných investícií na ekonomiku Slovenska*, Biatec, 9(9): 7-10
- [11] KOLESÁROVÁ, I., CHUGURYAN, V. (2011). *Všetky krajiny okrem Slovenska zaznamenali pokles prílevu priamych zahraničných investícií, tvrdí pricewaterhousecoopers*, MHSR, dostupné na: <http://www.economy.gov.sk/2214-aktuality/10s132489c>
- [12] MENCINGER J. (2004) *Foreign Direct Investment and Convergence*, dostupné na: http://www.epoc.uni-bremen.de/publications/pup2003/files/Budapest_Mencinger.pdf
- [13] PAUWELS S., IONITA L. (2008) *FDI in Romania: From Low-age Competition to Higher Value-added Sectors*, Ecfm Country Focus, 5(3): 6 p.
- [14] PAIIZ (2008) *List of Major Foreign Investors in Poland 2008*, dostupné na: http://www.paiz.gov.pl/publications/foreign_investors_in_poland
- [15] SABOL, T. a kol. (2005). *Foreign Direct Investments in Central East Europe and Their Impact on Productivity Gap. Analysis Using Statistical and Data Mining Approach*. Viena. Košice. ISBN 80-89232-05-1
- [16] SASS M., KALOTAY K. (2010) *Outward FDI from Hungary and its Policy Context*, Vale Columbia Centre, Columbia FDI Profiles, June 24, 2010
- [17] ITD (2010) *Foreign Direct Investment Hungary: the logical choice*, dostupné na: http://www.itdh.com/engine.aspx?page=Itdh_Foreign
- [18] UNCTAD (2001) *FDI in Brief: Hungary*, dostupné na: http://www.unctad.org/sections/dite_fdistat/docs/wid_ib_hu_en.pdf
- [19] UNCTAD (2010) *World Investment Report 2010*, dostupné na: <http://www.unctad.org/Templates/WebFlyer.asp?intItemID=5539&lang=1>

6. MEDZINÁRODNÝ POHYB KAPITÁLU - DLHOVÉ INVESTÍCIE

Politické reformy z konca 80-tych rokov zmenili nielen dovtedajšie rozdelenie moci, ale spustili aj zmeny v územnom rozdelení krajín Európy. Krajiny tzv. východného bloku vďaka tomu získali politickú aj ekonomickú nezávislosť a nastúpili transformačný proces, ktorého výsledkom mal byť ich prechod od centrálne riadeného k trhovému hospodárstvu. Podľa viacerých odborníkov (Roland, 2000; Blanchard, 1999; Zencchini, 1997) pád „železnej opony“ priniesol úplne nový spôsob nazerania na politické a ekonomické premeny krajín. Mnohí ekonómovia USA a Západnej Európy sa týmto problémom zaoberali a vypracovali niekoľko eventuálnych vízií tohto prechodu. Nikto z nich však nedisponoval potrebnými skúsenosťami. Tie bolo možné získať až samotnou transformáciou. Ekonomiky sa preto častokrát menili postupom „pokus-omyl“. Napriek mnohým ťažkostiam sa však podarilo tak pobaltským krajinám (Estónsko, Litva, Lotyšsko), krajinám V4 (Česká republika, Maďarsko, Slovenská republika, Poľsko), či niektorým krajinám balkánskeho polostrova (Bulharsko, Rumunsko, Slovinsko) zvládnuť svoju transformáciu na takej úrovni, aby sa mohli pričleniť ku krajinám Európskej únie. Po splnení stanovených kritérií sa trom z týchto krajín podarilo prijať aj na spoločnú menu euro.

Krajiny sa zapojili do medzinárodného obchodu, do ktorého sa v minulosti zapájali len veľmi obmedzene, alebo vôbec. V čoraz väčšej miere sa zapájali aj do medzinárodného pohybu kapitálu. Predstavovali dovtedy nevyužitú trhy a oproti západným krajinám disponovali niekoľkými ekonomickými výhodami (napr. boli ochotné poskytnúť daňové úľavy, disponovali kvalifikovanou lacnou pracovnou silou, apod.) Táto ich participácia však častokrát znamenala, že na uskutočnenie potrebných krokov museli získať prostriedky predovšetkým z cudzích zdrojov. V praxi to prinieslo nárast objemu ich dlhov. Dlhová kríza, ktorá zasiahla svetové hospodárstvo, tak vďaka ich otvorenosti a naviazanosti na zahraničný obchod, len prehĺbila vnútorné problémy týchto krajín. Cieľom tejto časti preto je, v kontexte vývoja základných ukazovateľov týchto krajín, analyzovať dopad zapojenosti krajiny do medzinárodného pohybu kapitálu. Analýza je zameraná len na tzv. ostatné financie (dlhové financie), ako jeden zo spôsobov pohybu kapitálu.

6.1. Prehľad literatúry

Snitzer (Snitzer, 2002) sa vo svojej práci zaoberá porovnaním „dlhových financií“ (debt finance) a priamych zahraničných investícií z pozície zahraničného investora, pričom konštatuje, že akceptovateľné riziko spojené s dlhovým financovaním je vo všeobecnosti menej bolestné, ako to, ktoré v sebe nesie investovanie prostredníctvom priamych zahraničných investícií. V záveroch konštatuje, že pokiaľ investícia predstavuje rizikový projekt, resp. investora, ktorý je v investíciách podobného druhu skúsený a má dostatočne silnú pozíciu na domácom trhu, ktorá ho chráni, bude presadzovaná predovšetkým priama zahraničná investícia. Tá však v sebe nesie riziko, že fyzické aktíva investície v hostiteľskej krajine budú znárodnené a v konečnom dôsledku tak nedôjde k naplneniu záväzkov voči investorovi. Toto konanie môže byť postihnuté medzinárodnou sankciou. Napriek tejto hrozbe predstavujú priame zahraničné investície pre investora významné pozitíva (nové trhy, vyššie príjmy a zisky, diverzifikácia rizika a pod.). Ak však investícia v sebe nenesie veľké

riziko a jej spätné toky plynúce z investície sú pod kontrolou obidvoch strán - aj hosťovskej krajiny aj samotného investora - potom dlhové financovanie bude efektívnejšie. Zároveň je pravdepodobnejšie, že daná investícia sa uskutoční a hlavne, že záväzky z nej vyplývajúce budú skutočne naplnené. Ich nesplnenie by pre krajinu znamenalo uplatnenie rôznych medzinárodných sankcií, ako sú: vylúčenie zo svetových kapitálových trhov alebo reštrikcie v medzinárodnom obchode.

Cecchetti (Cecchetti, 2011) sa však na dlhové financie pozerá z iného pohľadu. Vidí v nich predovšetkým tvorbu dlhu. Priznáva, že pokiaľ sa ich tvorbu podarí udržať v určitých medziach, potom takto vytvorený dlh umožní zvýšiť blahobyť v krajine a ekonomika môže rásť. Na druhej strane, vysoké zadĺženie vedie k zničeniu ekonomiky. Vo svojej práci hľadá odpoveď na to, aká miera dlhu je pre ekonomiku priaznivá a aká predstavuje neprijateľné riziko. Podľa výsledkov výskumu, ktorý urobil na 18 krajinách OECD v rozpätí rokov 1980 až 2010, konštatuje, že v priebehu posledných 30 rokov sa celkový dlh (tvorený dlhom vlády, nefinančných korporácií a domácností) v rozvinutých krajinách zvýšil z úrovne 165% HDP v roku 1980 na súčasných 310% HDP, čo v prepočte znamená viac ako 5% každoročný nárast v priebehu posledných troch desaťročí. Záver jeho výskumu hovorí o tom, že pokiaľ sa veľkosť verejného dlhu bude pohybovať na úrovni 80-100% HDP, akékoľvek ďalšie zvyšovanie dlhu bude mať významný dopad na ekonomický rast, resp. bude predstavovať jeho úplné zastavenie. Podobný dopad bude mať aj to, ak dlh vytvorený súkromnými firmami presiahne hranicu 90% HDP a dlh domácností hranicu 85% HDP.

K tomuto pohľadu sa ďalej pridávajú aj Lebow (Lebow, 2004), či Zampolli (Zampolli, 2010), ktorí poukazujú na to, že nielen samotný dlh predstavuje problém. Závažným dôsledkom tvorby dlhu je tzv. dlhová služba. Teda náklady spojené s jeho splácaním. V kombinácii so starnutím obyvateľstva vzniká ďalšia komplikácia - v blízkej budúcnosti sa môžeme dostať do situácie, keď pracujúci nebudú schopní vytvoriť toľko prostriedkov, aby dlh splatili, pretože ich počet na to nebude postačujúci.

K všetkým závažným pozorovaniam treba pridať aj pozorovanie, ktoré priniesol Abbas (Abbas, 2010) vo svojom diele, kde pomocou dostupných dát porovnával ekonomickú pozíciu jednotlivých krajín sveta v 30. tých rokoch 20. storočia (obdobie Veľkej hospodárskej krízy) a v súčasnosti. Jeho závery priniesli zistenie, že ekonomická pozícia krajín v súčasnosti je ešte slabšia, ako bola tá v 30. tých rokoch. Takéto závery môžu znamenať, že ekonomiky, ktoré v súčasnosti bojujú s ekonomickou krízou, môžu mať oveľa väčší problém sa s ňou vyrovnáť, ako tomu bolo po skončení Veľkej hospodárskej krízy.

Väčšina autorov (Hertzber, 2010; Ardagna, 2007; Auerbach, 2011), sa na dlhové financovanie pozerá ako na jeden z primárnych zdrojov tvorby dlhu a vo svojich dielach sa zameriavajú predovšetkým na konsolidáciu verejných financií a snahu o znižovanie tohto dlhu.

6.2. Predmet a metódy analýzy

Predmetom uskutočnených analýz sú tri skupiny krajín. Prvá skupina sú krajiny balkánskeho polostrova - Bulharsko, Rumunsko a Slovinsko. Ich historický vývoj vyústil do

toho, že Slovinsko sa po transformácii stalo prvou krajinou bývalej Juhoslávie, ktorá nielen vstúpila do Európskej únie (rok 2004), ale zároveň ako prvá krajina z 10 v tom roku pristupujúcich krajín prijala aj euro (rok 2007). Rumunsko je momentálne kandidátskou krajinou na vstup do Európskej menovej únie. Bulharsko je jednou z posledných krajín, ktoré pristúpili k Európskej únii.

Druhou skupinou sú Pobaltské krajiny - Estónsko, Litva a Lotyšsko. Všetky tri predstavujú bývalé krajiny ZSSR, ktoré prešli procesom transformácie. Od roku 2004 sú súčasťou Európskej únie. Zatiaľ len Estónsko splnilo podmienky pre prijatie EURA a od 1.1.2011 používa spoločnú menu. Ostatné dve krajiny naďalej používajú svoju pôvodnú menu.

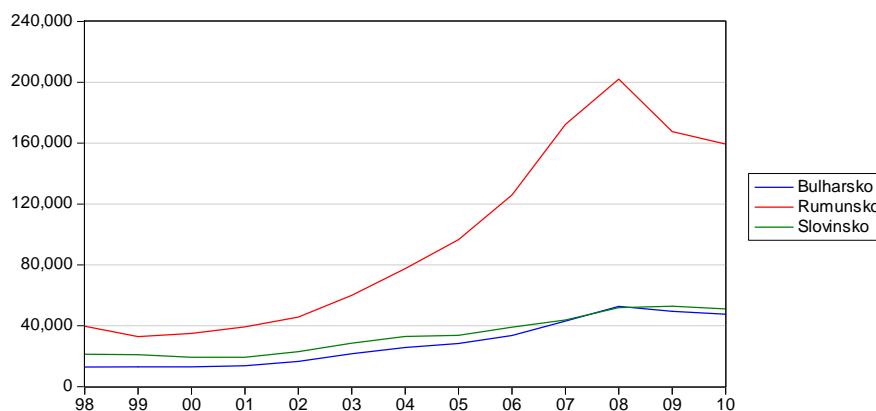
Poslednou skupinou sú krajiny V4 - Česká republika, Maďarsko, Slovenská republika, Poľsko. Všetky štyri krajiny prešli procesom transformácie. Spoločne vstupovali do Európskej únie v roku 2004, ale opäť iba jedna z nich splnila podmienky na prijatie eura - Slovenská republika - a od 1.1.2009 používa túto spoločnú menu.

Pri analýze vývoja týchto krajín sme v najväčšej miere používali údaje poskytované databázami MMF a Svetovej Banky. Analyzované údaje sú v rozpätí rokov 1995-2010. Nie pre všetky ekonomiky boli dostupné údaje pre celé obdobie, preto sme analýzy prispôbili dostupným údajom danej krajiny. Na základe získaných údajov sme sa snažili preukázať štatistickú závislosť medzi veľkosťou dlhových financií krajiny a tvorbou hrubého domáceho produktu. Cieľom bolo poukázať na dopad zvyšovania, resp. znižovania objemu takéhoto medzinárodného toku kapitálu v prostredí transformovaných krajín, resp. krajín v procese transformácie v období pred, počas a po skončení hospodárskej krízy posledného obdobia.

Balkánska oblasť - Bulharsko, Rumunsko, Slovinsko

V grafe 6.1 uvádzame prehľad vývoja HDP v Bulharsku, Rumunsku a Slovinsku počas obdobia rokov 1998 až 2010.

Graf 6.1 Vývoj HDP krajín Balkánskeho polostrova (1998-2010)



Poznámka: HDP je vyjadrený v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Tri krajiny Balkánskeho polostrova - Bulharsko, Rumunsko a Slovinsko predstavujú pomerne odlišné ekonomiky s podobnou históriou. Z pohľadu vývoja ich HDP v priebehu obdobia rokov 1997-2010 môžeme konštatovať, že ich HDP počas celého sledovaného obdobia mal tendenciu rásť.

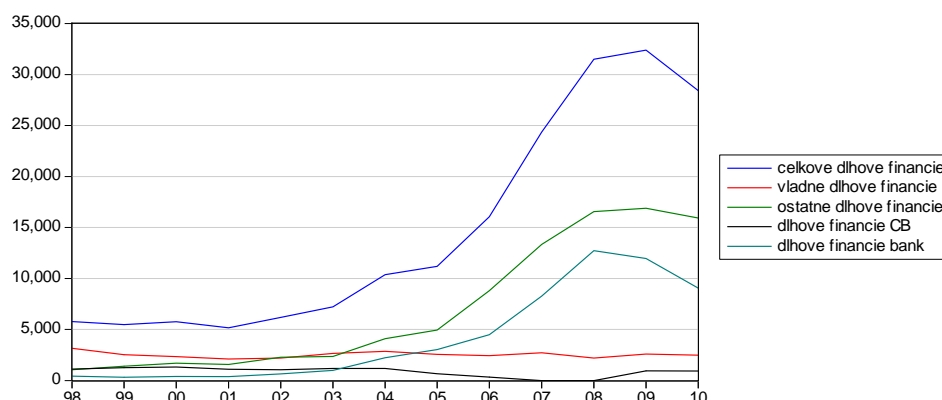
Kým hodnoty HDP v Bulharsku a Slovinsku (graf 6.1) sa vyvíjali takmer totožne a pomerne rovnomerne, HDP Rumunska zaznamenalo v období rokov 2006 až 2010 silné výkyvy. Tento vývoj môžeme spájať s realizáciou reštriktívnej politiky v spojitosti so snahou krajiny o splnenie maastrichtských kritérií pre vstup do Európskej únie a od roku 2009 aj s prejavom hospodárskej krízy.

Bulharsko

Bulharsko bolo v minulosti z pohľadu vyspelosti ekonomiky považované za menej rozvinutú ekonomiku Európy. V priebehu rokov 2001-2007 však v ekonomike došlo k výraznému investičnému boomeru, čo prispelo k postupnému zvyšovaniu HDP. Do krajiny, v ktorej bola nastolená veľmi prísna reštriktívna fiškálna politika a prísne pravidlá pre nastavenie finančných tokov, prúdilo v tomto období množstvo priamych zahraničných investícií. Vláda sa snažila vytvoriť optimálne podmienky pre prilákanie nových investorov, čo sa jej aj darilo. Zlepšila sa spolupráca aj s okolitými krajinami. Okrem priamych zahraničných investícií do krajiny prichádzali aj ďalšie financie, tie dlhové nevynímajúc (MMF, 2007).

V grafe 6.2 uvádzame prehľad vývoja dlhových financií a ich základných komponentov z pohľadu sektorového členenia v Bulharsku počas obdobia rokov 1995 až 2010.

Graf 6.2 Vývoj dlhových financií v Bulharsku (1998-2010)



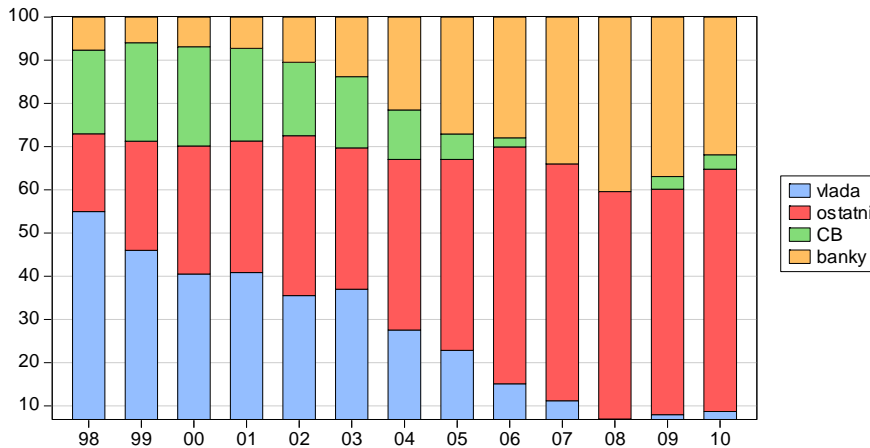
Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Ako graf 6.2 ukazuje, prílev dlhových investícií po roku 2002 výrazne akceleroval. Vrchol rastu bol dosiahnutý v roku 2009 a následne došlo k poklesu. Každý segment sa na tomto raste podieľal určitým percentom.

V grafe 6.3 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry dlhových financií z pohľadu sektorového členenia v Bulharsku počas obdobia rokov 1995 až 2010.

Graf 6.3 Podiel jednotlivých segmentov na tvorbe dlhových financií v Bulharsku (1998-2010)



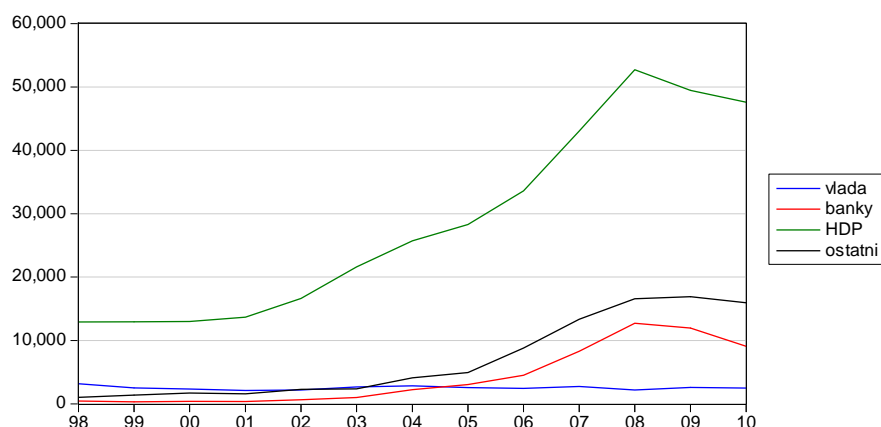
Poznámka: Podiely jednotlivých segmentov sú vyjadrené v percentách.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Najvýraznejšie sa na celkovej tvorbe dlhových financií (graf 6.3) podieľal súkromný sektor (ostatní - takmer 60%), reprezentovaný podnikmi. Za ním nasledovali banky, ale bez centrálnej banky. Tá prispievala v tejto oblasti najmenším dielom. Podiel vlády s vývojom času postupne klesal. Ako sa uvádza v správe o Bulharsku (MMF2, 2010), ekonomika sa po silnom investičnom boome dostala do fázy, keď už nie je až takým lákadlom pre nové investície a vplyvom krízy sa celkový rast investícií zastavil. To prinieslo pokles zamestnanosti a nárast miery nezamestnanosti, čo v kombinácii s problémom starnúceho obyvateľstva môže spôsobiť ekonomike v ďalšom období výrazné problémy.

V grafe 6.4 uvádzame prehľad vývoja vybraných zložiek dlhových financií a HDP v Bulharsku počas obdobia rokov 1995 až 2010.

Ako môžeme vidieť (graf 6.4), problémom môže byť aj prílišná aktivita súkromného sektora a bánk z posledných rokov. Pokiaľ sledované premenné dáme do jedného grafu spolu s HDP krajiny, je evidentné, že HDP až do roku 2009 výrazne rástol, ale spolu s tým rástlo aj zadlžovanie bánk a súkromného sektora. Dlhové financie použité predovšetkým týmito dvoma segmentmi síce prispievali k rastu HDP, ale z dlhodobého pohľadu tvorili dlh. Ten zvyšuje tlak na ďalšie generácie, aby našli spôsob ako zvýšiť objem prostriedkov na jeho splatenie. A to, v kontexte už vyššie spomenutých problémov, môže ešte viac pribrzdiť akýkoľvek rast ekonomiky.

Graf 6.4 Vývoj dlhových financií a HDP v Bulharsku (1998-2010)

Poznámka: Kapitálové pohyby a HDP sú vyjadrené v mil. USD.

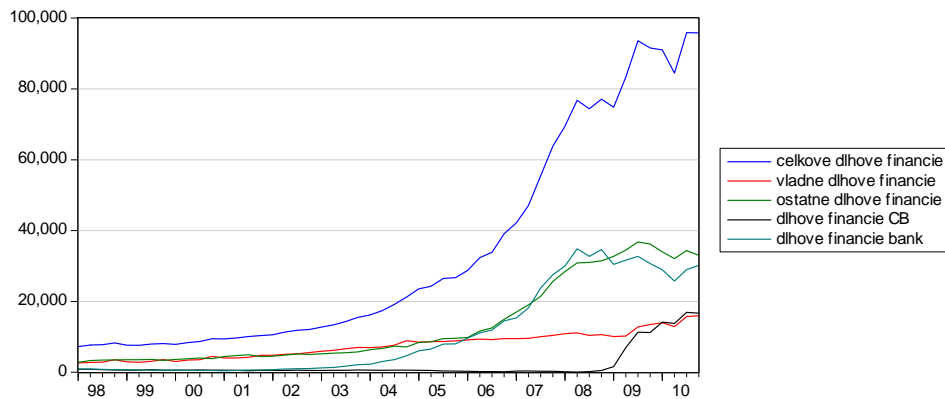
Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Rumunsko

Z troch sledovaných krajín Balkánskej oblasti predstavuje ekonomika Rumunska najväčšiu ekonomiku. Rovnako ako Bulharsko, aj Rumunsko zažilo na začiatku nového tisícročia výrazný nárast prílevu zahraničného kapitálu do krajiny. Potenciál, ktorý sa takto vytvoril však krajina nedokázala zúžitkovať. Ako je vidieť na grafe 6.1, Rumunsko zaznamenalo masívny nárast HDP predovšetkým v období rokov 2002 - 2008 (Duenwald, 2005). Podnikateľská sféra, rovnako ako v mnohých iných transformujúcich sa krajinách, podľahla investičnému rozmachu, ktorý však bol financovaný predovšetkým zo zahraničných fondov. Tento jav znamenal pre ekonomiku možnosť rastu, na druhej strane to spôsobilo nárast dlhu a zvýšilo pravdepodobnosť, že ekonomika nebude schopná svoje záväzky splatiť a to povedie ekonomiku do recesie, resp. krízy. V dôsledku tejto obavy došlo v ekonomike k výraznej úprave právnych noriem a použitiu silnej reštriktívnej fiškálnej politiky. Výsledkom bolo, že s Rumunskom boli zahájené rozhovory o vstupe krajiny do Európskej únie a tým krajina získala veľmi silný argument v prospech získavania zahraničných finančných prostriedkov.

V grafe 6.5 uvádzame prehľad vývoja dlhových financií a ich základných komponentov z pohľadu sektorového členenia v Rumunsku počas obdobia rokov 1998 až 2010.

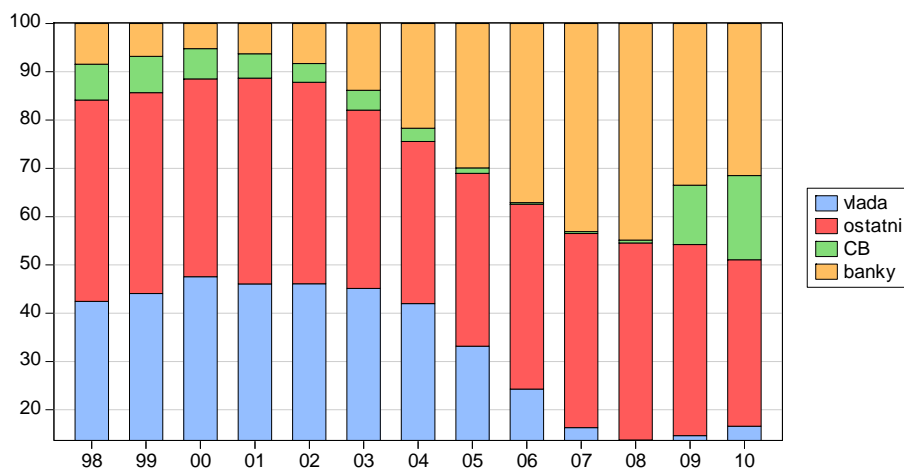
Ako vyplýva z grafu 6.5, výrazný prílev dlhových financií sa začal už v roku 2004 a údaje len potvrdzujú, že v najväčšej miere sa na tomto vývoji podieľali firmy (ostatné dlhové financie), ale aj banky, ktorých väčšina bola v rukách zahraničných investorov. Výrazným prejavom dopadu hospodárskej krízy je nárast dlhových financií zo strany centrálnej banky, ktorá sa takto snažila získať dodatočné prostriedky pre udržanie ekonomiky. Išlo predovšetkým o strednodobé a dlhodobé finančné prostriedky.

Graf 6.5 Vývoj dlhových financií v Rumunsku (1998-2010)

Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

V grafe 6.6 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry dlhových financií z pohľadu sektorového členenia v Rumunsku počas obdobia rokov 1998 až 2010.

Graf 6.6 Podiel jednotlivých segmentov na tvorbe dlhových financií v Rumunsku (1998-2010)

Poznámka: Podiely jednotlivých segmentov sú vyjadrené v percentách.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

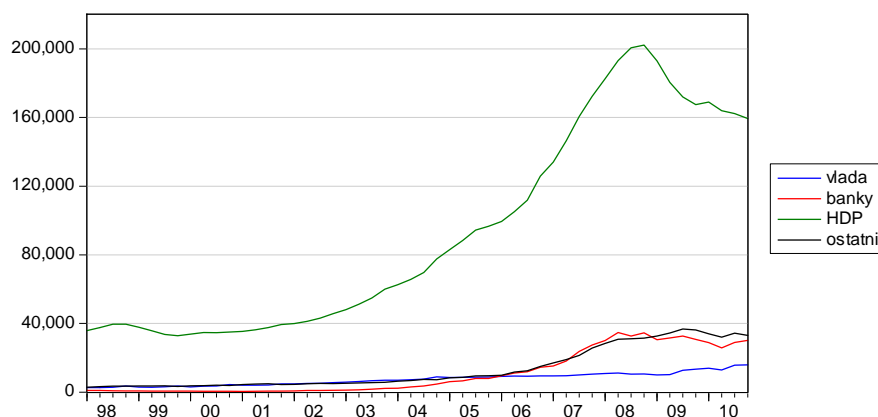
Vývoj percentuálnych podielov odzrkadľuje vnútorné zmeny v ekonomike (graf 6.6). Kým v období 90. rokov sa nielen podniky, ale aj vláda snažili prostredníctvom dlhových peňazí dosiahnuť ekonomický rast, od roku 2003 už vláda presadzovala prísne pravidlá riadenia finančných tokov v krajine a postupne sa zo získavania tohto druhu kapitálu stiahla. Zaviedla nové pravidlá, ktoré umožnili vstup zahraničného kapitálu do ekonomiky prostredníctvom bankového a finančného sektora a v nasledujúcich rokoch už plynuli dlhové financie do krajiny práve prostredníctvom tohto sektora. Ako je zrejme z grafu 6.6,

percentuálny podiel bánk sa od roku 2002 rýchlo zvyšoval a v čase vrcholiaceho ekonomického rastu krajiny bol dokonca vyšší ako podiel firiem (ostatní).

V porovnaní s vývojom HDP krajiny konštatujeme, že s rastom HDP rástol nielen objem dlhových financií v krajine, ale aj ich podiel na HDP (kým v roku 1998 tvorili dlhové financie 21% vyprodukovaného HDP, v roku 2008 to bolo 38,13% a v roku 2010 to bolo až 60,09%). Najvýraznejšie sa na tom podieľali predovšetkým banky a firmy. V porovnaní s ostatnými krajinami však v rokoch 2009-2010 nie je zanedbateľný ani podiel centrálnej banky, ktorá sa snažila získať prostriedky pre stabilizáciu ekonomiky (graf 6.7).

V grafe 6.7 uvádzame prehľad vývoja vybraných zložiek dlhových financií a HDP v Rumunsku počas obdobia rokov 1998 až 2010.

Graf 6.7 Vývoj dlhových financií a HDP v Rumunsku (1998-2010)



Poznámka: Kapitálové pohyby a HDP sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Slovinsko

Poslednou zo sledovaných krajín balkánskej oblasti je ekonomika Slovinska. Prešla podobným vývojom ako to bolo v prípade Rumunska a Bulharska. Transformácia tejto krajiny však bola rýchlejšia a efektívna. Slovinsko ako prvá krajina z desiatky prístupujúcich krajín Európskej únie v roku 2004 dokázala splniť maastrichtské kritéria a v roku 2007 vstúpila aj do Európskej menovej a hospodárskej únie. Prijatie eura malo priniesť ekonomike rôzne pozitíva. Jedným z nich malo byť aj ľahšie zapájanie sa do medzinárodného pohybu kapitálu. Od prijatia eura mnohí odborníci očakávali, že sa krajine podarí vybudovať kapitálový trh, ktorý dovtedy v krajine prakticky nefungoval. Jeho vytvorenie by znamenalo pre krajinu väčšiu stabilitu.

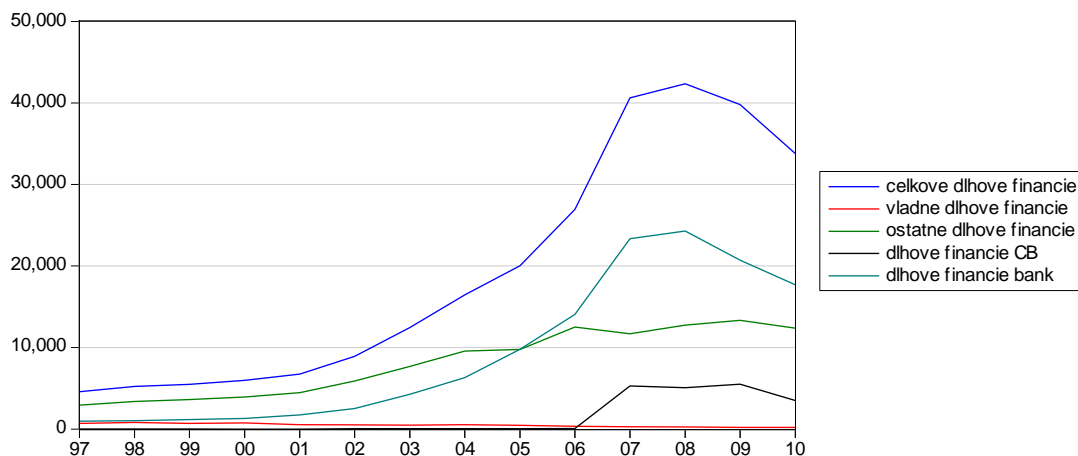
V priebehu posledných štyroch rokov (2007-2011) sa podarilo vytvoriť alebo zlepšiť investičné možnosti krajiny. Slovinská burza cenných papierov sa začlenila do Skupiny búrz stredoeurópskych krajín (CEESEG), čo jej umožňuje podieľať sa na väčšine obchodov uskutočnených v tejto oblasti. Najväčšie podniky krajiny sú v súčasnosti na tejto burze

kótované a ich akcie sú medzinárodne obchodovateľné. Celková trhová kapitalizácia burzy v hodnote 6,6 bilióna eur dosahovala v roku 2010 približne 18% HDP Slovinska.

Súčasťou uskutočnených zmien na kapitálovom trhu je aj rastúci prílev financií. Ich súčasťou sú aj dlhové financie. Ako vyplýva z grafu 6.8, ich prílev sa začal v roku 2000 a v priebehu nasledujúcich ôsmich rokov vzrástol až na osemnásobok svojej pôvodnej hodnoty. Tento vývoj môžeme považovať za odraz snahy ekonomiky o čo najrýchlejšie splnenie požadovaných kritérií. Zároveň je to výsledok potrieb prefinancovať nevyhnutné reformy v krajine.

V grafe 6.8 uvádzame prehľad vývoja dlhových financií a ich základných komponentov z pohľadu sektorového členenia v Slovinsku počas obdobia rokov 1997 až 2010.

Graf 6.8 Vývoj dlhových financií v Slovinsku (1997-2010)

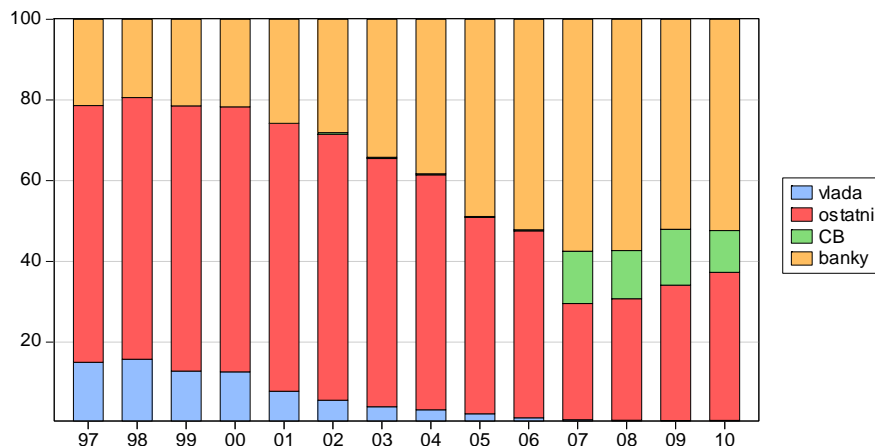


Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

V grafe 6.9 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry dlhových financií z pohľadu sektorového členenia v Slovinsku počas obdobia rokov 1997 až 2010. Z pohľadu podielu jednotlivých segmentov na celkovej sume dlhových financií je vývoj nasledovný.

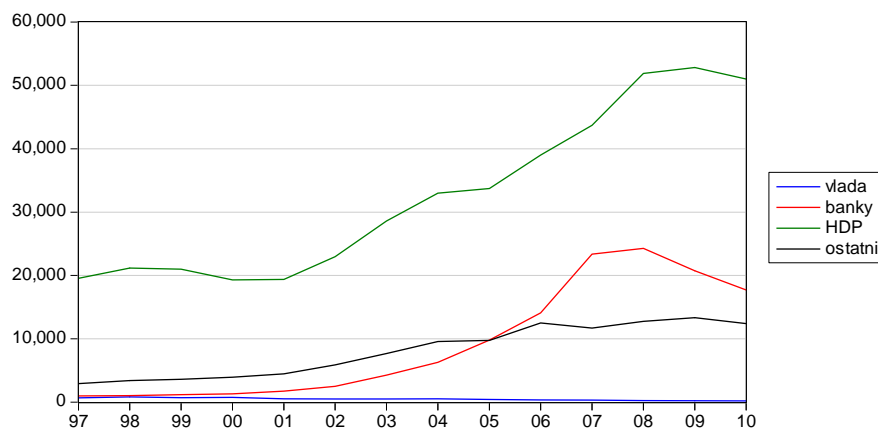
Situácia Slovinska (graf 6.9) je v mnohom podobná so situáciou Bulharska. Kým však v Bulharsku sa na dosiahnutom ekonomickom raste podieľali dlhové financie predovšetkým firemného sektora, v prípade Slovinska sa situácia v sledovanom období menila. Do roku 2005 to bol práve firemný sektor, ktorý v prevažnej miere pomáhal ekonomickému rastu, od roku 2005 sa však presadil predovšetkým bankový sektor a ten predstavoval hnaciu silu ekonomiky. Po prijatí eura sa vo väčšej miere začala do tejto oblasti zapájať aj centrálna banka.

Graf 6.9 Podiel jednotlivých segmentov na tvorbe dlhových financií v Slovinsku (1997-2010)

Poznámka: Podiely jednotlivých segmentov sú vyjadrené v percentách.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

V grafe 6.10 uvádzame prehľad vývoja vybraných zložiek dlhových financií a HDP v Slovinsku počas obdobia rokov 1997 až 2010.

Graf 6.10 Vývoj dlhových financií a HDP v Slovinsku (1997-2010)

Poznámka: Kapitálové pohyby a HDP sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

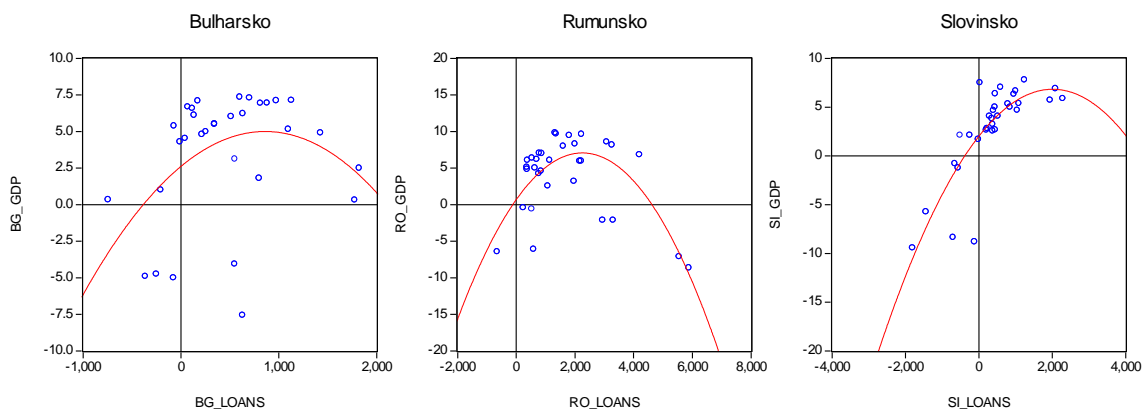
Slovinsko má ešte jedno špecifikum, ktoré ho odlišuje od ostatných krajín balkánskej oblasti. Kým v Bulharsku, či Rumunsku počas celého sledovaného nepresiahol pomer dlhových financií na HDP hodnotu 60% HDP, v Slovinsku dosiahol tento pomer hodnotu viac ako 90% a to v roku 2007, teda roku prijatia eura. V ďalších rokoch dochádzalo k postupnému znižovaniu tohto pomeru a to zvýšením objemu HDP a súbežným zmenšením

objemu dlhových financií. Túto skutočnosť odzrkadľuje aj objemový vývoj HDP v porovnaní s vývojom objemu dlhových financií jednotlivých segmentov (graf 6.10).

Prepojenosť dlhových financií a HDP v krajinách Balkánskeho polostrova

Štatistickým otestovaním sme sa snažili potvrdiť, že požíčovanie si jednotlivých krajín v zahraničí má relevantný dopad na vybrané ekonomické ukazovatele. Vybraným ukazovateľom bol HDP.

Graf 6.11 Veľkosť vplyvu dlhových financií na HDP



Prameň: Vlastné výpočty.

V grafe 6.11 uvádzame prehľad výsledkov štatistického testovania vplyvu dlhových financií na vývoj HDP v Bulharsku, Rumunsku a Slovinsku.

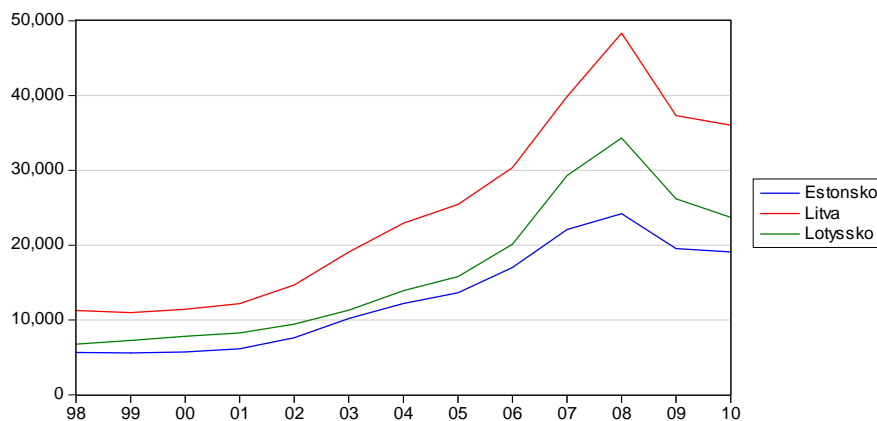
Použitím koeficientu determinácie sme určili štatistickú závislosť sledovaných premenných (graf 6.11). Na základe získaných výsledkov sme došli k záveru, že v krajinách Rumunsko a Slovinsko majú dlhové financie viac ako 70% podiel na medziročnej zmene HDP. V Slovinsku je to dokonca viac ako 80% podiel. Ide o veľmi významnú závislosť. V prípade Slovinska je táto závislosť podporená aj faktom, že ako jediná krajiny Balkánskeho zoskupenia bola a je poberateľom pôžičiek od rôznych medzinárodných organizácií a zoskupení. Bulharsko vykazuje miernu závislosť (41%).

Pobaltská oblasť - Estónsko, Litva, Lotyšsko

Tri krajiny Pobaltskej oblasti - Estónsko, Litva a Lotyšsko predstavujú tri krajiny bývalého Sovietskeho zväzu. Éra ich novodobej samostatnosti je spojená s rozpadom ZSSR a postupným formovaním nových ekonomických pomerov postavených na podmienkach trhovej ekonomiky. Ich vývoj je v niečom podobný s krajinami Balkánskej oblasti. Všetky tri krajiny prešli alebo ešte prechádzajú procesom transformácie. Všetky tri sú súčasťou Európskej únie, ale len jednej sa zatiaľ podarilo splniť všetky prístupové podmienky maastrichtskej zmluvy a prijala spoločnú menu euro - Estónsko (2011). Z pohľadu vývoja ich HDP v priebehu obdobia rokov 1997-2010 môžeme povedať, že ich HDP počas celého sledovaného obdobia rástol.

V grafe 6.12 uvádzame prehľad vývoja HDP v Estónsku, Litve a Lotyšsku počas obdobia rokov 1998 až 2010.

Graf 6.12 Vývoj HDP krajín Pobaltskej oblasti (1998-2010)



Poznámka: HDP je vyjadrený v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

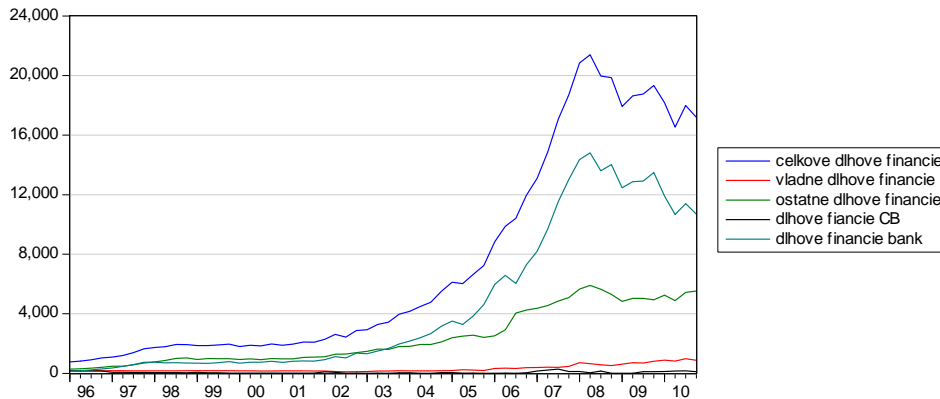
Vývoj HDP všetkých troch krajín je vlastne veľmi podobný (graf 6.12). Postupný rast HDP, ktorý vyvrcholil v roku 2008 a bol zastavený prepuknutím hospodárskej krízy. Napriek tomu, že každá z týchto ekonomík sa od Ruska osamostatnila, ich napojenosť na trhy Ruska bola naďalej natoľko významná, že kríza Ruska v rokoch 1998-1999 sa prejavila poklesom HDP vo všetkých troch pobaltských ekonomikách. Následne došlo vo všetkých troch krajinách ku zmene politiky a prístupu. Išlo predovšetkým o bankový sektor a súkromný firemný sektor. Vlády sa snažili vytvoriť priaznivé podmienky pre investície - tak domáceho, ako aj zahraničného charakteru. V rámci bankového sektora došlo buď k privatizácií, alebo k inej zmene, ktorej cieľom bola efektivita činností, ziskovosť a lepšie riadenie kapitálových tokov. Znamenalo to však aj väčšie možnosti v oblasti poskytovania úverov. Ekonomiky si sami začali formovať úverovú bublinu, ktorá praskla v roku 2008. Výsledkom bol pokles HDP, vysoká miera nezamestnanosti a bankrot množstva firiem. Paradoxne, situácia celého regiónu pomohla ekonomike každej z pobaltských krajín a tie v roku 2010 zaznamenali opätovný rast. Je teda zaujímavé, že ešte aj v krízovom období sa vývoj ukazovateľa vo všetkých troch krajinách vyvíjal podľa rovnakej schémy. Svedčí to aj o vnútornej prepojenosti týchto troch krajín.

Estónsko

Estónsko po získaní nezávislosti v roku 1991 budovalo ekonomiku ako keby nanovo. Snažilo sa čo najrýchlejšie prejsť procesom transformácie. Zahájilo veľmi silnú privatizáciu predovšetkým v oblasti telekomunikácií, železníc a energetiky. Od roku 2000 zároveň došlo k silnému zadlžovaniu sa predovšetkým súkromného sektora reprezentovaného firmami, ktoré začali získavať finančné prostriedky pre rozvoj prostredníctvom domácich úverov od bánk. Od roku 2004 (od vstupu do Európskej únie), tak ako je to zakreslené aj v grafe 6.13, sa však

firmy, ale predovšetkým bankový sektor, začali výrazne zapájať do medzinárodného pohybu kapitálu aj prostredníctvom dlhových financií.

Graf 6.13 Vývoj dlhových financií v Estónsku (1996-2010)



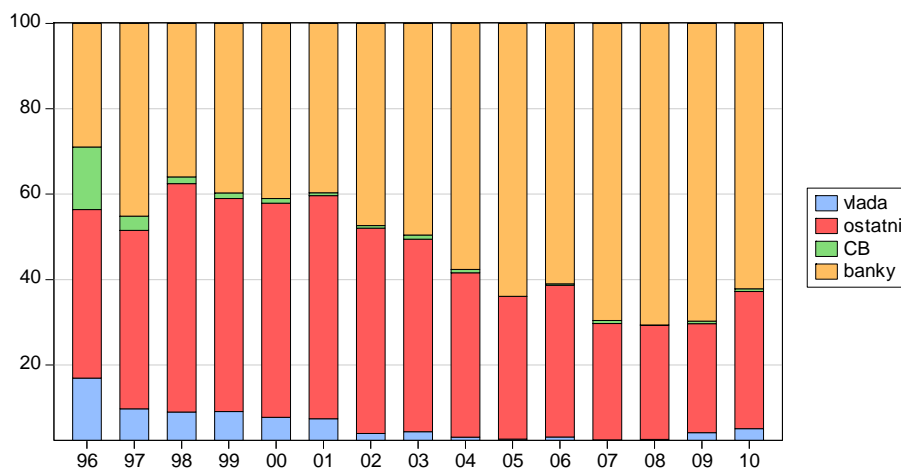
Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

V grafe 6.13 uvádzame prehľad vývoja dlhových financií a ich základných komponentov z pohľadu sektorového členenia v Estónsku počas obdobia rokov 1996 až 2010.

V grafe 6.14 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry dlhových financií z pohľadu sektorového členenia v Estónsku počas obdobia rokov 1996 až 2010.

Graf 6.14 Podiel jednotlivých segmentov na tvorbe dlhových financií v Estónsku (1996-2010)



Poznámka: Podiely jednotlivých segmentov sú vyjadrené v percentách.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

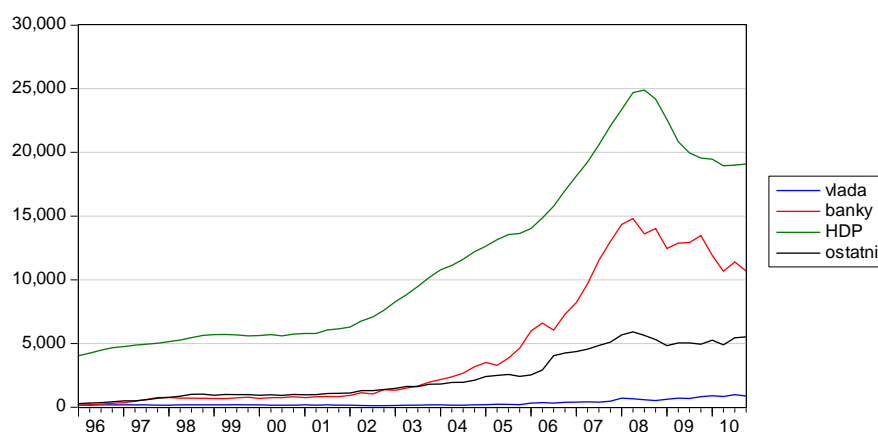
Nárast dlhových financií zo strany vlády je badateľný až v období prepuknutia hospodárskej krízy, ale nepredstavuje výrazné zapojenie sa vlády do tohto typu

medzinárodných operácií. Zaujímavé je však sledovať percentuálny podiel jednotlivých segmentov na celkovej hodnote dlhových financií.

Kým v polovici 90. rokov vytvárali dlhové financie predovšetkým firmy (ostatní) a banky s touto oblasťou kapitálu ešte len postupne začínali, po vstupe krajiny do Európskej únie sa tento pomer obrátil v prospech bánk (graf 6.14). Na základe zakresleného vývoja sa dá dokonca povedať, že banky doslova vykrývali pokles dlhových financií zo strany firiem (viď rok 2006 graf 6.14). Môže to svedčiť aj o snahe zo strany štátu o lepšiu kontrolu kapitálových tokov krajiny a teda o zavedení príslušnej legislatívy do praxe. V roku 2010 sa prejavil mierny pokles aj zo strany bánk, ale nepovažujeme to za nijak výraznú zmenu. Aj tento spôsob zadlžovania však vytvára situáciu, v ktorej ekonomika nestíha svojou produkciou pokryť rastúce zadlženie.

V grafe 6.15 uvádzame prehľad vývoja vybraných zložiek dlhových financií a HDP v Estónsku počas obdobia rokov 1996 až 2010.

Graf 6.15 Vývoj dlhových financií a HDP v Estónsku (1996-2010)



Poznámka: Kapitálové pohyby a HDP sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

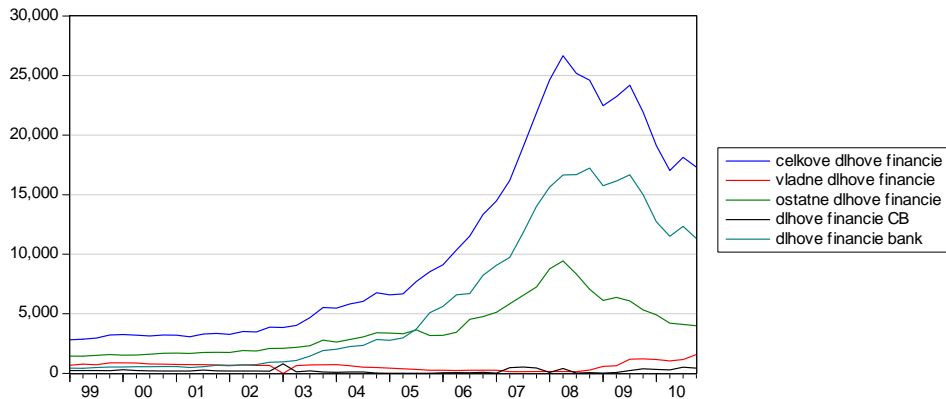
Spolu s rastom HDP dochádzalo aj k rastu veľkosti podielu dlhových financií na HDP (graf 6.15). Išlo predovšetkým o dlhové financie bánk, ktoré sa po vstupe do Európskej únie veľmi výrazne podieľali aj na tvorbe samotného HDP a na základe vývoja by sme mohli povedať, že príchod hospodárskej krízy priniesol pre ekonomiku Estónska mierne pribrzdenie tejto aktivity bankového sektora (graf 6.15).

Litva

Rovnako, ako v prípade Estónska, aj Litva predstavuje postkomunistickú krajinu, bývalú ekonomiku ZSSR, ktorá svoju samostatnosť získala po politických zmenách v rokoch 1989-1990. Predstavuje najväčšiu ekonomiku z troch pobaltských krajín. Priebeh jej transformácie však prebiehal rovnako, ako v prípade ostatných dvoch krajín.

V grafe 6.16 uvádzame prehľad vývoja dlhových financií a ich základných komponentov z pohľadu sektorového členenia v Litve počas obdobia rokov 1999 až 2010.

Graf 6.16 Vývoj dlhových financií v Litve (1999-2010)



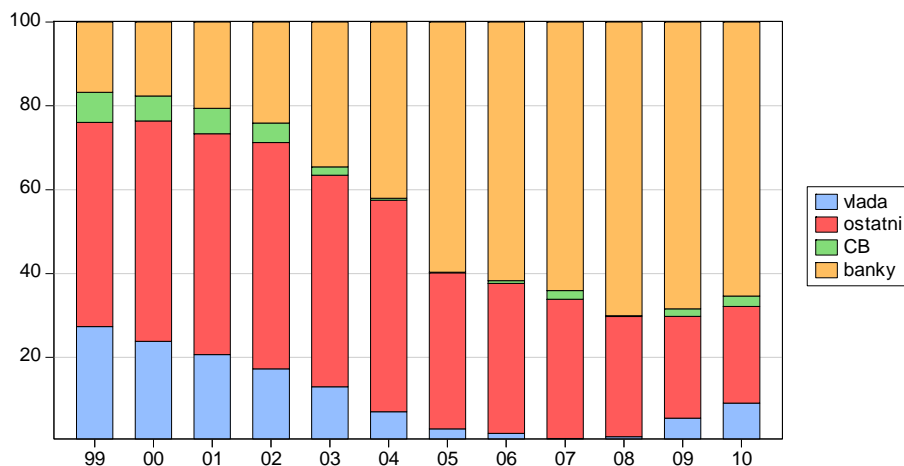
Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

V porovnaní s vývojom Estónska sa však segmenty začali do dlhových financií zapájať výraznejšie naozaj až po vstupe do Európskej únie, ale následné zapojenie bolo oveľa výraznejšie, ako v prípade Estónska. Je to samozrejme spojené aj s veľkosťou ekonomiky.

V grafe 6.17 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry dlhových financií z pohľadu sektorového členenia v Litve počas obdobia rokov 1999 až 2010.

Graf 6.17 Podiel jednotlivých segmentov na tvorbe dlhových financií v Litve (1999-2010)



Poznámka: Podiely jednotlivých segmentov sú vyjadrené v percentách.

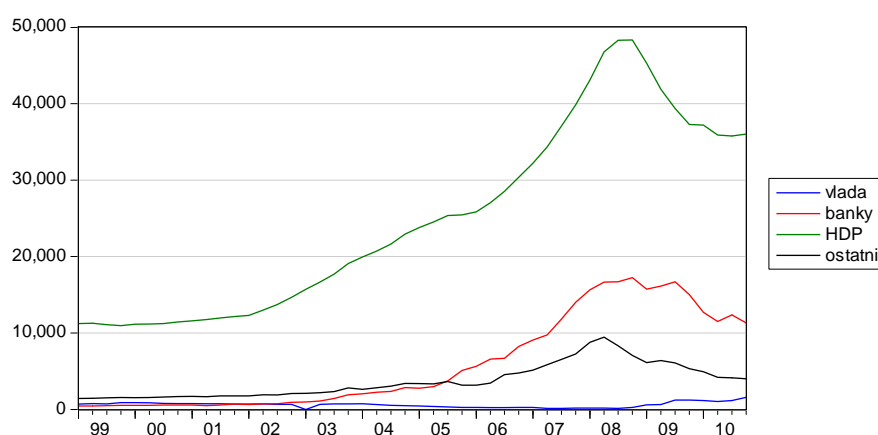
Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Z pohľadu percentuálneho podielu jednotlivých segmentov na dlhových financiách (graf 6.17) sú zaujímavé dva roky. Z pohľadu vývoja zo strany dlhových financií vlády

a centrálnej banky je to začiatok roka 2003. Vzhľadom na vstup Litvy do Európskej únie v roku 2004 sa jedná o obdobie hodnotenia naplnenosti stanovených kritérií zo strany Európskej únie. Vláda v tomto období vôbec neprispela k tvorbe dlhových financií. Chýbajúce prostriedky však krajina zabezpečovala prostredníctvom centrálnej banky, čím sa krajina mohla vyhnúť určitým problémom napr. vo výkazníctve. Následne vláda pokračovala v postupnom sťahovaní sa z trhu dlhových financií. Druhým zaujímavým bodom je tretí kvartál roku 2005. Do tohto bodu bol podiel firiem (ostatní) na celkovej sume dlhových financií okolo 50% a podiel bánk sa postupne, aj keď pomerne rýchlo, zväčšoval. Od tohto bodu však dochádza ku vykrývaniu zníženia na strane firiem zvýšením podielu na strane bánk. Domnievame sa, rovnako ako v prípade Estónska, že to môže byť spôsobené snahou o lepšiu kontrolu kapitálových tokov krajiny a teda zavedením príslušnej legislatívnej úpravy pre dosiahnutie stanoveného cieľa.

V grafe 6.18 uvádzame prehľad vývoja vybraných zložiek dlhových financií a HDP v Litve počas obdobia rokov 1999 až 2010.

Graf 6.18 Vývoj dlhových financií a HDP v Litve (1999-2010)



Poznámka: Kapitálové pohyby a HDP sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

V poslednom porovnaní vykazuje ekonomika Litvy veľké rozdiely oproti Estónsku. Dlhové financie síce umožnili krajine dosiahnuť pomerne vysoký ekonomický rast aj hodnotu samotného HDP, ale na druhej strane, pomer dlhových financií na HDP nikdy nepresiahol hodnotu 59%, kým v prípade Estónska to bolo takmer 90%. Rozdiel je daný aj veľkosťou ekonomiky, ale predovšetkým je závislosťou od tohto druhu financií. Rovnako, ako v prípade Estónska, aj Litve priniesla hospodárska kríza zníženie rozdielu medzi hodnotou HDP a objemom dlhových financií (graf 6.18).

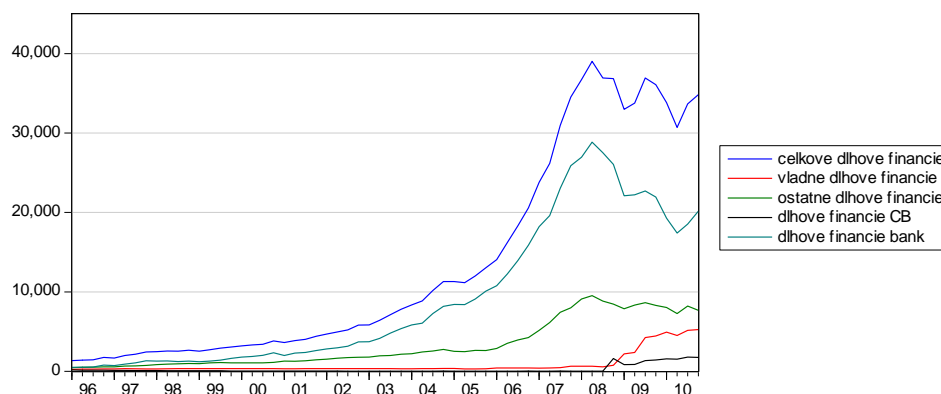
Lotyšsko

Lotyšsko predstavuje poslednú z pobaltských krajín. Svoju nezávislosť získala v roku 1991 a v roku 2004 vstúpila do Európskej únie. V priebehu 90tých rokov sa ekonomika Lotyšska musela vysporiadať až s dvomi negatívnymi vplyvmi. V prvom prípade išlo o krach

najväčšej Lotyšskej banky, čo spôsobilo bankovú krízu a druhým momentom bola kríza Ruska. Tá priniesla krajine vysoký deficit, ktorý sa podarilo znížiť až v roku 2003. Do polovice roku 2008 bola ekonomika tejto krajiny najrýchlejšie rastúcou ekonomikou v Európe. V priebehu transformácie, ešte pred vstupom do Európskej únie, prebehla v krajine rozsiahla privatizácia a v rukách štátu ostalo len niekoľko strategických firiem. Výraznými premenami prešiel aj celý bankový systém krajiny. Banky, ktoré boli tvorené v multikulturálnom prostredí Lotyšska (krajina oddávna slúžila ako spojnica medzi východom a západom), poučené problémami, ktoré sme už spomenuli, boli pripravené na uskutočnenie rýchlych a efektívnych zmien. Výsledkom bolo vytvorenie bankového systému s dobrým medzinárodným hodnotením (Ba3 od Moody's), školeným, jazykovo zdatným personálom (čo umožňovalo rozvíjať obchodovanie tak s klientelou z Ruska, ako aj zo západnej Európy, či Ameriky), so stabilnými, jasne definovanými pravidlami a prílevom zahraničného kapitálu (Cosmopolis, 2009). Tento fakt umožnil dosahovať rýchle tempo ekonomického rastu. Na druhej strane však priniesol aj to, že postupne sa krajina zapájala v čoraz väčšej miere aj do dlhového financovania (graf 6.19).

V grafe 6.19 uvádzame prehľad vývoja dlhových financií a ich základných komponentov z pohľadu sektorového členenia v Lotyšsku počas obdobia rokov 1996 až 2010.

Graf 6.19 Vývoj dlhových financií v Lotyšsku (1996-2010)

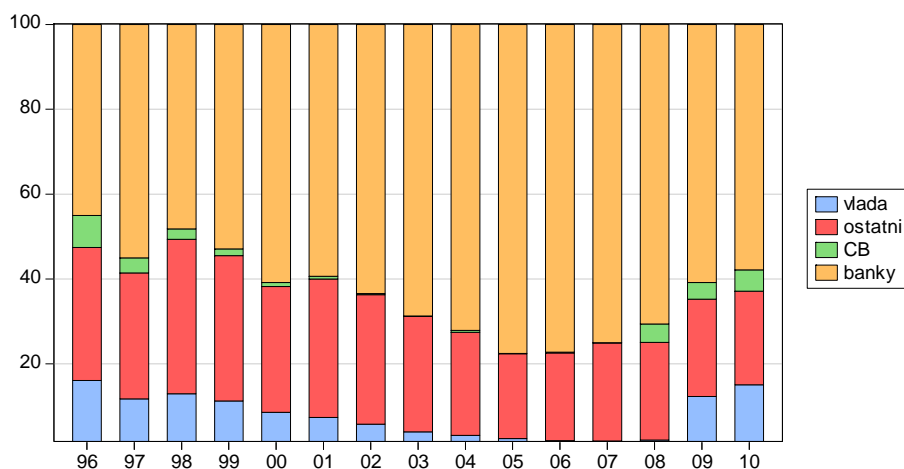


Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Vývoj tejto situácie v Lotyšsku je v mnohom podobný s vývojom v Litve a Estónsku. Odlišné je skôr rozvrstvenie, resp. podiel jednotlivých segmentov na tvorbe tohto kapitálu.

V grafe 6.20 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry dlhových financií z pohľadu sektorového členenia v Lotyšsku počas obdobia rokov 1996 až 2010.

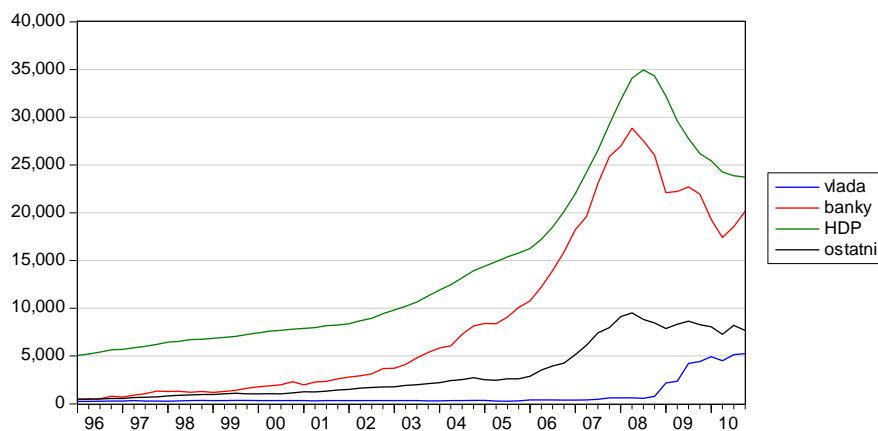
Graf 6.20 Podiel jednotlivých segmentov na tvorbe dlhových financií v Lotyšsku (1996-2010)

Poznámka: Podiely jednotlivých segmentov sú vyjadrené v percentách.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Kým v ostatných pobaltských krajinách sa podiel bánk na celkovej hodnote postupne zvyšoval a v určitom bode vlastne nahradil pokles podielu firiem nárastom vlastného podielu, v Lotyšsku je od začiatku sledovaného obdobia určujúcim podielom na celkovej sume podiel bánk (graf 6.20). Taktiež, daný podiel dosiahol spomedzi pobaltských krajín najvyššiu hodnotu (takmer 80%). Z pohľadu vlády je pochopiteľný návrat v roku 2009 na tieto trhy vzhľadom na snahu zmierniť dopad hospodárskej krízy a stabilizovať ekonomiku.

V grafe 6.21 uvádzame prehľad vývoja vybraných zložiek dlhových financií a HDP v Lotyšsku počas obdobia rokov 1996 až 2010.

Graf 6.21 Vývoj dlhových financií a HDP v Lotyšsku (1996-2010)

Poznámka: Kapitálové pohyby a HDP sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

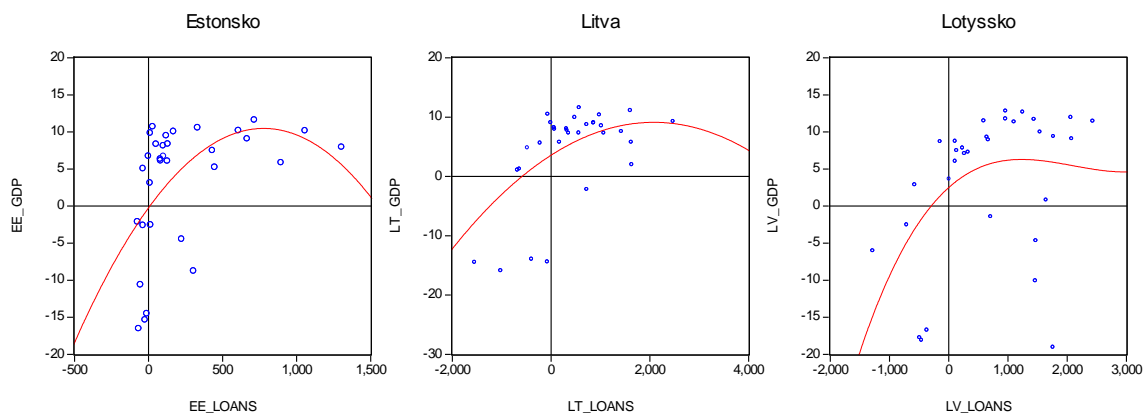
Ako je vidieť v grafe 6.21, ani ekonomický rast nedokázal zabezpečiť dostatočnú úroveň HDP, ktorá by bola schopná pokryť objem dlhových financií, ktoré vytvoril hlavne sektor bánk. Prasknutie úverovej bubliny síce prinieslo pokles objemu týchto investícií, ale prepuknutie celosvetovej hospodárskej krízy v kontexte ostatných faktorov viedli k tomu, v roku 2010 sa bankový sektor opäť vrátil k tomuto kapitálu.

Prepojenosť dlhových financií a HDP v pobaltských krajinách

Štatistickým otestovaním sme sa snažili potvrdiť, že požíčovanie si jednotlivých krajín v zahraničí má relevantný dopad na vybrané ekonomické ukazovatele. Vybraným ukazovateľom bolo HDP.

V grafe 6.22 uvádzame prehľad výsledkov štatistického testovania vplyvu dlhových financií na vývoj HDP v Estónsku, Litve a Lotyšsku.

Graf 6.22 Veľkosť vplyvu dlhových financií na medziročnú zmenu HDP



Prameň: Vlastné výpočty.

Použitím koeficientu determinácie sme určili štatistickú závislosť sledovaných premenných. Na základe získaných výsledkov sme došli k záveru, že v krajinách Estónsko a Lotyšsko majú dlhové financie 54%, resp. 61% podiel na medziročnej zmene HDP. V Litve je to dokonca menej ako 50% podiel (45%). Kým v prípade Estónska a Lotyšska môžeme hovoriť o vysokej závislosti, v prípade Litvy sa jedná už len o miernu závislosť.

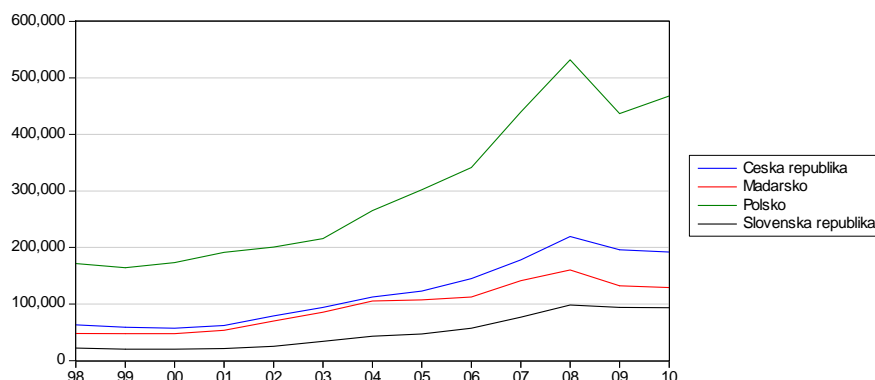
Krajiny V4 - Česko, Maďarsko, Poľsko, Slovenská republika

Poslednou analyzovanou skupinou krajín sú krajiny V4. Tieto krajiny neboli súčasťou ZSSR, ale patrili do sféry jeho vplyvu. Po roku 1989 došlo k politickým zmenám, ktoré v konečnom dôsledku viedli ku vzniku štyroch samostatných demokratických krajín. Najväčšou ekonomikou je ekonomika Poľska, najmenšou je ekonomika Slovenskej republiky. Všetky štyri krajiny prešli alebo prechádzajú procesom transformácie a všetky sú súčasťou Európskej únie. Tak, ako v prípade predchádzajúcich zoskupení, len jedna z nich zavŕšila svoju snahu vstupom do Európskej menovej únie - Slovenská republika (2009). Je paradoxom, že z daného zoskupenia ide o najmenšiu ekonomiku. Na druhej strane,

ekonomika Slovenskej republiky predstavuje podľa posledných údajov druhú najrozvinutejšiu krajinu tohto zoskupenia, hneď po Česku. Z pohľadu vývoja HDP sa v období rokov 1997-2010 môžeme povedať, že HDP vo všetkých ekonomikách rástlo.

V grafe 6.23 uvádzame prehľad vývoja HDP v Českej republike, Maďarsku, Poľsku a Slovenskej republike počas obdobia rokov 1998 až 2010.

Graf 6.23 Vývoj HDP krajín V4 (1998-2010)



Poznámka: HDP je vyjadrený v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

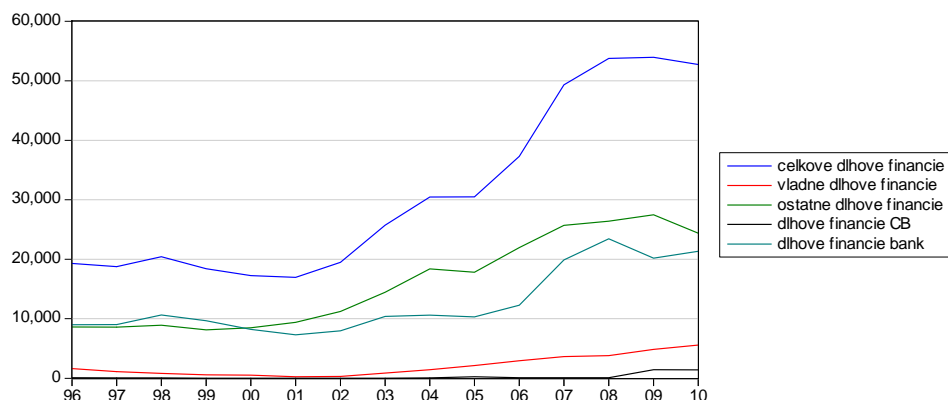
Všetky štyri ekonomiky zaznamenali najvýraznejší rast HDP v období rokov 2004-2008 (graf 6.23). Rast ekonomík bol spôsobený predovšetkým prílevom priamych zahraničných investícií, zmenou legislatívy a reštriktívnou fiškálnou politikou, ktorú bolo nutné uplatniť kvôli naplneniu kritérií na vstup do Európskej únie.

Česká republika

Ekonomika Českej republiky sa musela v roku 1997 vyrovnáť s finančnou krízou. Problémom bola predovšetkým meškajúca reštrukturalizácia podnikateľského prostredia, ako aj to, že sa nepodarilo vytvoriť efektívny a dobre fungujúci kapitálový trh. Tieto problémy v roku 1997 vyvrcholili menovou krízou. Ekonomiku sa nakoniec podarilo stabilizovať a v období rokov 2000-2007, vďaka rastu domáceho dopytu, prílevu mnohých zahraničných investícií, ale aj tvorbe domácich investícií, ekonomika dosahovala výrazný rast. V snahe o vstup do Európskej únie boli prijaté legislatívne úpravy a pristúpilo sa k reštriktívnej politike, čo umožnilo mať infláciu, i mieru nezamestnanosti pod kontrolou. Česko nebolo veľmi zasiahnuté ani krízou z rokov 2007-2010. Bolo to predovšetkým vďaka tomu, že české banky sa poučili z problémov, ktorým čelili v 90. rokoch a nastavili svoje pravidlá, predovšetkým v oblasti poskytovania úverov a pôžičiek tak, aby neohrozovali svoju likviditu. Svoju úlohu tu zohral aj fakt, že ekonomika Českej republiky vyprodukovala v predchádzajúcom období najmenší dlh spomedzi malých krajín strednej a východnej Európy. Ďalším faktorom, ktorý zohral svoju úlohu je, že až 99% dlhu domácnosti je denominovaných v českej korune.

V grafe 6.24 uvádzame prehľad vývoja dlhových financií a ich základných komponentov z pohľadu sektorového členenia v Českej republike počas obdobia rokov 1996 až 2010.

Graf 6.24 Vývoj dlhových financií v Českej republike (1996-2010)



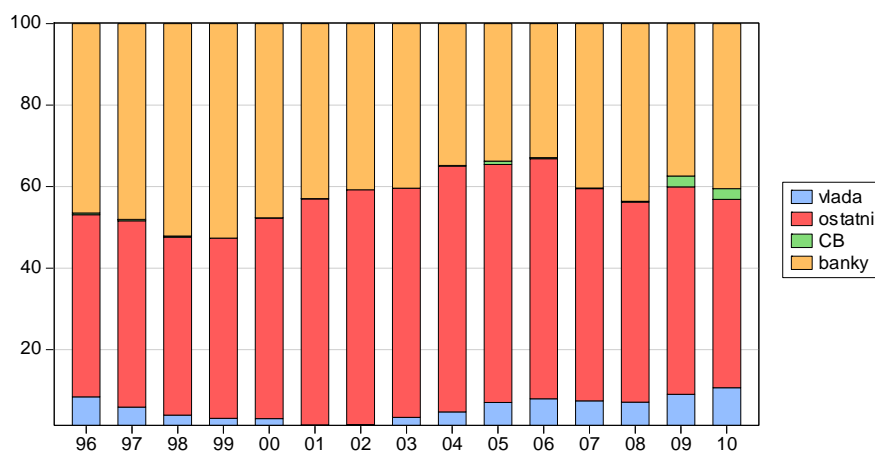
Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Ako môžeme vidieť v grafe 6.24, v sledovanom období nedochádzalo k výrazným výkyvom v dlhových financiách. Rovnako, ako v prípade predchádzajúcich zoskupení, objemovo najvýraznejšie sú dlhové financie vytvárané firmami (ostatné), resp. bankovým sektorom.

V grafe 6.25 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry dlhových financií z pohľadu sektorového členenia v Českej republike počas obdobia rokov 1996 až 2010.

Graf 6.25 Podiel jednotlivých segmentov na tvorbe dlhových financií v Českej republike (1996-2010)



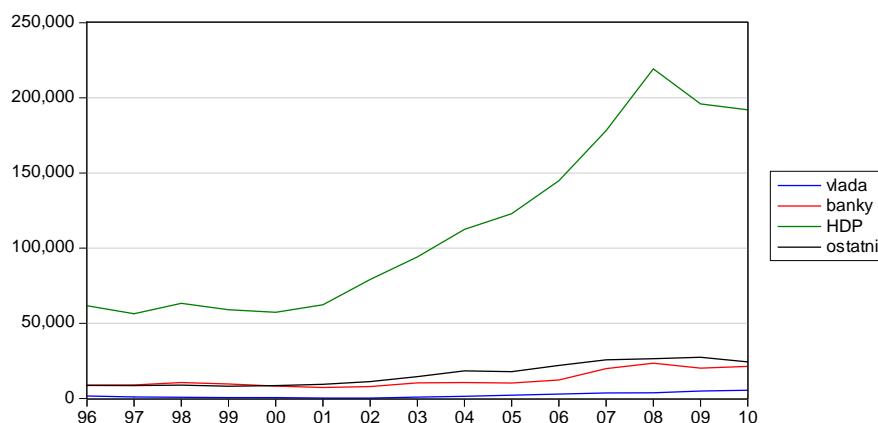
Poznámka: Podiely jednotlivých sektorov sú vyjadrené v percentách.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Z pohľadu percentuálneho podielu jednotlivých segmentov na celkovej sume (graf 6.25) v najväčšej miere podieľal súkromný sektor reprezentovaný firmami. Za nim nasledoval segment bánk.

V grafe 6.26 uvádzame prehľad vývoja vybraných zložiek dlhových financií a HDP v Českej republike počas obdobia rokov 1996 až 2010.

Graf 6.26 Vývoj dlhových financií a HDP v Českej republike (1996-2010)



Poznámka: Kapitálové pohyby a HDP sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

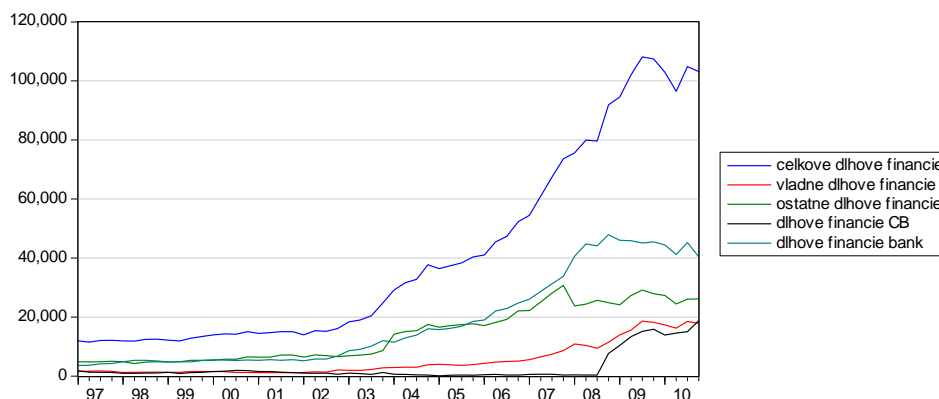
Z pohľadu podielu dlhových financií na HDP má Česká republika špecifickú pozíciu v porovnaní nielen s ostatnými krajinami V4, ale v podstate v porovnaní so všetkými sledovanými krajinami. Tento ukazovateľ v sledovanom období zaznamenáva klesajúci trend a to aj napriek tomu, že objem dlhových financií sa v priebehu obdobia trojnásobne zvýšil. Ako je vidieť na grafe 6.25, rýchlosť vývoja, resp. nárast objemu vyprodukovaného HDP ekonomiky je tak veľký, že ekonomika nebola závislá na dlhových financiách.

Maďarsko

Maďarsko spustilo hneď v roku 1990 proces privatizácie svojich malých a stredných podnikov. Táto privatizácia bola v priebehu rokov 1990-1994 úspešne ukončená. Ekonomiku však výraznejšie ovplyvnili veľké firmy, ktoré prišli v podobe priamych zahraničných investícií. Privatizácia malých firiem však predstavovala dôležitý krok v transformácii ekonomiky. Ekonomika Maďarska sa od svojho začiatku snažila vyrovnať s výrazným deficitom štátneho rozpočtu. Na riešení tejto situácie sa podieľal MMF, ako aj Svetová banka. Na jednej strane prostriedky, ktoré od týchto dvoch subjektov Maďarsko získalo pomohli ekonomiku naštartovať (spolu s prílevom priamych zahraničných investícií do krajiny), na druhej strane tieto prostriedky postupne navyšovali dlh krajiny. Z pohľadu zapojenia sa krajiny do medzinárodného pohybu kapitálu môžeme konštatovať, že Maďarsko v porovnaní s ostatnými krajinami V4 využívalo viacero možností zapojenia sa a pomocou takto získaných prostriedkov sa im darilo produkovať porovnateľné HDP.

V grafe 6.27 uvádzame prehľad vývoja dlhových financií a ich základných komponentov z pohľadu sektorového členenia v Maďarsku počas obdobia rokov 1997 až 2010.

Graf 6.27 Vývoj dlhových financií v Maďarsku (1997-2010)



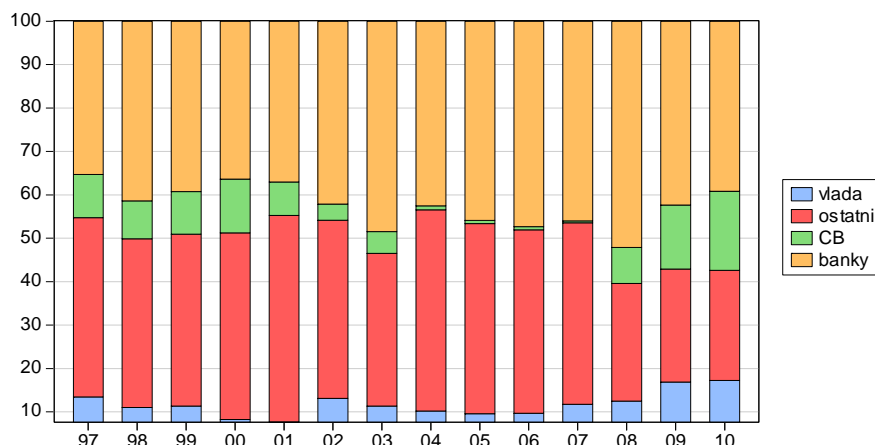
Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Objemový vývoj jednotlivých dlhových financií (graf 6.27) sa v podstate v ničom nelíši od vývoja v predchádzajúcich krajinách. Zaujímavejší priebeh však možno pozorovať vo vývoji percentuálnych podielov jednotlivých segmentov.

V grafe 6.28 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry dlhových financií z pohľadu sektorového členenia v Maďarsku počas obdobia rokov 1997 až 2010.

Graf 6.28 Podiel jednotlivých segmentov na tvorbe dlhových financií v Maďarsku (1997-2010)

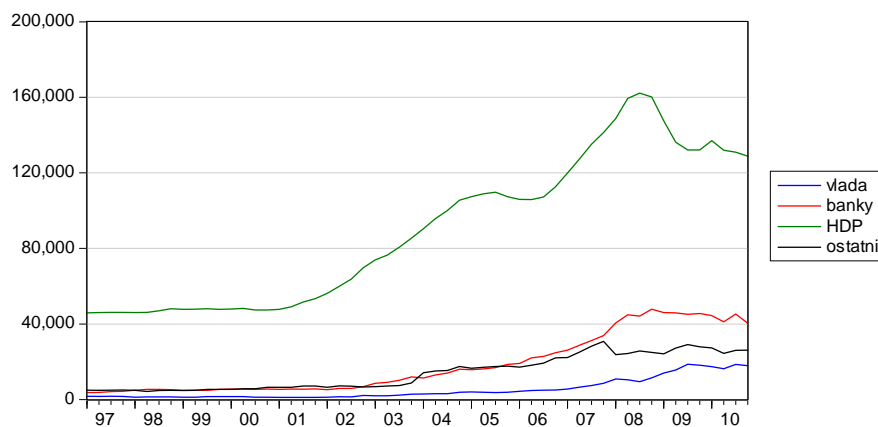


Poznámka: Podiely jednotlivých segmentov sú vyjadrené v percentách.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

V grafe 6.28 je vidieť, že najvyšší podiel dosahoval súkromný sektor, reprezentovaný firmami. Veľkosť jeho podielu sa však strieda s podielom bánk. Zaujímavým sa môže zdať obdobie 2003-2004, kedy situácia nasvedčuje, že dlhové financie do krajiny priniesli banky, ako keby namiesto firiem. Jedná sa o obdobie vstupu Maďarska do Európskej únie, čo môžeme považovať za hlavnú príčinu tohto vývoja. Po vstupe do Európskej únie už dochádzalo k postupnému preorientovaniu sa na získavanie tohto druhu kapitálu vo väčšej miere prostredníctvom bankového sektora ako prostredníctvom firiem. Následne po prejavení sa hospodárskej krízy sa podiel firiem na tvorbe dlhových financií ďalej znižoval, ale aj podiel bánk sa výrazne znižoval. Ústup bánk zasiahnutých dlhovou krízou nahradil nárast podielu centrálnej banky a vlády. Nárast podielu týchto dvoch segmentov bol najvyšší spomedzi krajín V4.

Graf 6.29 Vývoj dlhových financií a HDP v Maďarsku (1997-2010)



Poznámka: Kapitálové pohyby a HDP sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Z pohľadu pokrytia dlhových financií produktom krajiny konštatujeme (graf 6.29), že ekonomika až do vypuknutia hospodárskej krízy produkovala na takej úrovni, pri ktorej bola schopná kryť tento druh kapitálu. Príchod krízy v roku 2008 znížil objem vyprodukovaného HDP, ale zvýšil objem dlhových financií vytvorených bankami. Situáciu ešte zhoršovalo, z pozície HDP, aj výrazné navýšenie dlhových financií z pohľadu vlády. Podiel dlhových financií na HDP však nikdy nepresiahol hodnotu 80%.

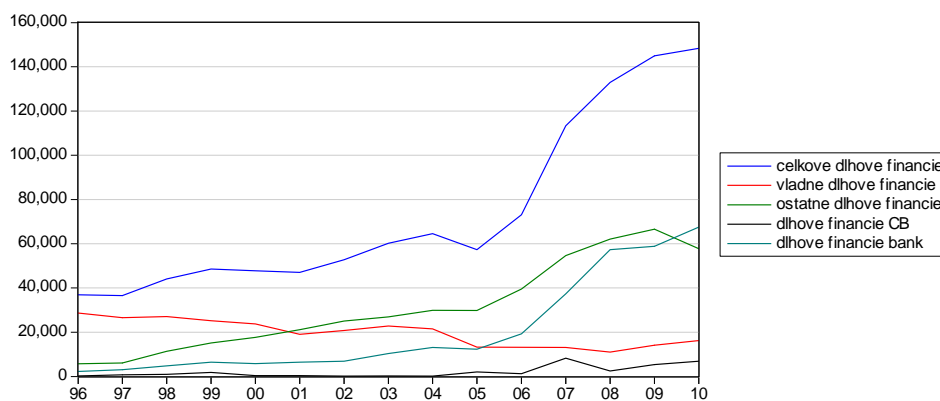
Poľsko

Ekonomika Poľska je najväčšou spomedzi krajín V4 a zároveň predstavuje aj najmenej otvorenú ekonomiku spomedzi krajín V4. Po roku 1990 si Poľsko, rovnako ako väčšina postkomunistických krajín, vybrala cestu „šokovej terapie“ v snahe v čo najkratšom čase uskutočniť transformáciu ekonomiky na trhovo orientovanú. Poľsko bola prvá z krajín V4, ktorá po počiatočnom poklese výkonnosti už v roku 1995 dosahovala hodnoty na úrovni pred roka 1989. Politickí predstavitelia Poľska po roku 1990 uskutočnili rozsiahlu privatizáciu malých a stredných podnikov, ako aj mnohých bánk v krajine. Tie, ktoré neboli privatizované, prešli procesom rekapitalizácie, čo sa spoločne s vytvorením dobrého

legislatívneho prostredia, stalo základom pre stabilitu a konkurencieschopnosť bankového a finančného sektora Poľska. Všetky tieto kroky vytvorili vynikajúce podmienky pre zahraničných investorov. Tí prenikli vlastne do každej sféry poľského hospodárstva. Vzhľadom na ekonomickú samostatnosť krajiny však k výraznejšiemu zapájaniu sa ekonomiky Poľska do medzinárodného pohybu dlhových financií dochádza až po vstupe Poľska do Európskej únie (2004).

V grafe 6.30 uvádzame prehľad vývoja dlhových financií a ich základných komponentov z pohľadu sektorového členenia v Poľsku počas obdobia rokov 1996 až 2010.

Graf 6.30 Vývoj dlhových financií v Poľsku (1996-2010)

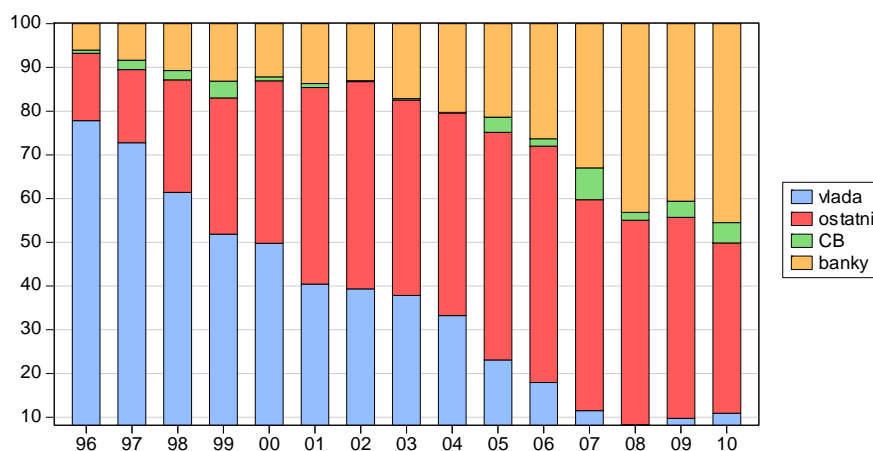


Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Najvýraznejší rast zaznamenávame pri raste dlhových financií tvorených z pozície komerčných bánk. Z tohto pohľadu je zaujímavé sledovať percentuálne zloženie štruktúry dlhových financií.

Graf 6.31 Podiel jednotlivých segmentov na tvorbe dlhových financií v Poľsku (1996-2010)



Poznámka: Podiely jednotlivých segmentov sú vyjadrené v percentách.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

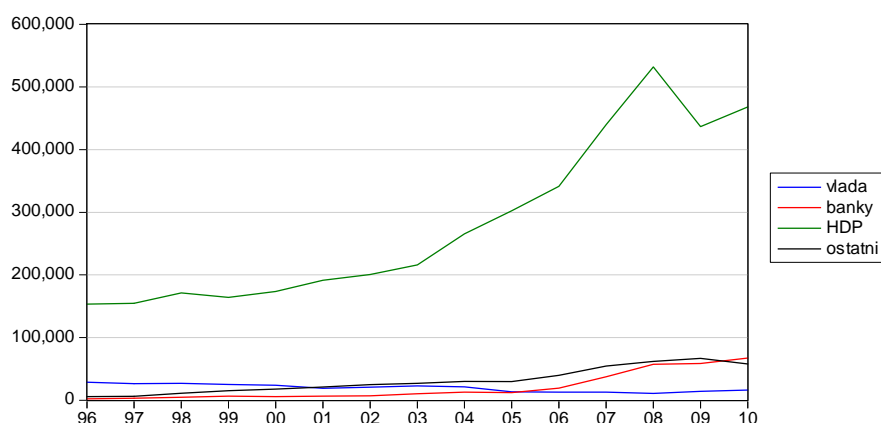
V grafe 6.31 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry dlhových financií z pohľadu sektorového členenia v Poľsku počas obdobia rokov 1996 až 2010.

V porovnaní s ostatnými analyzovanými krajinami je najdôležitejšou odlišnosťou to, že najväčším podielom na dlhových financiách sa v priebehu rokov 2004-2009 podieľali firmy (ostatní) a nie bankový sektor (graf 6.31). Ďalšou odlišnosťou v porovnaní s ostatnými ekonomikami je výrazný ústup vlády z týchto trhov po vstupe do Európskej únie. A treťou zvláštnosťou je, že hospodárska kríza sa ekonomiky Poľska z pohľadu dlhových financií v podstate ani nedotkla. Svedčí to o nižšej zapojenosti a závislosti ekonomiky na zahraničnom kapitáli.

Poľsko je jednou z tých sledovaných ekonomík, ktorá v priebehu celého obdobia dokázala produkovať HDP na násobne vyššej úrovni ako bol objem dlhových financií. Z tohto pohľadu je Poľsko na tom podobne ako Česká republika. Rozdiel je len vo veľkosti objemu jednotlivých premenných. Tu je na tom lepšie ekonomika Poľska, čo je dané aj veľkosťou samotnej ekonomiky.

V grafe 6.32 uvádzame prehľad vývoja vybraných zložiek dlhových financií a HDP v Poľsku počas obdobia rokov 1996 až 2010.

Graf 6.32 Vývoj dlhových financií a HDP v Poľsku (1996-2010)



Poznámka: Kapitálové pohyby a HDP sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

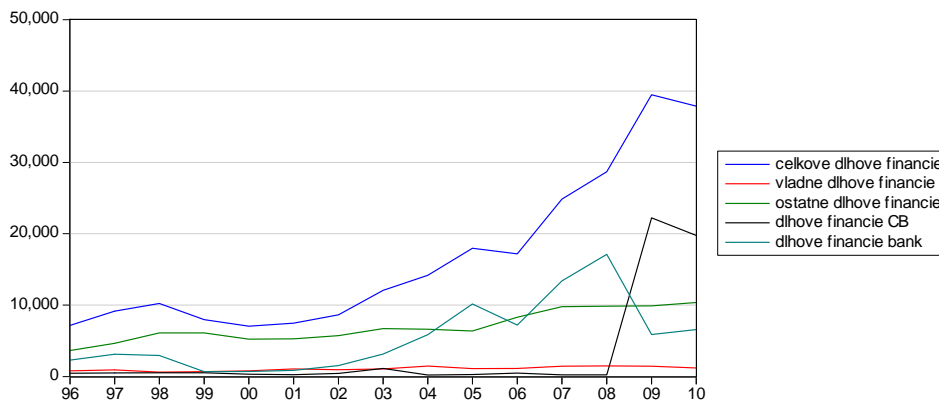
Slovenská republika

Ekonomika Slovenskej republiky predstavuje najmenšiu ekonomiku V4, ale zároveň sa zaraďuje k najrýchlejšie rastúcim ekonomikám. Ide o veľmi otvorenú ekonomiku, napojenú na medzinárodné pohyby kapitálu. Slovenská republika, ako samostatný štát vznikol až v roku 1993 po tom, čo sa pôvodný štát Československo nenásilne rozdelil na Českú a Slovenskú republiku. Slovenská republika sa rovnako vydalo cestou „šokovej terapie“, avšak nedokázala využiť všetky možnosti, ktoré sa naskytli. Privatizácia síce bola zahájená, ale nebola ukončená. Bankový sektor prešiel v 90. rokoch krízou, ktorej dôsledkom bolo sprísnenie pravidiel poskytovania finančných prostriedkov bankami. Zapojenosť ekonomiky Slovenskej

republiky do medzinárodného pohybu kapitálu bola v 90. rokoch postavená predovšetkým na úveroch poskytovaných medzinárodnými finančnými inštitúciami za veľmi nevýhodných podmienok, čo viedlo k navyšovaniu dlhu. Napriek tomuto faktu patrila Slovenská republika ku krajinám s najmenším podielom celkového dlhu na HDP v Európe. Výraznejšie zapojenie sa krajiny do procesu medzinárodných kapitálových pohybov je možné sledovať až po roku 2000. Do krajiny prúdili výrazné objemy priamych zahraničných investícií a ekonomika začala využívať aj ostatné formy prílevov medzinárodného kapitálu.

V grafe 6.33 uvádzame prehľad vývoja dlhových financií a ich základných komponentov z pohľadu sektorového členenia v Slovenskej republike počas obdobia rokov 1996 až 2010.

Graf 6.33 Vývoj dlhových financií v Slovenskej republike (1996-2010)



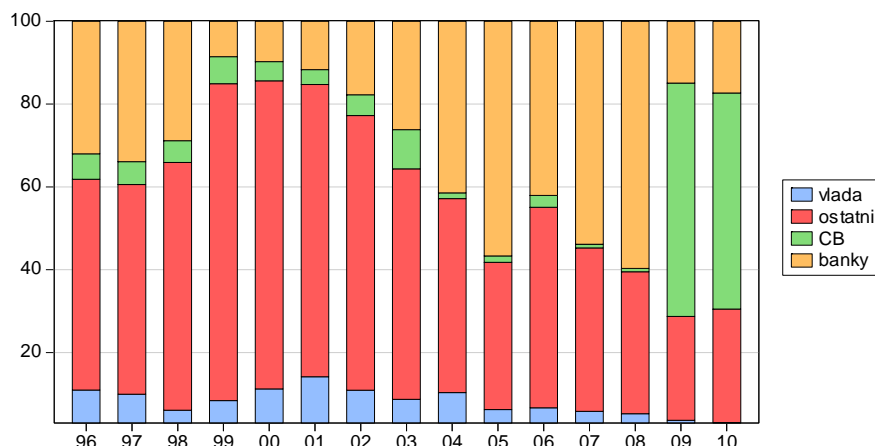
Poznámka: Kapitálové pohyby sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Vývoj dlhových financií bánk až do vypuknutia hospodárskej krízy určovali banky (graf 6.33). V roku 2009 túto úlohu na seba prevzala centrálna banka. Takýto vývoj sme nezaznamenali v žiadnej inej krajine.

V grafe 6.34 uvádzame detailný prehľad vývoja relatívnej štruktúry dlhových financií z pohľadu sektorového členenia v Slovenskej republike počas obdobia rokov 1996 až 2010.

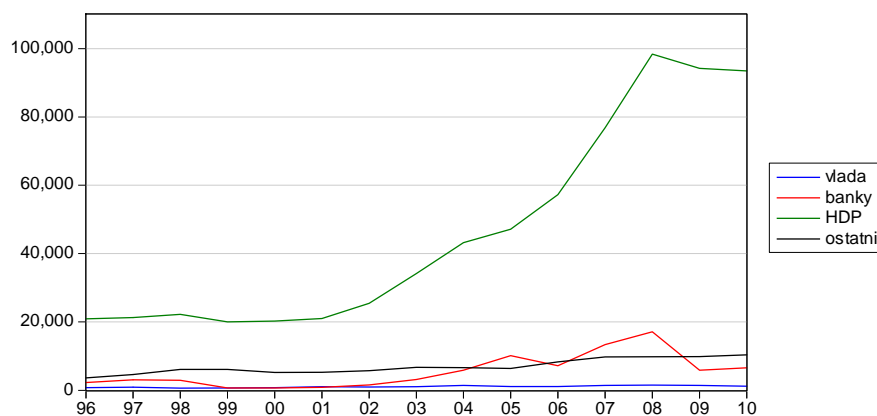
Na základe vývoja podielu jednotlivých segmentov, ako keby sme celé sledované obdobie mohli rozdeliť na tri obdobia. Prvé predstavuje obdobie do roku 2004, teda do vstupu krajiny do Európskej únie. Vývoj dlhových financií bol daný súkromným sektorom, pričom jeho podiel postupne klesal a naopak, rástol podiel bánk. Druhé obdobie, po vstupe do Európskej únie a príprava na vstup do Európskej menovej únie, priniesla najvýraznejší podiel pre bankový sektor, ale podiel firiem sa výrazne nemenil. Zlomovým bodom bolo prijatie eura, keď výrazný pokles podielu súkromných bánk bol spojený s výrazným zvýšením podielu centrálnej banky a zároveň podiel firemného sektora klesá.

Graf 6.34 Podiel jednotlivých segmentov na tvorbe dlhových financií v Slovenskej republike (1996-2010)

Poznámka: Podiely jednotlivých segmentov sú vyjadrené v percentách.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

V grafe 6.35 uvádzame prehľad vývoja vybraných zložiek dlhových financií a HDP v Slovenskej republike počas obdobia rokov 1995 až 2010.

Graf 6.35 Vývoj dlhových financií a HDP v Slovenskej republike (1996-2010)

Poznámka: Kapitálové pohyby a HDP sú vyjadrené v mil. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

Ekonomika Slovenskej republiky bola schopná vyprodukovať HDP na takej úrovni, pri ktorej podiel dlhových financií nepresiahol 40%. Žiadna z analyzovaných ekonomík sa však pod vplyvom zavedenia eura, resp. pod vplyvom hospodárskej krízy nevyvíjala tak, ako Slovenská republika. Zároveň v žiadnej krajine podiel centrálnej banky na celkovej sume nebol taký výrazný.

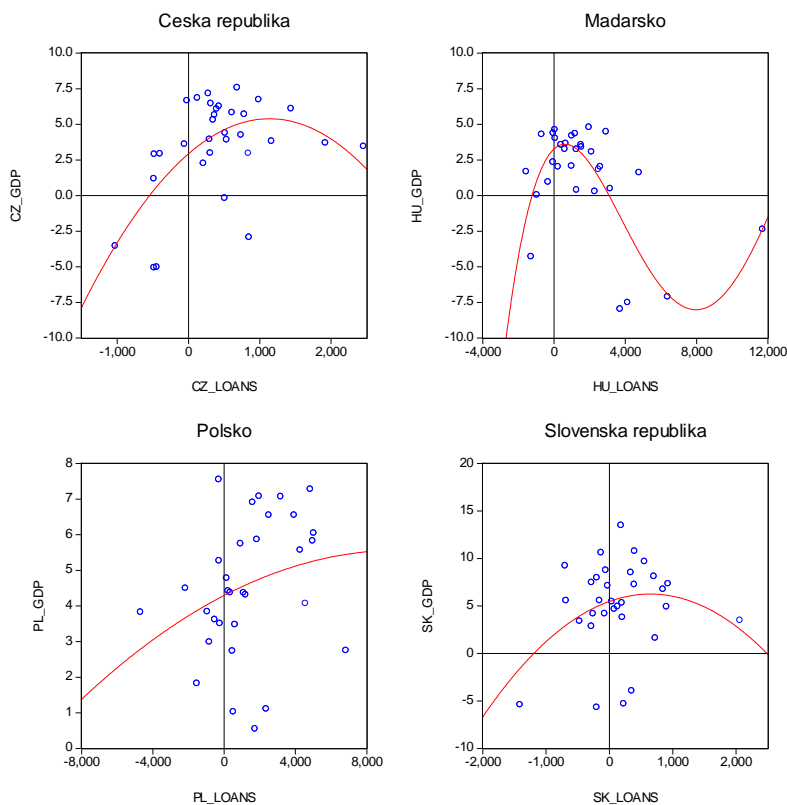
Prepojenosť dlhových financií a HDP v krajinách V4

Štatistickým otestovaním sme sa snažili potvrdiť, že požíčovanie si jednotlivých krajín v zahraničí má relevantný dopad na vybrané ekonomické ukazovatele.

V grafe 6.36 uvádzame prehľad výsledkov štatistického testovania vplyvu dlhových financií na vývoj HDP v Českej republike, Maďarsku, Poľsku a Slovenskej republike.

Použitím koeficientu determinácie sme určili štatistickú závislosť sledovaných premenných. Na základe získaných výsledkov sme došli k záveru, že každá krajina reaguje odlišne. Kým v prípade Maďarska ide o významný (Maďarsko - 74%) podiel na medziročnej zmene HDP, Česká republika, Slovenská republika a Poľsko sú na tom inak. Slovenská republika prejavuje len miernu závislosť (36%), čo by mohlo vysvetliť aj pomerne neštandardný vývoj ukazovateľov (neštandardný v porovnaní s ostatnými krajinami). Česká republika a Poľsko prejavujú len 29, resp. 28% percentnú závislosť, čo sa považuje za neprekázateľnú závislosť. Aj tento fakt vlastne vysvetľuje nezávislý vývoj HDP a dlhových financií v oboch krajinách.

Graf 6.36 Veľkosť vplyvu dlhových financií na medziročnú zmenu HDP



Prameň: Vlastné výpočty.

6.3. Zhrnutie

Zapojenie sa do medzinárodného pohybu kapitálu je jedným zo signálov globalizácie a pre krajinu je to krok k ďalšiemu rozvoju. Postkomunistické krajiny, ktoré do roku 1990 buď neexistovali, alebo boli pod silným vplyvom ZSSR, museli prejsť procesom transformácie z centrálne riadeného hospodárstva k trhovej ekonomike, aby sa mohli plnohodnotne zapojiť do medzinárodného pohybu kapitálu. Každá zo sledovaných krajín je v rámci pohybu kapitálu zapojená rôznymi spôsobmi. Jedným z nich je aj prostredníctvom tzv. dlhových financií.

Na základe našich zistení krajiny Balkánskeho polostrova využívajú dlhové financie predovšetkým prostredníctvom firiem, pričom po prepuknutí krízy zabezpečujú hlavný prísun dlhových financií banky. Hospodárska kríza priniesla vlastne vo všetkých krajinách zvýšenie objemu dlhových financií, ale zároveň sa zmenili podiely jednotlivých segmentov na celkovej hodnote. Je pravda, že nešlo o nijak výraznú zmenu. Z pohľadu vplyvu dlhových financií na zmenu HDP je Rumunsko, spolu so Slovinskom na vývoji dlhových financií silne naviazané. Bulharsko takúto prepojenosť nevykazuje.

Pobaltské krajiny vykazujú vzájomnú prepojenosť vo vývoji sledovaných ukazovateľov. V týchto krajinách predstavuje hlavný podiel na tvorbe dlhových financií segment bánk. Tie sú vo väčšine v súkromných zahraničných rukách, alebo v štátnych, ale so zahraničným napojením. Takáto napojenosť na zahraničie sa v konečnom dôsledku prejavuje aj v naviazanosti HDP na vývoji dlhových financií. V prípade Estónska a Lotyšska hovoríme o silnej naviazanosti, Litva, aj vďaka tomu, že banky sú vo väčšinovom vlastníctve štátu, prejavuje len miernu naviazanosť.

Krajiny V4 majú podľa našich zistení najodlišnejšie výsledky. Ich ekonomiky nie sú natoľko podobné, ani históriu, ani ekonomickým vývojom, ako je tomu v prípade pobaltských alebo balkánskych krajín. Podľa našich zistení, najnezávislejšou krajinou, a to aj v porovnaní k ostatným zoskupeniam, je Česká republika, tesne nasledovaná Poľskom. Naopak, najviac napojenou ekonomikou je Maďarsko, ktorého vnútorná dlhová kríza sa prepuknutím hospodárskej krízy ešte prehĺbila a to sa prejavilo aj v naviazanosti na dlhové financie. Najodlišnejší vývoj v tejto oblasti zaznamenávame pri Slovenskej republike. Podľa testovania by sme mali povedať, že naviazanosť Slovenskej republiky je len mierna, ale podľa vývoja samotných premenných by mohlo ísť aj o iný záver. Súčasťou analýzy však nebolo širšie, viacúrovňové testovanie, ktoré by mohlo potvrdiť, alebo vyvrátiť tieto odhady.

Z pohľadu vplyvu hospodárskej krízy na ekonomiku všetkých desiatich krajín konštatujeme, že každá z týchto krajín zaznamenala dočasný pokles HDP, ale aj objemu dlhových financií. V snahe o lepšiu kontrolu finančných tokov sa väčšina dlhových financií realizovala prostredníctvom bankového sektora - tak súkromných bánk, ako aj centrálnych bánk. Výnimkou sú krajiny Balkánskeho polostrova, v ktorých najväčší podiel na dlhových financiách mali firmy a až potom nasledovali banky, aj to skôr súkromné banky, ako centrálna banka. Pokles však trval skôr v rokoch 2008-2009, rok 2010 však vo väčšine krajín znamenal postupné oživenie a teda aj nárast HDP, či dlhových financií. Pre rok 2011 ešte nie sú známe príslušné údaje.

6.4. Literatúra

- [1] ABBAS, S.A. (2010) *A Historical Public Debt Database*, 2010, IMF working paper No. 245, dostupné na: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10245.pdf>, 2.10.2011
- [2] ARDAGNA, S. (2007) *Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimates for OECD Countries*. 2007. In: B.E. Journal of Macroeconomics: Topics in Macroeconomics 7, 1 (2007), dostupné na: <http://www.nber.org/papers/w10788>, 13.9.2011
- [3] AUERBACH, A.: *Long-term Fiscal Sustainability in Major Economies*. 2011. In: BIS Annual conference: Fiscal policy and its implications for monetary a financial stability, Lucerne, Switzerland, dostupné na: <http://elsa.berkeley.edu/~auerbach/long-term-fiscal.pdf>, 15.11.2011
- [4] BLANCHARD, O. (1999) *The Economics of Post-communist Transition*, Clarendon press, dostupné na: <http://books.google.com.co/books?id=yLjRxGj4S2YC&printsec=frontcover&dq=editio ns:ISBN019828926X>, 12.9.2011
- [5] CECCHETTI, G. (2011) *The Real Effect of Debt*, Presentation, dostupné na: <http://www.bis.org/publ/othp16.pdf>, 12.11.2011
- [6] Cosmopolis. (2009) *The Latvian Banking System*, Cosmopolis, dostupné na: http://www.cosmopolis.ch/english/politics/67/the_latvian_banking_system_e0067.htm, 29.11.2011
- [7] DUENWALD, CH. (2005) *Too Much of a Good Thing? Credit Booms in Transition Economies: The Cases of Bulgaria, Romania, and Ukraine*, IMF working paper No. 128, dostupné na: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05128.pdf>, 12.10.2011
- [8] HERZBERG, V. (2010) *Assessing the Risk of Private Sector Debt Overhang in the Baltic Countries*, IMF working paper No. 250, dostupné na: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10250.pdf>, 29.11.2011
- [9] IMF (2007) *Bulgaria. Selected Issues*, IMF Country Report No. 390, dostupné na: (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2007/cr07390.pdf>, 20.10.2011
- [10] IMF (2010) *Bulgaria. Selected Issues*, IMF Country Report No. 159, dostupné na: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2010/cr10159.pdf>, 20.10.2011
- [11] LEBOW, D.E. (2004) *Recent Fiscal Policy in Selected Industrial Countries*, BIS Working Papers No. 162, dostupné na: <http://www.bis.org/publ/work162.pdf>, 10.11.2011
- [12] ROLAND, G. (2000) *Transition and Economics. Politics, Markets, and Firms*, MIT Press, Massachusetts, USA, 0-262-68148-X, dostupné na: <http://books.google.com/books?id=1GCTRXEQ9SUC&printsec=frontcover&dq=Roland+Finance&lr=&hl=sk&cd=4#v=onepage&q=Roland%20Finance&f=false>, 10.10.2011

- [13] SCHNITZER, M. (2002) *Debt v. Foreign Direct Investment: The Impact of Sovereign Risk on the Structure of International Capital Flows*, 2002, *Economica*, 69(273): 41-67, dostupné na:
<http://pages.stern.nyu.edu/~dbackus/3386/Readings/Schnitzer%20fdi%20Economica%2002.pdf>, 14.11.2011
- [14] ZAMPOLLI, F. (2010) *The Future of Public Debt: Prospects and Implications*, BIS Working Papers No. 300, ISBN 1682-7678, dostupné na:
<http://www.bis.org/publ/work300.pdf>, 1.9.2011
- [15] ZECCHINI, S. (1997) *Lessons from the Economic Transition: Central and Eastern Europe in the 1990s*, OECD, ISBN 0-7923-9852-1

7. FINANCIAL DEEPENING

Prebiehajúci proces medzinárodnej finančnej integrácie upriamil pozornosť hospodársko-politických predstaviteľov na jeden z významných sprievodných efektov, ktorý sa v empirickej literatúre označuje spojením „financial deepening“. Kvalitatívne zmeny v domácom finančnom sektore, ktoré možno považovať za najmarkantnejší prejav financial deepening sa stali významným prostriedkom pre zvyšovanie potenciálu európskych tranzitívnych ekonomík benefitovať zo zapájania sa do procesu medzinárodných kapitálových pohybov. Popri finančnej liberalizácii a finančnej integrácii sa tak ekonómovia sústreďujú na analýzu širších aspektov procesu financial deepening predovšetkým kvôli výraznému potenciálu jeho vplyvu na reálnu ekonomiku. Veľkosť finančného sektora je úzko spojená s celkovou ekonomickou výkonnosťou krajiny. Na základe empirických skúseností možno usudzovať, že čím väčší je podiel reálneho HDP na jedného obyvateľa dosahuje domáca ekonomika, tým výraznejšie je tempo rastu domácich finančných aktív.

Perspektíva rýchleho a udržateľného rastu na konci 90. rokov prispela z výšeníu atraktivity európskych tranzitívnych ekonomík pre zahraničných investorov, dôsledkom čoho sme počas obdobia nasledujúceho desaťročia mohli zaznamenať výrazné zvyšovanie prílevu zahraničného kapitálu do tohto regiónu Európy (Stiglitz, 2000; Rose, 2005). Dôsledkom uvedeného trendu sa mnohým krajinám z uvedeného zoskupenia výrazne zhoršil ukazovateľ zahraničnej zadlženosti a teda aj medzinárodnej investičnej pozície, dôsledkom čoho sa zmenilo aj ich postavenie na medzinárodných finančných trhoch.

Medzinárodné kapitálové pohyby (osobitne dlhové a portfóliové formy zahraničných kapitálových prílevov) prispievajú k stimulácii procesu financial deepening prostredníctvom zvyšovania dopytu po finančných službách spojených s ich tokmi. Nedostatočne rozvinuté domáce finančné trhy obvykle brzdia, či dokonca bránia výraznejšej akumulácii a súčasne mobilizácii domácej zásoby kapitálu, dôsledkom čoho možno medzinárodnú finančnú integráciu vnímať ako výrazný stimulačný prvok pre rozvoj domáceho finančného systému.

V súvislosti s doterajším vývoj v európskych tranzitívnych ekonomikách možno za hlavné determinanty rozvoja domáceho finančného sektora počas obdobia posledného desaťročia považovať nasledovné faktory:

- *Finančná liberalizácia.*

Finančná liberalizácia (t.j. proces postupného odbúravania bariér pre medzinárodný pohyb kapitálu) sa vo väčšine európskych tranzitívnych ekonomík spustila koncom prvej polovice 90. rokov. Výraznejší pokrok v tomto procese však bol zaznamenaný až v druhej polovici 90 rokov a bol spojený s dosiahnutím relatívnej makroekonomickej stability po obdobiach nerovnovážneho ekonomického rastu, ktoré mnohé európske tranzitívne ekonomiky zažili práve v druhej polovici 90. rokov.

- *Domáca zásoba kapitálu.*

Pretrvávajúca nízka úroveň domácej zásoby kapitálu, spojená s nerovnováhou medzi tvorbou domácich úspor (transformačný šok a prepád domácej ekonomickej úrovne výrazne spomalil proces akumulácie domácich zdrojov) a dopytom po investíciách (ekonomická transformácia sa hneď od začiatku javila ako proces nesmierne náročný

na požiadavku reálnych investičných statkov) sa pomerne rýchlo premietla do chronickej deficitnosti bežných účtov platobných bilancií v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách. Ako logický dôsledok takéhoto vývoja bol výrazný nárast prílevu zahraničného kapitálu.

- *Konkurencia medzi domácimi komerčnými bankami.*
Zvyšovanie konkurencie medzi domácimi komerčnými bankami sa vo väčšine európskych tranzitívnych ekonomik spája s ich integráciou do zahraničných finančných zoskupení prostredníctvom procesu ich privatizácie. Pozitívnym dôsledkom takejto tendencie boli nielen kvantitatívne, ale aj kvalitatívne zmeny vo vývoji domáceho finančného systému.
- *Legislatívny rámec.*
Zlepšovanie legislatívneho rámca (t.j. pokroky vo vytváraní legislatívneho a regulačného rámca pre fungovanie domáceho finančného systému) malo pozitívny vplyv na celkovú efektívnosť a dôveryhodnosť domáceho finančného systému, čím prispelo k prehlbovaniu procesu financial deepening.
- *Domáce úrokové miery.*
Pokles domácich úrokových sadzieb bol spôsobený uvoľňovaním podmienok výkonu domácej menovej politiky odrážajúcich dosiahnutý pokrok v udržiavaní celkovej makroekonomickej stability, ktorú jednotlivé európske tranzitívne ekonomiky dosiahli v určitom štádiu transformačného procesu, prispel k výraznému zvýšeniu dopytu po finančných službách.

Jednou z najdiskutovanejších oblastí spájanej s celkovými efektmi procesu financial deepening je existencia obojsmerných vzťahov medzi rozvojom domáceho finančného systému a domácim reálnym ekonomickým rastom. Na základe empirických poznatkov možno očakávať, že pokrok vo vývoji domáceho finančného systému bude mať pozitívny dopad na ekonomický rast národného hospodárstva. Na druhej strane môžu špecifické črty domáceho finančného systému a domácich čiastkových politík prispieť k viac či menej výraznej deformácii pozitívnych podnetov vysielaných procesom financial deepening.

V tejto kapitole sa zameriame na analýzu hlavných aspektov procesu financial deepening v európskych tranzitívnych ekonomikách prostredníctvom odhadu VEC modelu. Za týmto účelom implementujeme viacrozmernú kointegračnú metodológiu predstavenú autormi Johansen (Johansen, 1988) a Johansen a Juselius (Johansen a Juselius, 1990), ktorá nám umožní odhadnúť vzťahy medzi základnými ukazovateľmi procesu financial deepening a reálnym outputom v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách počas obdobia rokov 2000 až 2010. Pre určenie rádu integrácie použitých endogénnych premenných otestujeme časové rady na prítomnosť jednotkového koreňa. Existenciu kointegračných vzťahov medzi endogénnymi premennými použijeme Johansenovu a Juseliusovu kointegračnú procedúru. Odhadnutý model nám umožní vypočítať dynamické reakcie endogénnych premenných (t.j. priebehy impulse-response funkcií), ktoré nám umožnia posúdiť krátkodobé efekty ukazovateľov procesu financial deepening (peňažná zásoba, domáce bankové vklady a domáce bankové úvery) na reálny output. Existenciu príčinných

krátkodobých väzieb medzi jednotlivými ukazovateľmi procesu financial deepening a reálnym outputom posúdime prostredníctvom Grangerových testov kauzality.

7.1. Prehľad literatúry o financial deepening

Pokrok v rozvoji domáceho finančného sektora a procesu financial deepening v európskych tranzitívnych ekonomikách možno považovať za jeden najvýraznejších pozitívnych aspektov procesu medzinárodnej finančnej integrácie európskych tranzitívnych ekonomik (Buiter a Taci, 2003). V rámci tejto všeobecnej tendencie je potrebné zdôrazniť význam inštitucionálnych aspektov vplyvu pretrvávajúcich faktorov z obdobia centrálne plánovaného hospodárstva a širokého spektra transformačných rigidít, ktoré ovplyvnili celkový vývoj, ako aj dĺžku trvania jednotlivých čiastkových etáp rozvoja domáceho finančného sektora v európskych tranzitívnych ekonomikách, dôsledkom čoho možno rozvoj domáceho finančného sektora vnímať ako proces komplikovanejší a v rámci jednotlivých krajín špecifickejší ako proces medzinárodnej finančnej integrácie.

So všeobecným vymedzením pozitívnych efekty procesu financial deepening sa možno stretnúť v teoretickej aj empirickej literatúre. Na druhej strane je však pomerne nejednoznačné, ako odhadnúť vzájomnú previazanosť a vzťahy medzi (a) rozvojom domáceho finančného sektora a procesu financial deepening a (b) medzinárodnou finančnou integráciou. Napríklad Eichengreen (Eichengreen, 1997) tvrdí, že medzinárodná finančná integrácia stimuluje proces financial deepening (smerom k aktívnejším, likvidnejším a efektívnejším domácim finančným trhom), ktorý následne podporuje nárast domácich investícií, vyšší celkový ekonomický rast a v konečnom dôsledkom aj životný štandard v krajine. Vzájomnú previazanosť medzi finančnou integráciou a procesom financial deepening možno demonštrovať na príklade krajín, ktoré ako objekt výrazného prílevu zahraničného kapitálu následne zažili neproporcionálne vysoký nárast objemov transakcií na akciových trhoch, celkovej trhovej kapitalizácie, objemu poskytnutých bankových úverov súkromnému sektoru a pod.

Rousseau a Wachtel (Rousseau a Wachtel, 2007) zdôrazňujú, že pre dosiahnutie pozitívnych efektov z procesu financial deepening, ktorý je stimulovaný prílevom zahraničného kapitálu, by mala krajina pristúpiť k výraznej liberalizácii kapitálových pohybov až po vytvorení dostatočne flexibilného a efektívneho legislatívneho, inštitucionálneho a regulačného rámca.

Hasan, Wachtel a Zhou (Hasan, Wachtel a Zhou, 2007) upozorňujú, že proces financial deepening a medzinárodná finančná integrácia nie sú spojené len s pozitívnymi dopadmi na domácu tranzitívnu ekonomiku (napr. v podobe stimulácie ekonomického rastu), zatiaľ čo celkový efekt je výrazne ovplyvnený špecifickými črtami prebiehajúceho procesu financial deepening a štruktúrou prílevov zahraničného kapitálu do domácej ekonomiky. Kým rozvoj domáceho kapitálového trhu má obvykle významný vplyv na celkový ekonomický rast krajiny, nárast objemu poskytnutých domácich úverov sa môže stretnúť s málo výrazným pozitívnym vplyvom na ekonomický rast, pričom nie je vylúčená ani možnosť celkovo negatívneho vplyvu. Prílev majetkových a dlhových foriem zahraničného kapitálu je obvykle sprevádzaný pozitívnymi efektmi na ekonomický rast.

Mohan (Mohan, 2006) predpokladá, že proces financial deepening je obvykle sprevádzaný celkovo pozitívnymi makroekonomickými dopadmi, zatiaľ čo efekty na mikroekonomickej úrovni nie sú jednoznačné (ako spornú pritom vníma schopnosť procesu financial deepening preniesť stimulačné prorastové podnety až na úroveň malých a stredných podnikov). Autor súčasne zdôrazňuje, že je pomerne nejednoznačné, či je intenzifikácia procesu financial deepening obvykle spojená aj s vyššou angažovanosťou malých a stredných podnikov. Na druhej strane medzinárodná finančná integrácia je obvykle spojená s pomerne širokým spektrom sprievodných mikroekonomických efektov, ako napríklad nárast kvality inštitúcií a riadenia podnikov.

Calderón (Calderón, 2002) využil Geweke dekompozičnú testovaciu procedúru (Geweke, 1982) na údaje za 109 priemyselných a rozvíjajúcich sa ekonomík za časové obdobie rokov 1960 až 1994 za účelom skúmania smerovania kauzálnych vzťahov medzi rozvojom finančného systému a ekonomickým rastom. Autor prišiel k nasledovným záverom: (1) rozvoj finančného systému vedie k stimulácii ekonomického rastu; (2) medzi rozvojom finančného systému a ekonomickým rastom existuje obojstranná Grangerova kauzalita; (3) proces financial deepening posilňuje identifikované kauzálne vzťahy výraznejšie v rozvíjajúcich sa ekonomikách ako vo vyspelých priemyselných ekonomikách; (4) s predĺžovaním skúmaného časového obdobia sa pozitívny efekt rozvoja domáceho finančného systému na ekonomický rast zvyšuje; (5) proces financial deepening stimuluje ekonomický rast prostredníctvom intenzifikácie akumulácie kapitálu v domácej ekonomike a rastu produktivity.

Christopoulos a Tsionas (Christopoulos a Tsionas, 2004) skúmali dlhodobé vzťahy medzi rozvojom finančného systému a ekonomickým rastom prostredníctvom panelového testu jednotkového koreňa a kointegračnej analýzy na vzorke desiatich rozvíjajúcich sa ekonomík. Výsledky ich analýzy potvrdili, že medzi vybranými ukazovateľmi rozvoja finančného systému a ekonomickým rastom existujú dlhodobé kointegračné vzťahy. Autori súčasne konštatujú, že kauzálne vzťahy medzi procesom financial deepening a ekonomickým rastom existujú len v dlhom období, zatiaľ čo v krátkom období je prítomnosť obvykle sporná.

Rachdi a Mbarek (Rachdi a Mbarek, 2011) analyzovali smerovania kauzálnych väzieb medzi ukazovateľmi finančného rozvoja a ekonomickým rastom prostredníctvom panelovej kointegračnej analýzy na vzorke desiatich krajín, z ktorých šesť bolo členmi OECD a štyri z MENA regiónu (región blízkeho východu a severnej Afriky) počas obdobia rokov 1990 až 2006. Z ich výsledkov vyberáme nasledovné zistenia. Panelová kointegračná analýza potvrdila existenciu dlhodobých vzťahov medzi ukazovateľmi finančného vývoja a ekonomickým rastom v krajinách zo zoskupenia OECD, ako aj MENA regiónu. Výsledky súčasne potvrdili predpoklad existencie obojstranných kauzálnych väzieb v OECD krajinách, avšak len jednostranných (ekonomický rast - finančný rozvoj) kauzálnych väzieb v MENA krajinách.

Apergis, Filippidis a Economidou (Apergis, Filippidis a Economidou, 2007) zisťovali prítomnosť dlhodobých kauzálnych väzieb medzi ukazovateľmi finančného vývoja a ekonomickým rastom na vzorke pätnástich krajín zo zoskupenia OECD a päťdesiatich

krajín z mimo tohto zoskupenia počas obdobia rokov 1975 až 2000 prostredníctvom panelovej kointegračnej analýzy. Na základe ich výsledkov je zrejmé, že ukazovateľmi procesu financial deepening a ekonomickým rastom existuje jednostranný dlhodobý rovnovážny vzťah.

Pradhan (Pradhan, 2010) analyzoval dlhodobé vzťahy medzi ukazovateľmi procesu financial deepening, priamymi zahraničnými investíciami a ekonomickým rastom v Indii počas obdobia rokov 1970 až 2007. Prostredníctvom Johansenovej kointegračnej metódy autor zistil, že ukazovatele procesu financial deepening, priame zahraničné investície a ekonomický rast sú vzájomne kointegrované. Použitý VEC model súčasne potvrdil prítomnosť obojstranných kauzálnych väzieb medzi priamymi zahraničnými investíciami a jednostrannej kauzálnej väzby medzi procesom financial deepening a priamymi zahraničnými investíciami.

Abu-Bader a Abu Quarn (Abu-Bader a Abu Quarn, 2006) skúmali kauzalitu vzťahov medzi ukazovateľmi finančného rozvoja a ekonomickým rastom v krajinách MENA v rámci viacerých časových období celkovo ohraničených rokmi 1960 až 2004. Autori využili rôzne ukazovatele finančného rozvoja, pričom využili VEC metodológia a Grangerove testy kauzality. Ich výsledky odrážajú pomerne málo významnú vzájomnú previazanosť medzi ukazovateľmi finančného rozvoja a ekonomickým rastom.

7.2. Pôsobenie financial deepening v ekonometrickom modeli

Za účelom analýzy efektov vybraných ukazovateľov procesu financial deepening na ekonomický rast v desiatich európskych tranzitívnych ekonomikách využijeme VEC model. Kointegračná analýza nám umožní odhadnúť kauzálne vzťahy medzi jednotlivými ukazovateľmi finančného rozvoja a reálnym outputom v rámci jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomik. Na základe odhadnutého VEC modelu vypočítame priebehy impulse-response funkcií odrážajúce reakcie reálneho outputu na jednorazové pozitívne šoky domácej peňažnej zásoby, domácich bankových úverov a domácich bankových vkladov v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách počas obdobia rokov 2000 až 2010. Existenciu príčinných krátkodobých väzieb medzi jednotlivými ukazovateľmi procesu financial deepening a reálnym outputom posúdime prostredníctvom Grangerových testov kauzality.

Neohraničený VAR model, ktorého východiskovú podobu možno zapísať v podobe vektora kľzavého priemeru náhodných zložiek pozostávajúceho z n nestacionárnych premenných a p -rádu:

$$Y_t = \mu + A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + \dots + A_p Y_{t-p} + \varepsilon_t \quad (7.1)$$

kde Y_t ($Y_t = [fd_t, y_t, p_t, i_t, er_{n,t}]$) predstavuje $n \times 1$ vektor endogénnych nestacionárnych premenných (fd_t - ukazovateľ procesu financial deepening, $y_{r,t}$ - reálny output, p_t - miera

inflácie, i_t - úroková miera, $er_{n,t}$ - menový kurz), μ je $n \times 1$ vektor konštánt, A_i predstavuje $n \times n$ polynóm variančno-kovariančných matic, $\varepsilon_t \sim N_n(0, \Sigma_\varepsilon)$ je normalizovaný vektor exogénnych šokov (inovácií) modelu odrážajúci neobjasnené zmeny vo vývoji endogénnych premenných v tvare $n \times 1$.

Ak sú aspoň dve endogénne premenné integrované rádu 1 (I(1)) vzájomne kointegrované, potom VAR reprezentáciu zo vzťahu (7.1) možno vydelením prostredníctvom Y_{t-1} prepísať do nasledovnej podoby VEC modelu (VECM):

$$\Delta Y_t = \mu + \Pi Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \Gamma_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (7.2)$$

kde ΔY_t je $n \times 1$ vektor stochastických premenných Y_t vyjadrených na úrovni prvých

diferencií, $\Pi = \sum_{i=1}^p A_i - I$, $\Gamma_i = -\sum_{j=i+1}^p A_j$, I je $n \times n$ jednotková matica.

Predstavený VECM obsahuje informáciu o krátkodobých aj dlhodobých prispôbeniach zmenám v Y_t , ktoré sú zahrnuté v odhadnutom Γ , resp. Π . Γ je matica v tvare $n \times n$, ktorá reprezentuje krátkodobé dynamické prispôbenia zmenám v Y_t . Π je matica v tvare $n \times n$, ktorá predstavuje dlhodobé koeficienty, t.j. kointegračné vzťahy a korekčné parametre (error correction term). Dekompozíciu Π možno uskutočniť nasledovným spôsobom:

$$\Pi = \alpha \beta' \quad (7.3)$$

kde α predstavuje maticu v tvare $n \times r$ reprezentujúcu koeficienty, ktoré vyjadrujú význam r dlhodobých (kointegračných) vzťahov v jednotlivých rovniciach a predstavujú rýchlosť prispôbenia premenných z nerovnováhy (t.j. tzv. koeficienty prispôbenia), zatiaľ čo β predstavuje $n \times r$ maticu dlhodobých koeficientov a vyjadruje r lineárne nezávislých kointegračných vektorov (každý stĺpec v matice β tvorí jeden kointegračný vektor). Počet kointegračných väzieb medzi premennými vektora Y_t je pritom zhodný s hodnotou (r) matice Π . Ak má matica plnú Π hodnotu, potom $r = n$, dôsledkom čoho potom existuje n dlhodobých kointegračných vzťahov a teda všetky endogénne premenné sú I(0). Ak vektor Y_t pozostáva z nestacionárnych endogénnych premenných, ktoré sú I(1), potom všetky výrazy vo vzťahu (7.2) sú I(0), pričom výraz ΠY_{t-1} , musí byť tiež stacionárny. Ak má matica Π redukovanú hodnotu, $r < n$, potom musí existovať $n-1$ kointegračných vektorov. Z uvedeného vyplýva, že ak by aj všetky endogénne premenné modelu boli I(1), komponent vyjadrený na hodnotách bude tiež stacionárny. VECM vyžaduje, aby existoval aspoň dlhodobý kointegračný vzťah.

Na zistenie prítomnosti dlhodobých kointegračných vzťahov využijeme štatistiku testov stopy matice (trace statistics) a štatistiku testov maxima charakteristických hodnôt (maximum eigenvalue test statistics). Determinačnú hodnotu matice Π a odhad koeficientov vypočítame prostredníctvom metódy maximálnej vierohodnosti (maximum likelihood estimation). Zodpovedajúce štatistiky testov pomerov vierohodnosti (likelihood-ratio tests) vypočítame prostredníctvom nasledovných vzťahov:

$$\lambda_{trace}(r) = -T \sum_{i=r+1}^n \ln(1 - \hat{\lambda}_i) \quad \lambda_{max}(r, r+1) = -T \ln(1 - \hat{\lambda}_{r+1}) \quad (7.4)$$

kde r predstavuje počet kointegračných vektorov pri nulovej hypotéze a $\hat{\lambda}$ je odhadnutá hodnota pre i -tu najväčšiu maximálnu charakteristickú hodnotu matice Π . V rámci trace statistics testujeme nulovú hypotézu, že počet kointegračných vektorov je menší prípadne rovný r , oproti alternatívnej hypotéze, že existuje viac ako r kointegračných vektorov. V rámci testu štatistiky maximum eigenvalue statistics testujeme nulovú hypotézu, že existuje r kointegračných vektorov, oproti alternatívnej hypotéze, že existuje $r+1$ kointegračných vektorov.

Odhadnutý VEC model nám umožní vypočítať priebehy impulse-response funkcií, ktoré nám umožnia analyzovať reakcie reakciu každej endogénnej premennej na šok spôsobený inou endogénnou premennou modelu. Pre účely výpočtu priebehu impulse-response funkcií je potrebné vynásobiť vektor pôvodných šokov modelu transformačnou maticou B , čo nám zabezpečí, aby šoky neboli vzájomne korelované. Impulse-response funkcie vypočítame prostredníctvom nasledovnej reprezentácie VECM v podobe kľzavého priemeru:

$$Y_t = \sum_{i=0}^{\infty} B_i \varepsilon_{t-i} \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (7.5)$$

kde T je počet pozorovaní a variančno-kovariančná matica B_i ($i = 2, \dots, p$) v tvare $n \times n$ je vypočítané rekurzívnym spôsobom prostredníctvom nasledovného výrazu:

$$B_i = \Phi_1 B_{i-1} + \Phi_2 B_{i-2} + \dots + \Phi_p B_{i-p} \quad (7.6)$$

kde $B_0 = I_n$; $B_i = 0$ pre $i < 0$; $\Phi_1 = I + \Pi + \Gamma_1$, $\Phi_i = \Gamma_i - \Gamma_{i-1}$ ($i = 2, \dots, n$).

Choleskyho metóda využíva inverzný Choleskyho faktor variančno-kovariančnej matice rezíduí modelu za účelom ortogonalizácie impulzov. Tento prístup zavádza do modelu zoradenie endogénnych premenných a tým aj atribúty všetkých efektov bežných

komponentov na endogénnu premennú, ktorá vstupuje do modelu na prvom mieste. Reakcia sa pritom môže meniť ak dôjde k zmene poradia endogénnych premenných.

Pred samotným odhadom modelu je potrebné otestovať použité časové rady na prítomnosť jednotkového koreňa. Podľa Engleho a Grangerera (Engleho a Grangerera, 1987) je nevyhnutné, aby všetky endogénne premenné modelu v rámci identifikovaného kointegračného vzťahu boli integrované rovnakého rádu. Časové rady by súčasne nemali byť $I(0)$, nakoľko by to v rámci testovania mohlo viesť k vzniku triviálnych kointegračných vektorov.

V rámci analýzy sa súčasne zameriame na testovanie smerovania kauzálnych vzťahov medzi endogénnymi premennými, t.j. medzi jednotlivými formami zahraničných prílevov kapitálu na jednej strane a reálnym outputom na strane druhej, prostredníctvom využitia lineárnych Grangerových testov kauzality, ktorú možno vyjadriť nasledovným spôsobom:

tvrdíme, že x_t nemá vplyv na y_t , ak

$$E(y_{t+p} | \Omega_t) = E(y_{t+p} | \Omega_t - x_t) \quad (\forall p > 0) \quad (7.7)$$

kde x_t a y_t sú dva časové rady, Ω_t predstavuje všetky informácie, ktoré sú k dispozícii v čase T a $(A|B)$ je podmienený príspevok A pri danom B .

Vzťah (7.7) možno súčasne vyjadriť nasledovným spôsobom: tvrdíme, že x_t nemá vplyv na y_t , ak nám neumožňuje predikovať budúci vývoj y .

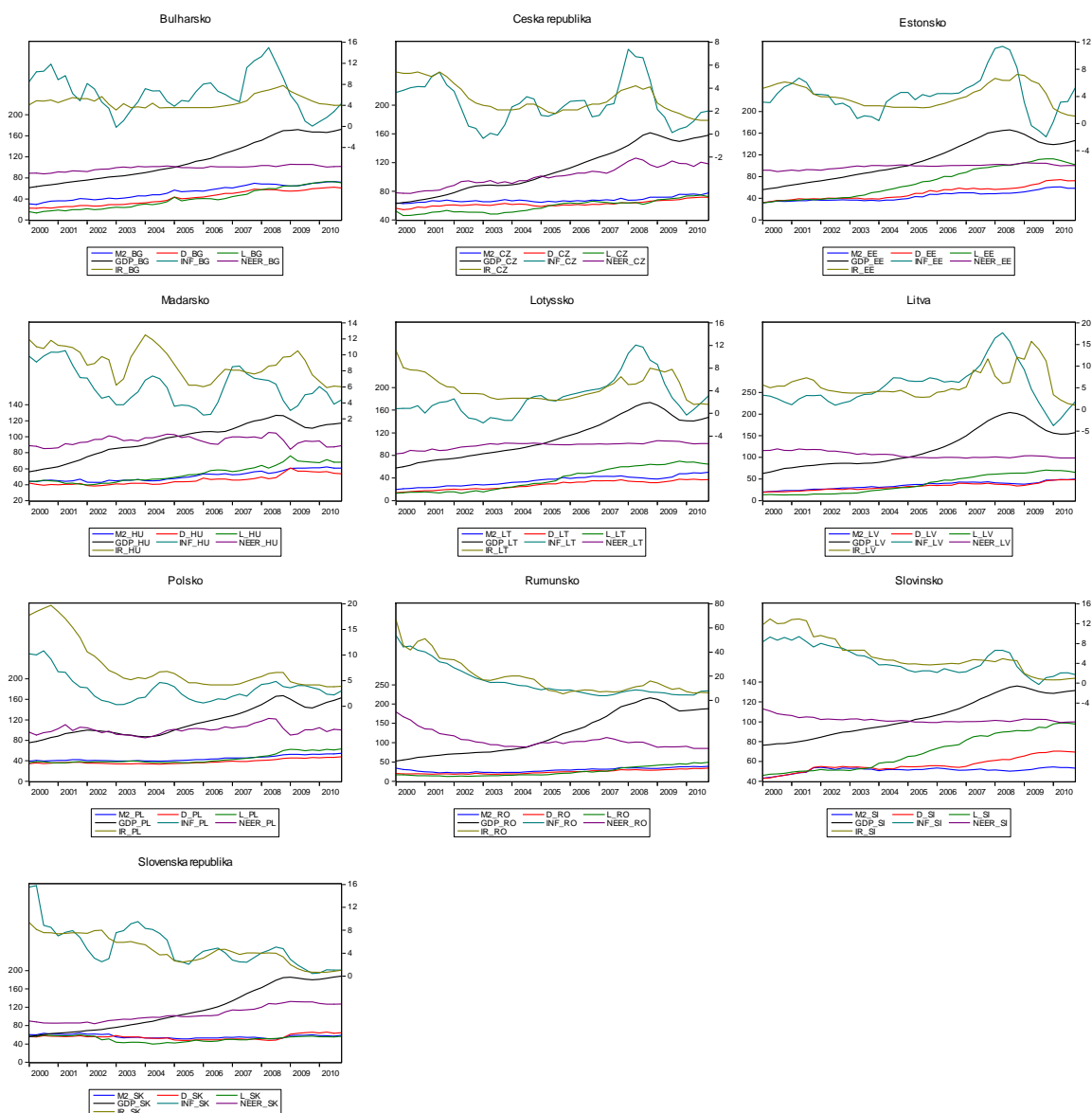
Za účelom analýzy vplyvu vybraných troch ukazovateľov finančného rozvoja na ekonomický rast v desiatich európskych tranzitívnych ekonomikách odhadneme tri modely (model A, model B a model C), v rámci ktorých budeme na prvom mieste v zoradení endogénnych premenných postupne alternovať domácu peňažnú zásobu, domáce bankové vklady a domáce bankové úvery pre každú individuálnu krajinu:

- model A ($Y_t = [m_t, y_t, p_t, i_t, er_{n,t}]$)
- model B ($Y_t = [d_t, y_t, p_t, i_t, er_{n,t}]$)
- model C ($Y_t = [l_t, y_t, p_t, i_t, er_{n,t}]$)

Odhadnutý VEC model nám umožní vypočítať priebehy impulse-response funkcií reálneho outputu v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách odrážajúcich pôsobenie jednorazových pozitívnych šokov jednotlivých základných ukazovateľov procesu financial deepening (domácej peňažnej zásoby, domácich bankových vkladov a domácich bankových úverov).

7.3. Pôsobenie financial deepening na reálny output

Graf 7.1 Endogénne premenné



Poznámka: Endogénne premenné modelu - peňažná zásoba (M2), domáce bankové vklady (D), domáce bankové úvery (L), hrubý domáci produkt (HDP), nominálny efektívny menový kurz (NEER) sú vyjadrené ako index (ľavá os v grafoch) (2005 = 100). Inflácia (INF) a úrokové miery (IR) sú vyjadrené v percentách (pravá os v grafoch).

Prameň: Vlastné spracovanie na základe: MMF - International Financial Statistics (október 2011).

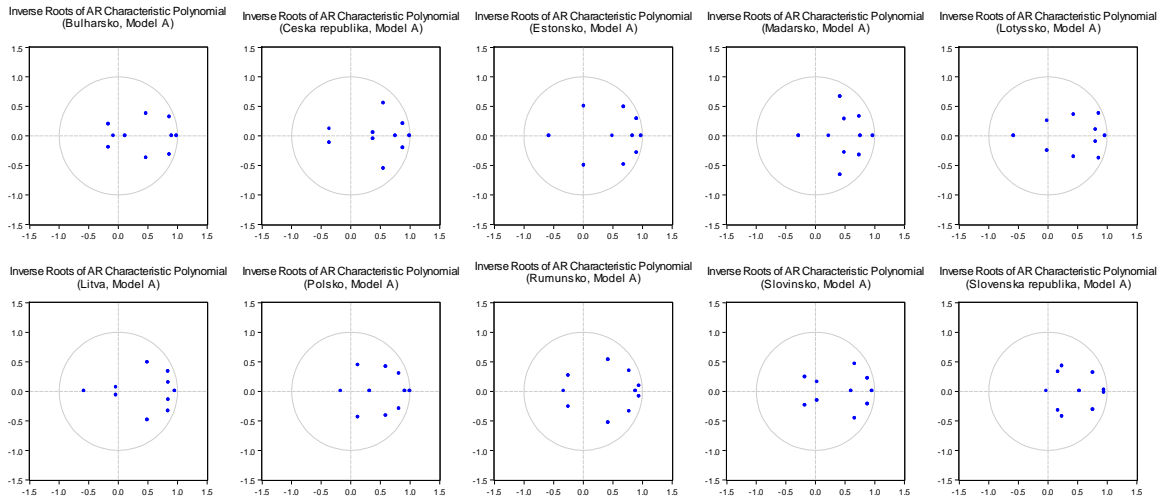
V rámci analýzy pôsobenia vybraných ukazovateľov financial deepening (domácej peňažnej zásoby, domácich bankových úverov a domácich bankových vkladov) na vývoj reálneho outputu sme použili štvrťročné údaje o vývoji domácej peňažnej zásoby (m), domácich bankových úverov (l), domácich bankových vkladov (d), reálneho outputu (y), krátkodobých úrokových sadziab (i) a nominálneho efektívneho menového kurzu (e) za obdobie rokov 2000 až 2010 pozostávajúce z celkovo 44 pozorovaní (graf 7.1). Časové rady

pre vývoj domácej peňažnej zásoby, domácich bankových úverov, domácich bankových vkladov a reálneho outputu sme pred samotným testovaním sezónne očistili. Časové rady pre všetky ekonomické kategórie zahrnuté do modelu sme získali z databázy MMF (International Financial Statistics, október 2011).

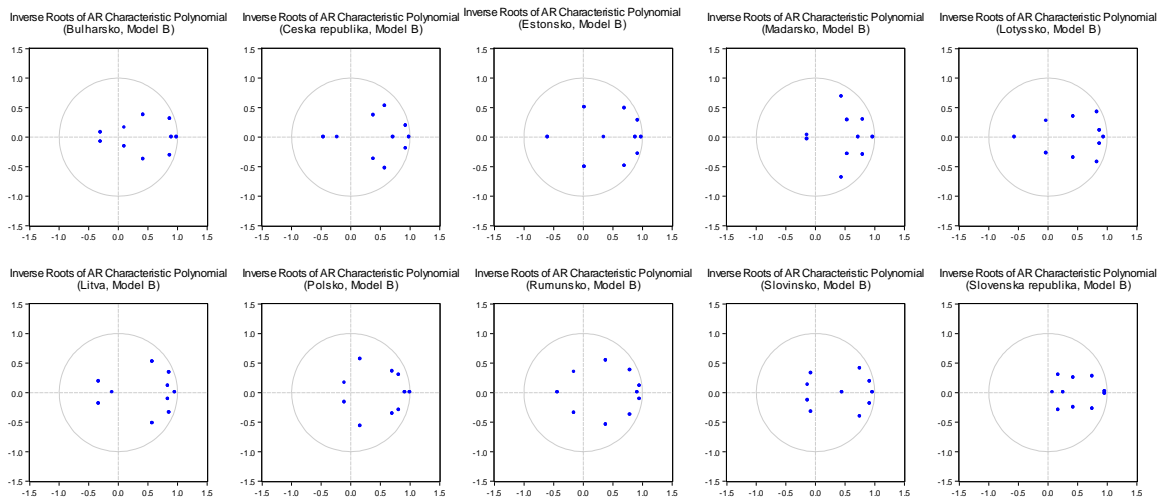
Stabilita VEC modelu

Graf 7.2 Stabilita VEC modelu

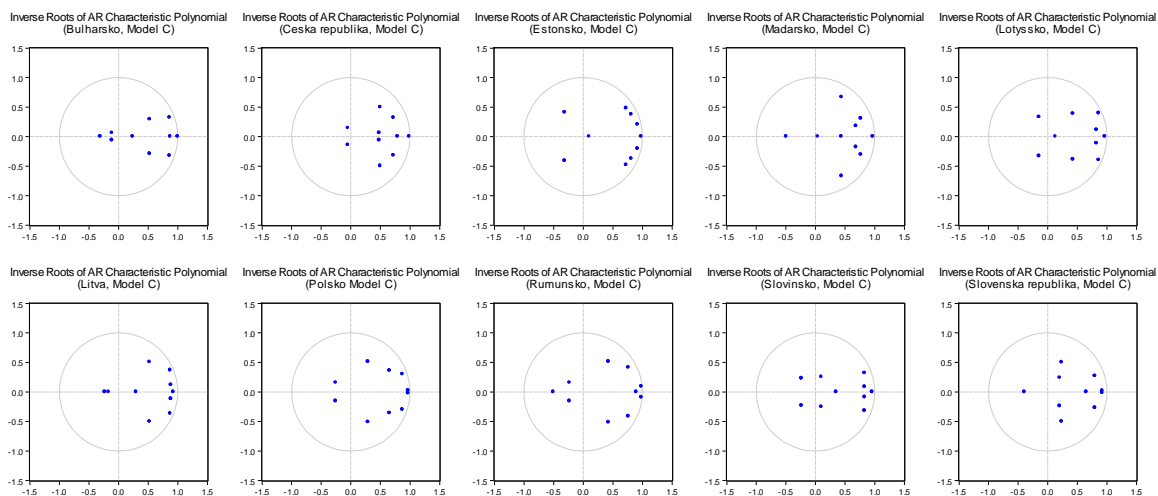
Model A



Model B



Model C



Prameň: Vlastné výpočty.

Pre otestovanie stability modelu sme využili viacero testov. Na rezíduách modelu nebola zistená prítomnosť autokorelácie, heteroskedasticity a autoregresne podmienenej heteroskedasticity. Taktiež sme použili Jarque-Berrov test normality, pričom sme zistili, že rezíduá modelu majú normálne rozdelenie. VEC modely sa taktiež javili ako stabilné (stacionárne) v prípade všetkých krajín SE, nakoľko sa inverzné korene modelov nachádzali vo vnútri jednotkového kruhu, hoci niekoľko koreňov sa nachádzalo (v absolútnych hodnotách) blízko jednotky (graf 7.2).

Pred samotným odhadnutím modelov v podmienkach jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomík sme časové rady otestovali na prítomnosť jednotkového koreňa a kointegráciu.

Testy jednotkového koreňa

Výsledky ADF a PP testu na prítomnosť jednotkového koreňa pre jednotlivé endogénne premenné všetkých troch modelov pre jednotlivé európske tranzitívne ekonomiky sumárne prezentujeme v tabuľke 7.1.

Tabuľka 7.1 Testy jednotkového koreňa

Bulharsko

		M2_BG		D_BG		L_BG		GDP_BG		INF_BG		NEER_BG		IR_BG	
		ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP
model A	values	-0,962	-0,987					0,516	0,785	-1,114	-1,768	-0,437	-0,664	-0,962	-1,326
	1,dif,	-6,584*	-6,618*					-3,878**	-3,376**	-4,886*	-5,270*	-4,879*	-5,043*	-5,765*	-5,995*
model B	values			-0,755	-0,486			0,516	0,785	-1,114	-1,768	-0,437	-0,664	-0,962	-1,326
	1,dif,			-0,606*	-0,562*			-3,878**	-3,376**	-4,886*	-5,270*	-4,879*	-5,043*	-5,765*	-5,995*
model C	values					-0,239	-0,543	0,516	0,785	-1,114	-1,768	-0,437	-0,664	-0,962	-1,326
	1,dif,					-5,774*	-0,603*	-3,878**	-3,376**	-4,886*	-5,270*	-4,879*	-5,043*	-5,765*	-5,995*

Česká republika

		M2_CZ		D_CZ		L_CZ		GDP_CZ		INF_CZ		NEER_CZ		IR_CZ	
		ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP
model A	values	-0,952	-0,833					-0,177	-0,439	-0,722	-0,165	-0,997	-1,181	-0,117	-0,328
	l,dif,	-6,229*	-6,067*					-5,866*	-6,116*	-3,995*	-0,377*	-7,399*	-7,225*	-4,381*	-4,874*
model B	values			-0,899	-1,177			-0,177	-0,439	-0,722	-0,165	-0,997	-1,181	-0,117	-0,328
	l,dif,			-4,748*	-4,905*			-5,866*	-6,116*	-3,995*	-0,377*	-7,399*	-7,225*	-4,381*	-4,874*
model C	values					-0,165	-0,251	-0,177	-0,439	-0,722	-0,165	-0,997	-1,181	-0,117	-0,328
	l,dif,					-5,017*	-5,438*	-5,866*	-6,116*	-3,995*	-0,377*	-7,399*	-7,225*	-4,381*	-4,874*

Estónsko

		M2_EE		D_EE		L_EE		GDP_EE		INF_EE		NEER_EE		IR_EE	
		ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP
model A	values	-0,785	-0,658					0,289	-0,188	-0,267	-0,471	-1,774	-1,328	-1,771	-1,407
	l,dif,	-3,995**	-4,780*					4,179*	3,766**	-4,289*	-4,762*	-6,919*	-6,547*	-5,669*	-5,117*
model B	values			-1,267	-1,089			0,289	-0,188	-0,267	-0,471	-1,774	-1,328	-1,771	-1,407
	l,dif,			-5,173*	-4,846*			4,179*	3,766**	-4,289*	-4,762*	-6,919*	-6,547*	-5,669*	-5,117*
model C	values					-0,514	-0,388	0,289	-0,188	-0,267	-0,471	-1,774	-1,328	-1,771	-1,407
	l,dif,					-4,781*	-4,668*	4,179*	3,766**	-4,289*	-4,762*	-6,919*	-6,547*	-5,669*	-5,117*

Maďarsko

		M2_HU		D_HU		L_HU		GDP_HU		INF_HU		NEER_HU		IR_HU	
		ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP
model A	values	-0,672	-0,459					0,166	-0,278	-0,896	-0,771	-0,772	-0,865	-2,732**	-0,328
	l,dif,	-5,889*	-5,172*					-4,981*	-5,338*	-5,769*	-5,662*	-6,290*	-6,584*	-5,675*	-4,661*
model B	values			-0,993	-1,047			0,166	-0,278	-0,896	-0,771	-0,772	-0,865	-2,732**	-0,328
	l,dif,			-5,835*	-5,991*			-4,981*	-5,338*	-5,769*	-5,662*	-6,290*	-6,584*	-5,675*	-4,661*
model C	values					-1,268	-0,952	0,166	-0,278	-0,896	-0,771	-0,772	-0,865	-2,732**	-0,328
	l,dif,					-4,883*	-4,366*	-4,981*	-5,338*	-5,769*	-5,662*	-6,290*	-6,584*	-5,675*	-4,661*

Lotyšsko

		M2_LV		D_LV		L_LV		GDP_LV		INF_LV		NEER_LV		IR_LV	
		ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP
model A	values	-0,885	-0,482					-0,773	-0,319	-1,290	-1,118	-0,663	-0,718	-1,003	-0,548
	l,dif,	-5,775*	-5,117*					-5,005*	-4,487**	-6,252*	-6,005*	-5,664*	-5,295*	-4,616*	-4,114**
model B	values			-1,226	-0,799			-0,773	-0,319	-1,290	-1,118	-0,663	-0,718	-1,003	-0,548
	l,dif,			-4,791*	-4,226*			-5,005*	-4,487**	-6,252*	-6,005*	-5,664*	-5,295*	-4,616*	-4,114**
model C	values					-0,771	-0,665	-0,773	-0,319	-1,290	-1,118	-0,663	-0,718	-1,003	-0,548
	l,dif,					-5,279*	-5,078*	-5,005*	-4,487**	-6,252*	-6,005*	-5,664*	-5,295*	-4,616*	-4,114**

Litva

		M2_LT		D_LT		L_LT		GDP_LT		INF_LT		NEER_LT		IR_LT	
		ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP
model A	values	-0,551	-0,843					0,337	0,189	-1,536	-1,114	-0,774	-0,252	-0,881	-0,714
	l.dif.	-4,725*	-4,915*					-4,277*	-4,014**	-6,381*	-6,005*	-5,279*	-4,881*	-5,227*	-5,024*
model B	values			-1,377	-1,158			0,337	0,189	-1,536	-1,114	-0,774	-0,252	-0,881	-0,714
	l.dif.			-5,003*	-4,574*			-4,277*	-4,014**	-6,381*	-6,005*	-5,279*	-4,881*	-5,227*	-5,024*
model C	values					-0,292	-0,115	0,337	0,189	-1,536	-1,114	-0,774	-0,252	-0,881	-0,714
	l.dif.					-4,836*	-4,390*	-4,277*	-4,014**	-6,381*	-6,005*	-5,279*	-4,881*	-5,227*	-5,024*

Poľsko

		M2_PL		D_PL		L_PL		GDP_PL		INF_PL		NEER_PL		IR_PL	
		ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP
model A	values	-0,709	-0,968					-0,628	-0,720	-0,607	-0,783	-1,590	-1,253	-0,493	-0,748
	l.dif.	-7,055*	-7,265*					-6,337*	-6,507*	-5,882*	-6,118*	-7,007*	-6,508*	-5,995*	-6,337*
model B	values			-0,551	-0,917			-0,628	-0,720	-0,607	-0,783	-1,590	-1,253	-0,493	-0,748
	l.dif.			-4,885*	-5,338*			-6,337*	-6,507*	-5,882*	-6,118*	-7,007*	-6,508*	-5,995*	-6,337*
model C	values					-0,014	-0,366	-0,628	-0,720	-0,607	-0,783	-1,590	-1,253	-0,493	-0,748
	l.dif.					-5,553*	-5,892*	-6,337*	-6,507*	-5,882*	-6,118*	-7,007*	-6,508*	-5,995*	-6,337*

Rumunsko

		M2_RO		D_RO		L_RO		GDP_RO		INF_RO		NEER_RO		IR_RO	
		ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP
model A	values	-0,991	-0,651					-0,117	-0,279	-0,887	-0,549	-1,287	-1,118	-0,441	-0,769
	l.dif.	-5,188*	-4,991*					-5,881*	-5,584*	-4,891*	-4,417**	-5,885*	-5,274*	-4,879*	-4,992*
model B	values			-1,227	-1,003			-0,117	-0,279	-0,887	-0,549	-1,287	-1,118	-0,441	-0,769
	l.dif.			-5,299*	-5,178*			-5,881*	-5,584*	-4,891*	-4,417**	-5,885*	-5,274*	-4,879*	-4,992*
model C	values					-0,881	-0,415	-0,117	-0,279	-0,887	-0,549	-1,287	-1,118	-0,441	-0,769
	l.dif.					-6,611*	-6,228*	-5,881*	-5,584*	-4,891*	-4,417**	-5,885*	-5,274*	-4,879*	-4,992*

Slovenská republika

		M2_SK		D_SK		L_SK		GDP_SK		INF_SK		NEER_SK		IR_SK	
		ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP
model A	values	-0,850	-0,761					-0,745	-0,915	-0,583	-0,871	-0,339	-0,797	-0,751	-0,595
	l.dif.	-6,394*	-6,126*					-6,449*	-6,907*	-6,178*	-6,470*	-6,055*	-6,751*	-5,229*	-5,116*
model B	values			-0,327	-0,659			-0,745	-0,915	-0,583	-0,871	-0,339	-0,797	-0,751	-0,595
	l.dif.			-4,541*	-4,890*			-6,449*	-6,907*	-6,178*	-6,470*	-6,055*	-6,751*	-5,229*	-5,116*
model C	values					-0,331	-0,545	-0,745	-0,915	-0,583	-0,871	-0,339	-0,797	-0,751	-0,595
	l.dif.					-4,651*	-4,717*	-6,449*	-6,907*	-6,178*	-6,470*	-6,055*	-6,751*	-5,229*	-5,116*

Slovensko

		M2_SI		D_SI		L_SI		GDP_SI		INF_SI		NEER_SI		IR_SI	
		ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP
model A	values	-0,766	-0,326					-0,189	-0,658	-0,661	-0,482	-0,414	-0,265	-0,663	-0,843
	1.dif.	-5,780*	-5,228*					-5,227*	-5,876*	-4,062*	-3,996**	-3,995*	-3,592**	-4,817*	-4,961*
model B	values			-0,875	-0,721			-0,189	-0,658	-0,661	-0,482	-0,414	-0,265	-0,663	-0,843
	1.dif.			-5,955*	-5,434*			-5,227*	-5,876*	-4,062*	-3,996**	-3,995*	-3,592**	-4,817*	-4,961*
model C	values					-0,687	-0,332	-0,189	-0,658	-0,661	-0,482	-0,414	-0,265	-0,663	-0,843
	1.dif.					-4,945*	-4,433*	-5,227*	-5,876*	-4,062*	-3,996**	-3,995*	-3,592**	-4,817*	-4,961*

Poznámka: Údaje predstavujú výsledky t-štatistiky. Nulovú hypotézu možno zamietnuť pri 1 % hladine významnosti (*), 5 % hladine významnosti (**), 10 % hladine významnosti (***)

Prameň: Vlastné výpočty.

Na základe výsledkov testov stacionarity možno konštatovať, že obidve testovacie procedúry (ADF a PP) indikovali, že väčšina časových radov sa v prípade jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomík obsahovalo na hodnotách jednotkový koreň a teda sa javila ako nestacionárna. Testovanie časových radov na úrovni prvých diferencií nám už ale potvrdilo stacionaritu všetkých časových radov, na základe čoho ich možno považovať za I(1). Výnimkou boli krátkodobé úrokové miery v prípade Maďarska, ktoré sa na základe ADF testu javili ako stacionárne už na svojich hodnotách a teda I(0).

Keďže väčšina endogénnych premenných sa v prípade jednotlivých modelov pre európske tranzitívne ekonomiky javila ako nestacionárna na svojich hodnotách, je potrebné časové rady otestovať na kointegráciu.

Väčšina endogénnych premenných obsahovala na svojich hodnotách jednotkový koreň a teda sa javila ako stacionárna až na svojich prvých diferenciách. Stacionarita časových radov na úrovni prvých diferencií však automaticky nezakladá predpoklad existencie kointegrácie medzi endogénnymi premennými, dôsledkom čoho je potrebné zistiť, či lineárna kombinácia dvoch alebo viacerých nestacionárnych časových radov je stacionárna.

Testy kointegrácie

Za účelom otestovania časových radov, ktoré na svojich hodnotách obsahujú jednotkový koreň, na prítomnosť kointegrácie sme využili Johansenov a Juseliusov kointegračný test.

V tabuľke 7.2 uvádzame prehľad výsledkov Johansenovho a Juseliusovho testu kointegrácie pre všetkých desať európskych tranzitívnych ekonomík, pričom sme na otestovanie zvolili tri oneskorenia (doporučené na základe SIC a AIC). Na základe výsledkov kointegračných testov (pri 5 percentnej hladine významnosti) môžeme konštatovať, že výsledky trace statistics a maximum eigenvalue statistics nám desiatku európskych tranzitívnych ekonomík rozdelili do niekoľkých skupín.

Tabuľka 7.2 Johansenov a Juseliusov test kointegrácie

Počet kointegrujúcich rovníc	Bulharsko						Česká republika					
	model A		model B		model C		model A		model B		model C	
	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat
$r=0$	93,238*	53,789*	91,933*	51,758*	93,184*	34,936*	68,566	32,866	69,199	31,491	67,407	31,449
$r \leq 1$	45,341	26,375	43,176	25,680	48,248*	23,477	45,670	26,620	46,707	26,839	45,959	25,109
$r \leq 2$	28,114	15,477	26,495	14,628	24,780	15,964	20,079	12,459	22,869	13,513	20,850	14,598
$r \leq 3$	14,759	13,591	11,868	11,045	8,816	8,503	7,620	6,849	9,356	9,350	6,252	6,098
$r \leq 4$	1,167	1,167	0,822	0,822	0,313	0,312	0,771	0,771	0,006	0,006	0,153	0,153

Počet kointegrujúcich rovníc	Estónsko						Maďarsko					
	model A		model B		model C		model A		model B		model C	
	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat
$r=0$	103,296*	51,718*	105,391*	42,767*	96,066*	44,847*	82,397*	33,727	88,117*	32,969	98,345*	30,866
$r \leq 1$	51,579*	23,123	52,624*	26,937	44,219	24,100	44,670	27,217	43,148	23,326	46,479	25,696
$r \leq 2$	28,455	16,736	27,686	20,664	25,119	21,496	21,452	10,635	19,822	11,569	26,783	20,085
$r \leq 3$	11,718	10,482	14,022	12,991	12,623	9,692	10,817	9,568	8,253	7,471	6,698	5,938
$r \leq 4$	1,236	1,236	1,032	1,032	1,003	1,003	1,249	1,249	0,783	0,783	0,760	0,760

Počet kointegrujúcich rovníc	Lotyšsko						Litva					
	model A		model B		model C		model A		model B		model C	
	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat
$r=0$	94,267*	32,323	107,017*	31,450	96,436*	31,910	110,807*	64,999*	117,206*	47,815*	92,492*	29,718
$r \leq 1$	45,943	25,347	46,566	26,019	44,526	25,893	55,809*	23,926	59,391*	26,411	42,774	24,969
$r \leq 2$	27,596	18,302	27,547	17,841	23,633	14,493	21,882	14,240	22,981	15,821	25,805	16,132
$r \leq 3$	12,294	12,384	13,494	13,023	10,140	13,283	7,642	5,885	7,160	5,961	13,799	10,189
$r \leq 4$	1,910	1,910	1,682	1,682	1,856	1,856	1,757	1,757	1,199	1,199	2,611	2,611

Počet kointegrujúcich rovníc	Poľsko						Rumunsko					
	model A		model B		model C		model A		model B		model C	
	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat
$r=0$	113,585*	32,506	67,820	31,571	120,551*	36,504*	81,112*	36,116*	82,606*	36,553*	91,181*	36,092*
$r \leq 1$	46,079	23,942	43,249	25,700	70,046*	24,589	44,996	18,578	46,053	23,779	55,089*	27,109
$r \leq 2$	21,137	13,411	24,549	16,042	28,458	19,497	26,418	13,902	22,274	9,138	27,979	16,831
$r \leq 3$	7,726	6,775	8,506	6,407	8,960	8,905	12,516	7,041	13,135	8,620	11,148	6,710
$r \leq 4$	0,951	0,951	2,099	2,099	0,055	0,055	2,475	2,475	2,516	2,516	1,439	1,439

Počet kointegrujúcich rovníc	Slovenská republika						Slovinsko					
	model A		model B		model C		model A		model B		model C	
	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat	trace stat	max eigvalue stat
$r=0$	84,091*	28,635	85,686*	30,430	67,299	31,137	84,810*	30,324	66,771	31,382	94,329*	37,311*
$r\leq 1$	45,456	23,410	45,256	24,563	46,162	25,978	44,486	23,604	42,389	25,694	45,018	24,003
$r\leq 2$	19,045	11,488	19,693	13,241	18,184	9,531	23,882	15,683	26,695	17,237	27,017	16,179
$r\leq 3$	7,557	7,021	6,452	6,429	8,653	6,169	9,199	8,938	11,458	13,391	13,838	9,297
$r\leq 4$	0,536	0,536	0,022	0,022	2,485	2,485	1,161	1,161	1,066	1,066	1,541	1,541

Poznámka: Údaje reprezentujú výsledky t-štatistiky pre *trace statistics* a *maximum eigenvalue statistics*. Nulovú hypotézu možno zamietnuť pri 1% hladine významnosti (*), 5% hladine významnosti (**), 10% hladine významnosti (***). Kritická hodnota *trace statistics* pri 5% hladine významnosti pre $r=0$ je 69,819, pre $r\leq 1$ je 47,856, pre $r\leq 2$ je 29,797, $r\leq 3$ je 15,495 a pre $r\leq 4$ je 3,841. Kritická hodnota pre *maximum eigenvalue statistics* pri 5% hladine významnosti pre $r=0$ je 33,877, pre $r\leq 1$ je 27,584, pre $r\leq 2$ je 21,131, $r\leq 3$ je 14,264 a pre $r\leq 4$ je 3,841.

Prameň: Vlastné výpočty.

Obidve testovacie štatistiky, t.j. *trace statistics* a *maximum eigenvalue statistics* nám indikujú prítomnosť jednej kointegrujúcej rovnice v Bulharsku (pre model A, B, C), Estónsku (pre modely A, B, C), Litve (pre modely A, B), Poľsko (pre model C), Rumunsku (pre modely A, B, C) a Slovinsku (pre model C). Zmiešané výsledky kointegračnej analýzy nám indikujú obidva testy v prípade Maďarska (pre modely A, B, C), Lotyšska (pre modely A, B, C), Litvy (pre model C), Poľska (pre model A), Slovenskej republiky (pre modely A, B) a Slovinska (pre model A). V tejto druhej skupine krajín jedna testovacia štatistika indikuje prítomnosť jednej kointegračnej rovnice, zatiaľ čo druhá testovacia štatistika prezrádza, že medzi endogénnymi premennými v jednotlivých modeloch neexistuje kointegrácia. V poslednej skupine krajín obidve testovacie štatistiky indikujú neprítomnosť kointegrácie medzi endogénnymi premennými v prípade Českej republiky (pre modely A, B, C), Poľska (pre model B), Slovenskej republiky (pre model C) a Slovinska (pre model B). Trace štatistika nám naznačuje prítomnosť dvoch kointegračných rovníc v Estónsku (pre modely A, B), Litve (pre modely A, B), Poľsku (pre model C) a Rumunsku (pre model C).

Grangerove testy kauzality

Prítomnosť kauzálnych väzieb medzi premennými zahrnutými do VEC modelu, t.j. jednotlivými formami zahraničných kapitálových prílevov a reálnym outputom otestujeme prostredníctvom Grangerovho testu kauzality. V rámci systému premenných možno tvrdiť, že určitá premenná y je ovplyvňovaná inou premennou x za predpokladu, že premenná x nám napomáha pri predikovaní vývoja premennej x . Kauzálny vzťah medzi premennými pritom môže existovať aj v opačnom smere. Napríklad, ak dve premenné sú vzájomne kointegrované, t.j. obidve sledujú spoločný stochastický trend, potom medzi týmito premennými musí existovať kauzalita Grangerovho typu minimálne v jednom smere. Tvrdíme, že prvá premenná nemá vplyv na druhú premennú, ak oneskorenia prvej premennej a korekčné parametre nie sú výrazne odlišné od nuly. Zaznamenať je pritom možno aj obojsmernú kauzalitu medzi dvoma premennými.

Tabuľka 7.3 nám zachytáva sumárny prehľad výsledkov Grangerových testov kauzality.

Tabuľka 7.3 Grangerove testy kauzality

Bulharsko

model	nulová hypotéza	lags	obs.	prob.	decision
A	M2_BG does not Granger Cause GDP_BG	3	41	0,0004	zamietnuť
	GDP_BG does not Granger Cause M2_BG	3	41	0,5718	prijat'
B	D_BG does not Granger Cause GDP_BG	3	41	0,0007	zamietnuť
	GDP_BG does not Granger Cause D_BG	3	41	0,5790	prijat'
C	L_BG does not Granger Cause GDP_BG	3	41	0,2652	prijat'
	GDP_BG does not Granger Cause L_BG	3	41	0,0419	zamietnuť

Česká republika

model	nulová hypotéza	lags	obs.	prob.	decision
A	M2_CZ does not Granger Cause GDP_CZ	3	41	0,4781	prijat'
	GDP_CZ does not Granger Cause M2_CZ	3	41	0,2546	prijat'
B	D_CZ does not Granger Cause GDP_CZ	3	41	0,2507	prijat'
	GDP_CZ does not Granger Cause D_CZ	3	41	0,2541	prijat'
C	L_CZ does not Granger Cause GDP_CZ	3	41	0,2278	prijat'
	GDP_CZ does not Granger Cause L_CZ	3	41	0,4690	prijat'

Estónsko

model	nulová hypotéza	lags	obs.	prob.	decision
A	M2_EE does not Granger Cause GDP_EE	3	41	0,0021	zamietnuť
	GDP_EE does not Granger Cause M2_EE	3	41	0,2444	prijat'
B	D_EE does not Granger Cause GDP_EE	3	41	0,0040	zamietnuť
	GDP_EE does not Granger Cause D_EE	3	41	0,5622	prijat'
C	L_EE does not Granger Cause GDP_EE	3	41	0,0005	zamietnuť
	GDP_EE does not Granger Cause L_EE	3	41	0,4906	prijat'

Maďarsko

model	nulová hypotéza	lags	obs.	prob.	decision
A	M2_HU does not Granger Cause GDP_HU	3	41	0,2175	prijat'
	GDP_HU does not Granger Cause M2_HU	3	41	0,4401	prijat'
B	D_HU does not Granger Cause GDP_HU	3	41	0,1919	prijat'
	GDP_HU does not Granger Cause D_HU	3	41	0,2004	prijat'
C	L_HU does not Granger Cause GDP_HU	3	41	0,4451	prijat'
	GDP_HU does not Granger Cause L_HU	3	41	0,2072	prijat'

Lotyšsko

model	nulová hypotéza	lags	obs.	prob.	decision
A	M2_LT does not Granger Cause GDP_LT	3	41	0,0010	zamietnuť
	GDP_LT does not Granger Cause M2_LT	3	41	0,4742	prijat'
B	D_LT does not Granger Cause GDP_LT	3	41	0,0005	zamietnuť
	GDP_LT does not Granger Cause D_LT	3	41	0,2747	prijat'
C	L_LT does not Granger Cause GDP_LT	3	41	0,0120	zamietnuť
	GDP_LT does not Granger Cause L_LT	3	41	0,4099	prijat'

Litva

model	nulová hypotéza	lags	obs.	prob.	decision
A	M2_LV does not Granger Cause GDP_LV	3	41	0,0005	zamietnuť
	GDP_LV does not Granger Cause M2_LV	3	41	0,0129	zamietnuť
B	D_LV does not Granger Cause GDP_LV	3	41	0,0007	zamietnuť
	GDP_LV does not Granger Cause D_LV	3	41	0,1940	prijat'
C	L_LV does not Granger Cause GDP_LV	3	41	0,0007	zamietnuť
	GDP_LV does not Granger Cause L_LV	3	41	0.5107	prijat'

Poľsko

model	nulová hypotéza	lags	obs.	prob.	decision
A	M2_PL does not Granger Cause GDP_PL	3	41	0,6762	prijat'
	GDP_PL does not Granger Cause M2_PL	3	41	0,0060	zamietnuť
B	D_PL does not Granger Cause GDP_PL	3	41	0,8100	prijat'
	GDP_PL does not Granger Cause D_PL	3	41	0,3627	prijat'
C	L_PL does not Granger Cause GDP_PL	3	41	0,0193	zamietnuť
	GDP_PL does not Granger Cause L_PL	3	41	0,3254	prijat'

Rumunsko

model	nulová hypotéza	lags	obs.	prob.	decision
A	M2_RO does not Granger Cause GDP_RO	3	41	0,0306	zamietnuť
	GDP_RO does not Granger Cause M2_RO	3	41	0,2979	prijat'
B	D_RO does not Granger Cause GDP_RO	3	41	0,0168	zamietnuť
	GDP_RO does not Granger Cause D_RO	3	41	0,6066	prijat'
C	L_RO does not Granger Cause GDP_RO	3	41	0,0080	zamietnuť
	GDP_RO does not Granger Cause L_RO	3	41	0,5669	prijat'

Slovenská republika

model	nulová hypotéza	lags	obs.	prob.	decision
A	M2_SK does not Granger Cause GDP_SK	3	41	0,4900	prijat'
	GDP_SK does not Granger Cause M2_SK	3	41	0,4795	prijat'
B	D_SK does not Granger Cause GDP_SK	3	41	0,3607	prijat'
	GDP_SK does not Granger Cause D_SK	3	41	0,5193	prijat'
C	L_SK does not Granger Cause GDP_SK	3	41	0,3309	prijat'
	GDP_SK does not Granger Cause L_SK	3	41	0,3247	prijat'

Slovinsko

model	nulová hypotéza	lags	obs.	prob.	decision
A	M2_SI does not Granger Cause GDP_SI	3	41	0,9650	prijat'
	GDP_SI does not Granger Cause M2_SI	3	41	0,3700	prijat'
B	D_SI does not Granger Cause GDP_SI	3	41	0,2835	prijat'
	GDP_SI does not Granger Cause D_SI	3	41	0,2562	prijat'
C	L_SI does not Granger Cause GDP_SI	3	41	0,0347	zamietnuť
	GDP_SI does not Granger Cause L_SI	3	41	0,4842	prijat'

Prameň: Vlastné výpočty.

Výsledky Grangerových testov kauzality výrazne korešpondovali s výsledkami Johnsenových a Juseliusových testov kointegrácie. Dlhodobá kauzalita medzi na jednej strane troma ukazovateľmi procesu financial deepening a ekonomickým rastom na strane druhej bola spojená s prítomnosťou dočasnej (Grangerovej) kauzality len v Estónsku, Lotyšsku a Rumunsku. Na základe toho je zrejmé, že ekonomický rast bol v tejto skupine krajín kauzálny závislý od procesu financial deepening. Keďže Lotyšsko a Rumunsko patria medzi krajiny s najnižším podielom HDP na jedného obyvateľa spomedzi všetkých európskych tranzitívnych ekonomík, zdá sa, že proces financial deepening stimuloval hospodársky rast najmä v menej vyspelých krajinách spomedzi európskych tranzitívnych ekonomík.

Na druhej strane nám však prezentované výsledky nepotvrdili prítomnosť kauzálnych väzieb medzi ukazovateľmi procesu financial deepening a reálnym outputom v Českej republike, Maďarsku a Slovenskej republike. Aj keď sme takýto trend nezistili v podmienkach Poľska, môžeme sa domnievať, že proces financial deepening nie je priamo zodpovedný za ekonomický rast vo väčšine európskych tranzitívnych ekonomík, ktoré sme zahrnuli do testovania.

K zmiešaným výsledkom Grangerových testov kauzality sme došli v prípade Bulharska, Litvy, Poľska a Slovinska. V Bulharsku nám výsledky testov kauzality indikovali vplyv zmien v domácej peňažnej zásobe a domácich bankových depozít na vývoj reálneho outputu. Na druhej strane, však zatiaľ čo prítomnosť kauzálného vzťahu medzi domácimi bankovými úvermi a ekonomickým rastom sa nepreukázala, kauzalita medzi na jednej strane týmito dvoma ukazovateľmi procesu financial deepening a na strane druhej reálnym outputom sa preukázala v obrátenom smere, t.j. zdá sa, že ekonomický rast vplýval na zvyšovanie domácej peňažnej zásoby a domácich bankových úverov. Toto zistenie možno objasniť tým, že ekonomický rast stimuloval dopyt po nových bankových úveroch potom, čo reálne ekonomické aktivity stimulovali dopyt po investičných statkoch.

Zatiaľ čo domáce bankové depozitá dočasne ovplyvňovali vývoj reálnych ekonomických aktivít v Litve, výsledky testov kauzality neindikovali vplyv domácej peňažnej zásoby na vývoj reálnych ekonomických aktivít. K pomerne zaujímavému zisteniu sme došli pri analýze výsledkov Grangerových testov kauzality v prípade Poľska. Zatiaľ čo domáca peňažná zásoba nemala kauzálny vplyv na reálny ekonomický rast, kauzalita medzi obidvoma premennými bola zistená v opačnom smere. Túto skutočnosť možno objasniť obdobným

spôsobom ako v prípade Bulharska a teda tým, že reálny output stimuloval rast dopytu po reálnych investičných statkoch, ako aj statkoch spotrebného charakteru. Žiadnu kauzalitu (obidvoma smermi) sme súčasne neidentifikovali medzi domácimi bankovými úvermi a reálnym outputom. V prípade Poľska možno na základe výsledkov Grangerových testov kauzality konštatovať, že domáce bankové úvery vplývali na vývoj reálneho outputu. Zatiaľ čo prítomnosť kauzálnej väzby medzi domácimi bankovými úvermi a reálnym outputom bola prítomná aj v Slovinsku, peňažná zásoba a domáca bankové vklady kauzálny vzťah s reálnym ekonomickým vývojom nevykazovali.

Za celú skupinu desiatich európskych tranzitívnych ekonomík možno konštatovať, že prítomnosť kauzálnych vzťahov medzi reálnym ekonomickým rastom na jednej strane a jednotlivými ukazovateľmi procesu financial deepening na strane druhej, sa potvrdila len čiastočne.

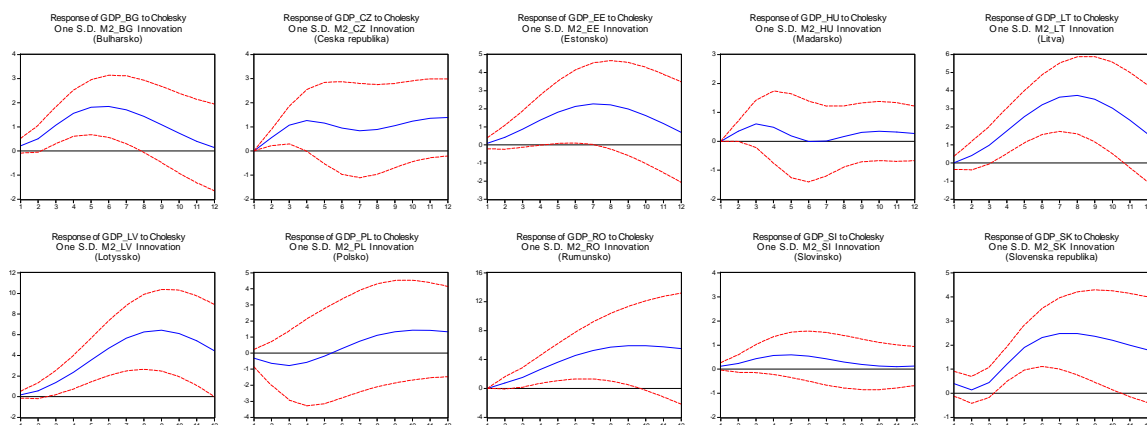
Impulse-response funkcie

Odhadovaný VEC model nám umožní vypočítať priebehy impulse-response funkcií endogénnych premenných pre jednotlivé európske tranzitívne ekonomiky. V súlade so zámerom tejto kapitoly sa pritom sústreďujeme len na interpretáciu reakcií reálneho outputu na pozitívne šoky jednotlivých ukazovateľov financial deepening. Zmena poradia endogénnych premenných v jednotlivých modeloch A, B a C pre všetkých desať krajín nemala zásadnejší vplyv na výsledky priebehu impulse-response funkcií reálneho outputu. Z tohto dôvodu preto v grafoch 7.3 až 7.5 uvádzame výsledky len pre model s východiskovým zoradením endogénnych premenných.

V modeli A sa zameriame na analýzu reakcií reálneho HDP na jednorazový pozitívny šok domácej peňažnej zásoby v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách počas obdobia rokov 2000 až 2010.

Graf 7.3 zachytáva priebeh odhadnutých impulse-response funkcií reálneho outputu odrážajúcich dôsledky pôsobenia jednorazového pozitívneho šoku domácej peňažnej zásoby na vývoj reálneho outputu v európskych tranzitívnych ekonomikách.

Graf 7.3 Reakcia HDP na peňažnú zásobu (model A)



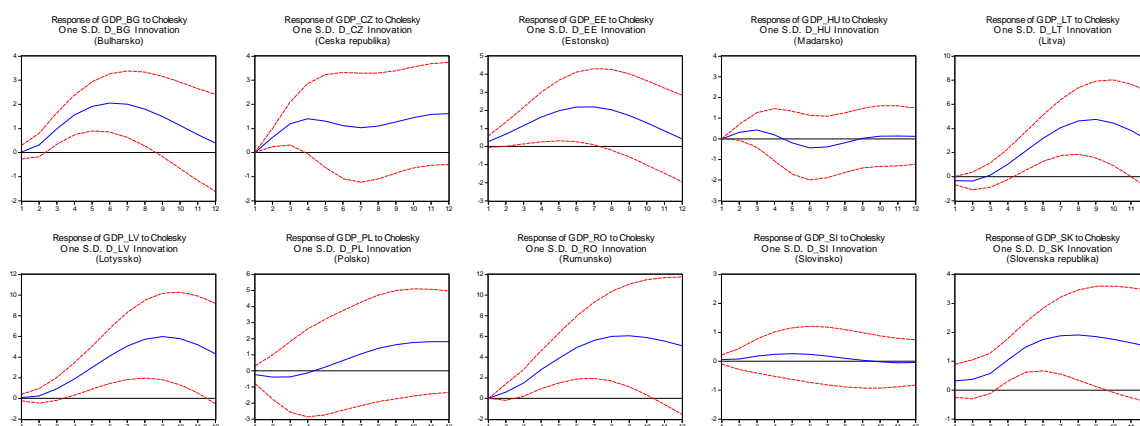
Prameň: Vlastné výpočty.

Na základe prezentovaných výsledkov priebehu impulse-response funkcií reálneho outputu v desiatich európskych tranzitívnych ekonomikách je zrejmé, že pozitívny vplyv šoku domácej peňažnej zásoby na vývoj reálneho outputu kulminoval v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách v období do desiatich štvrt'rokov od svojho vzniku. Vo všetkých desiatich ekonomikách, s výnimkou Poľska (a čiastočne aj Slovenskej republiky), bola okamžitá reakcia reálneho outputu na tento exogénny šok pozitívna. Najdlhšiu trvácnosť pozitívneho šoku domácej peňažnej zásoby sme mohli zaznamenať v Litve, Rumunsku a Slovenskej republike.

V modeli B sa zameriame na analýzu reakcií reálneho HDP na jednorazový pozitívny šok domácich bankových depozít v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách počas obdobia rokov 2000 až 2010.

Graf 7.4 zachytáva priebeh odhadnutých impulse-response funkcií reálneho outputu odrážajúcich dôsledky pôsobenia jednorazového pozitívneho šoku domácich bankových depozít na vývoj reálneho outputu v európskych tranzitívnych ekonomikách.

Graf 7.4 Reakcia HDP na domáce bankové depozitá (model B)



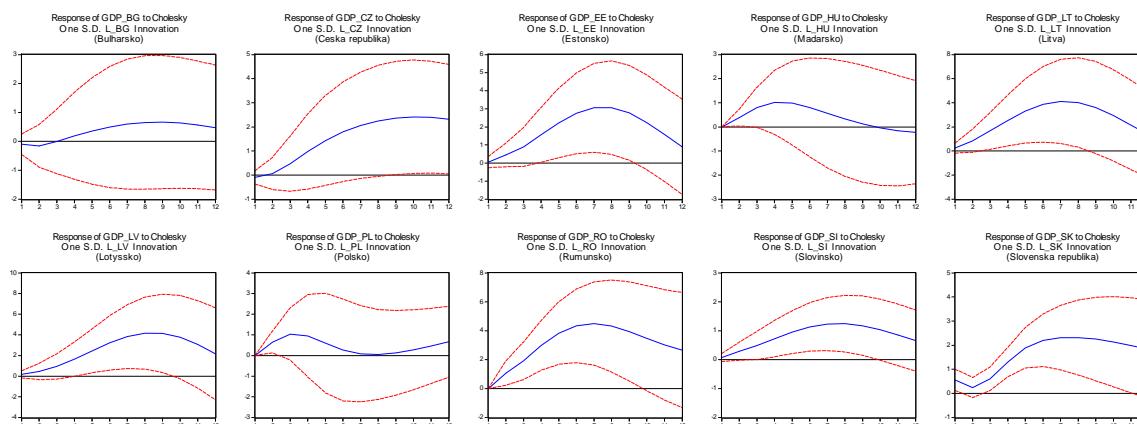
Prameň: Vlastné výpočty.

Na základe prezentovaných výsledkov priebehu impulse-response funkcií reálneho outputu v desiatich európskych tranzitívnych ekonomikách je zrejmé, že reakcia reálneho outputu na šok domácich bankových vkladov sa javila ako pomerne neurčitá v Maďarsku a Slovinsku. Najväčšiu trvácnosť inak celkovo pozitívneho pôsobenia šoku domácich bankových vkladov na vývoj reálneho outputu sme mohli zaznamenať v podmienkach Českej republiky, Rumunska a Slovenskej republiky. Toto zistenie vykazuje výrazne podobné črty so závermi týkajúcimi sa pôsobenia domácej peňažnej zásoby na vývoj reálneho outputu v predchádzajúcom grafe.

V modeli C sa zameriame na analýzu reakcií reálneho HDP na jednorazový pozitívny šok domácich bankových vkladov v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách počas obdobia rokov 2000 až 2010.

Graf 7.5 zachytáva priebeh odhadnutých impulse-response funkcií reálneho outputu odrážajúcich dôsledky pôsobenia jednorazového pozitívneho šoku domácich bankových depozít na vývoj reálneho outputu v európskych tranzitívnych ekonomikách.

Graf 7.5 Reakcia HDP na domáce bankové úvery (model C)



Prameň: Vlastné výpočty.

Na základe prezentovaných výsledkov priebehu impulse-response funkcií reálneho outputu v desiatich európskych tranzitívnych ekonomikách je zrejmé, že pozitívny šok domácich bankových úverov viedol k zvýšeniu reálneho outputu vo všetkých desiatich európskych tranzitívnych ekonomikách, pričom počiatkový efekt sa v jednotlivých krajinách prejavil prevažne s miernym časovým odstupom (obvykle do troch štvrtrokov). Najdlhšiu trvácnosť pozitívneho vplyvu exogénneho šoku sme mohli zaznamenať v Českej republike a Slovenskej republike. V Bulharsku sa vplyv domácich bankových úverov prejavil porovnateľne nižším nárastom reálneho outputu ako v prípade predchádzajúcich dvoch šokov. Na druhej strane v podmienkach Maďarska a Slovinska viedol šok domácich bankových úverov k podstatne výraznejšiemu zvýšeniu reálneho outputu ako v prípade predchádzajúcich dvoch šokov.

V súlade s našimi očakávaniami mali jednorazové pozitívne šoky vybraných ukazovateľov procesu financial deepening krátkodobo pozitívny vplyv na vývoj reálneho outputu v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách. Rozdiely sme pritom mohli zaznamenať nielen v dĺžke nábehovej fázy pôsobenia jednotlivých šokov (t.j. v dĺžke oneskorenia, s ktorým sa vplyv šoku na vývoj reálneho outputu prejavil), ale aj v jeho celkovej intenzite a trvácnosti (najvýraznejšie rozdiely sme medzi jednotlivými krajinami mohli zaznamenať práve v dĺžke trvania pozitívnych efektov jednotlivých exogénnych šokov na vývoj reálneho outputu).

7.4. Zhrnutie

V poslednej kapitole sme sa zamerali na analýzu hlavných aspektov spojených s pôsobením procesu financial deepening v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách počas obdobia rokov 2000 až 2010 prostredníctvom využitia VEC modelu

(VECM). Z tohto dôvodu sme preto využili viacrozmernú kointegračnú metodológiu, čo nám umožnilo posúdiť vzťahy medzi vybranými základnými ukazovateľmi procesu financial deepening a reálnym outputom v rámci sledovanej skupiny krajín. Rád integrácie sme pre jednotlivé časové rady určili prostredníctvom ADF a PP testov jednotkového koreňa. Na otestovanie rádu kointegrácie sme použili Johansenov a Juseliusov test kointegrácie. Smer kauzálnych väzieb medzi zvolenými indikátormi procesu financial deepening a reálnym outputom sme testovali prostredníctvom implementácie lineárneho Grangerovho testu kauzality. Odhadnutý VEC model nám umožnil vypočítať priebehy impulse-response funkcií za účelom posúdenia dynamických reakcií reálneho outputu na jednorazové pozitívne šoky domácej peňažnej zásoby, domácich bankových vkladov a domácich bankových úverov v podmienkach jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomík.

Na základe porovnania výsledkov jednotlivých krajín možno výsledky analýzy zhrnúť nasledovným spôsobom: Krajiny s nižšími úrovňami reálneho HDP na jedného obyvateľa dosahovali prevažne najvýraznejšie pozitívne efekty v podobe prorastového pôsobenia domácej peňažnej zásoby, domácich bankových vkladov a domácich bankových úverov na vývoj reálneho outputu. Uvedené zistenia nám prevažne potvrdili aj výsledky Grangerovho testu kauzality, ktoré nám v menej vyspelých európskych tranzitívnych ekonomikách pomohli identifikovať prítomnosť kauzálnych väzieb v smere od vybraných ukazovateľov procesu financial deepening k vývoju reálneho outputu (výnimkou nebola ani existencia kauzality v opačnom smere).

Výsledky priebehov impulse-response funkcií reálneho outputu v desiatich európskych tranzitívnych ekonomikách nám indikovali prevažne pozitívny vplyv procesu financial deepening (reprezentovaného vybranými indikátormi - domácou peňažnou zásobou, domácimi bankovými vkladmi a domácimi bankovými úvermi) na ekonomický rast, aj keď sme v rámci jednotlivých krajín mohli zaznamenať rozdiely v oneskorení nástupu pozitívneho efektu, intenzity vplyvu, ako aj samotnej dĺžky jeho trvania.

7.5. Literatúra

- [1] ABU-BADER, S., ABU-QARN, A.S. (2006) *Financial Development and Economic Growth Nexus: Time Series Evidence from Middle Eastern and North African Countries*, Monaster Center for Economic Research's Discussion Paper No. 06-09, 34p.
- [2] AL-YOUSIF, Y.K. (2002) *Financial development and economic growth: Another look at the evidence from developing countries*, Review of Financial Economics, 11(2): 131-150.
- [3] APERGIS, N., FIPPIDIS, I., ECONOMIDOU, C. (2007) *Financial Deepening and Economic Growth Linkages: A Panel Data Analysis*, Review of World Economics, 143(1): 179-198
- [4] ARFAOUI, M., ABAOUB, E. (2010) *On the Determinants of International financial Integration in the Global Business Area*, Journal of Applied Economic Sciences, 5(3): 153-172

- [5] BALTAGI, B.B., DEMETRIADES, P.O., LAW, S.H. (2009) *Financial development and openness: Evidence from panel data*. Journal of Development Economics, 89(2): 285-296.
- [6] CALDERÓN, C. (2002) *The Direction of Causality Between Financial Development and Economic Growth*, Central Bank of Chile's Working Paper No. 184, 20 p.
- [7] CHRISTOPOULOS, D. K., TSIONAS, E.G. (2004) *Financial development and economic growth: Evidence from panel unit root and cointegration tests*, Journal of Development Economics, 73(1): 55-74.
- [8] ENGLE, R.F., GRANGER, W.J. (1987) *Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing*, Econometrica, 55(2): 251-276
- [9] ESSO, L.J. (2009) *Cointegration and Causality Between Financial Development and Economic Growth: Evidence from ECOWAS Countries*, European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, 16: 112-122
- [10] GEWEKE, J. (1982) *Measurement of Linear Dependence and Feedback between Time Series*. Journal of the American Statistical Association 77(378): 304-24.
- [11] GHIRMAY, T. (2004) *Financial Development and Economic Growth in Sub-Saharan African Countries: Evidence from Time Series Analysis*, African Development Review, 16:415-432.
- [12] De GREGORIO, J., GUIDOTTI, P. E. (1995) *Financial Development and Economic Growth*, World Development, 23: 433-448.
- [13] JOHANSEN, S. (1988) *Statistical analysis of cointegrating vectors*, Journal of Economic Dynamic & Control, 12(2-3): 231-254.
- [14] JOHANSEN, S. (1991) *Estimation and Hypothesis testing of cointegrating vectors in Gaussian vector autoregressive models*, Econometrica 59(6): 1551-1580.
- [15] JOHANSEN, S., JUSELIUS, K. (1990) *Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration -with Applications to the Demand for Money*, Oxford Bulletin of Economics and Statistics 52: 169-210.
- [16] KIYOTAKI, N., MOORE, J. (2005) *Financial Deepening*, Journal of European Economic Association, 3(2-3): 701-713.
- [17] LEVINE, R., LOAYZA, N., BECK, T. (2000) *Financial intermediation and growth: Causality and causes*, Journal of Monetary Economics, 46(1): 31-77.
- [18] MISZTAL, P. (2010) *Foreign Direct Investments, as a Factor of Economic Growth in Romania*, Journal of Advanced Studies in Finance, 1(1): 72-82.
- [19] PRADHAN, R.P. (2010) *Financial Deepening, Foreign Direct Investment and Economic Growth: Are they Cointegrated?*, International Journal of Financial Research, 1(1):37-43
- [20] RACHDI, H., MBAREK, H.B. (2011) *The Causality between Financial Development and Economic Growth: Panel Data Cointegration and GMM System Approaches*, International Journal of Economics and Finance, 3(1): 143-151
- [21] VASILESCU, G., POPA, A. (2009) *Global FDI inflows under the Pressure of Financial Crisis*, Journal of Applied Research in Finance, 1(2): 105-112

-
- [22] YAHYAOU, A., RAHMANI, A. (2009) *Financial development and economic growth: Role of institutional quality*, *Panoeconomicus*, 56(3): 327-357

8. ZÁVER

Medzinárodnú finančnú integráciu európskych tranzitívnych ekonomík možno považovať za jeden z najvýznamnejších dôsledkov procesu liberalizácie kapitálových pohybov, k začatiu ktorého došlo v podmienkach bývalých centrálnych plánovaných ekonomík koncom prvej polovice 90. rokov. Na začiatku tohto obdobia sa krajiny bývalého východného bloku nachádzali v špecifickej situácii, ktorá predstavovala začiatok dynamického, komplikovaného a silne kapitálovo náročného procesu transformácie smerom spojenej s ekonomickou orientáciou na západoeurópske trhovú ekonomiku. Rozhodnutie o umožnení cezhraničnej alokácie kapitálových aktív a pasív bolo vrámci tohto procesu podmienené udržateľnosťou tlakov oslabujúcich celkovú vonkajšiu makroekonomickú rovnováhu v podobe negatívneho vývoja platobnej bilancie a nestability menového kurzu. Počiatočná nízka úroveň domácej zásoby kapitálu spoločne s relatívne vysokými domácimi úrokovými mierami predstavovali, aj napriek nedostatočne konkurenčnému a málo rozvinutému domácejmu bankovému (finančnému) systému, výrazný stimul pre prílev zahraničného kapitálu do takej miery, že mnohé európske tranzitívne ekonomiky sa v pomerne krátkej dobe stali čistými zahraničnými dlžníkmi.

Makroekonomická stabilita a očakávania pomerne dynamickej konvergencie (spojenej s vysokými tempami ekonomického rastu) európskych tranzitívnych ekonomík smerom k starým členským krajinám Európskej únie zvýšili atraktivitu tejto skupiny krajín pre zahraničných investorov, dôsledkom čoho bol výrazný prílev priamych zahraničných investícií do európskych tranzitívnych ekonomík. Zatiaľ čo pôsobenie priamych zahraničných investícií je v empirických štúdiách pomerne dostatočne prezentované, úloha portfóliových investícií je obvykle podceňovaná. Tradičným argumentom objasňujúcim nízky význam portfóliových investícií je nízka rozvinutosť domácich finančných trhov v európskych tranzitívnych ekonomikách. Okrem uvedeného možno počas obdobia posledných dvoch desaťročí sledovať tendenciu v zmenách relatívnych váh jednotlivých položiek v rámci štruktúry portfólia zahraničných prílevov kapitálu, ktoré odrážali pokrok v domácich ekonomických a inštitucionálnych reformách a nárast dôvery zahraničných investorov alokovať väčší objem priamych a portfóliových majetkových investícií v európskych tranzitívnych ekonomikách. V porovnaní so starými členskými krajinami Európskej únie čiastkové efekty medzinárodných kapitálových pohybov v európskych tranzitívnych ekonomikách však nedosahovali všeobecne očakávanú intenzitu.

Formovanie celkovej vonkajšej finančnej otvorenosti európskych tranzitívnych ekonomík bolo na začiatku transformačného procesu zásadným spôsobom ovplyvňované tempom a rozsahom liberalizácie zahraničných kapitálových pohybov. Podstatné zmeny v zahranično-ekonomických vzťahoch medzi európskymi tranzitívnymi ekonomikami a západoeurópskymi ekonomikami predurčili krajiny bývalého Východného bloku zotrvať na medzinárodnom poli takmer nepretržite v pozícií čistých zahraničných vypožičiavateľov. Proces reprodukcie domácej kapitálovej základne už hneď na začiatku transformačného obdobia zvýraznil zásadný nepomer medzi tvorbou domácich finančných zdrojov (úsporami) a skutočným dopytom po reálnych investíciách. Aj v tejto súvislosti sa európske tranzitívne ekonomiky stali už v prvej polovici 90. rokov významným cieľovým regiónom pre masívny prílev zahraničného kapitálu. Úspešnosť a rýchlosť ekonomickej transformácie európskych

tranzitívnych ekonomík možno aj s odstupom času považovať za proces zásadne podmienený dostupnosťou dostatočnej zásoby kapitálu, čo spoločne s vysokými očakávanými mierami ekonomického rastu predstavovalo výrazný stimul pre prílev zahraničného kapitálu. Spomedzi ďalších determinantov, ktoré prispeli k atraktivite európskych tranzitívnych ekonomík pre kapitál zahraničných investorov v rôznych podobách možno spomenúť význam kvalifikovanej a súčasne lacnej pracovnej sily (pracovný kapitál) a inštitucionálne garancie v podobe, v tom čase, budúceho očakávaného členstva týchto krajín v Európskej únii. Zatiaľ čo celková makroekonomická výkonnosť bola na začiatku transformačného procesu stále významne ovplyvnená počiatočným ekonomickým šokom, tempá reálneho ekonomického rastu boli počas relatívne dlhého obdobia pred nástupom hospodárskej krízy vo vybraných európskych tranzitívnych ekonomík relatívne vysoké.

Spomedzi ďalších významných aspektov, ktorých význam je porovnateľný s postupne narastajúcim rozsahom medzinárodnej finančnej integrácie, možno v podmienkach európskych tranzitívnych ekonomík zdôrazniť pokrok vo vývoji domáceho finančného sektora a tiež rastúci vplyv procesu známeho ako financial deepening. Inštitucionálne aspekty, pretrvávajúci vplyv špecifických faktorov z obdobia centrálného plánovania spoločne s mnohými rigiditami typickými pre samotný proces transformácie výrazným spôsobom poznačili celkový pokrok a dĺžku trvania čiastkových etáp rozvoja individuálnymi črtami poznačeného finančného sektora a procesu financial deepening v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách. Na základe uvedeného možno konštatovať, že rozvoj finančného sektora sa v európskych tranzitívnych ekonomikách javil ako zložitejší a pre jednotlivé krajiny špecifickejší v porovnaní s procesom medzinárodnej finančnej integrácie.

Analýza pôsobenia jednotlivých foriem zahraničných kapitálových prílevov na vývoj v európskych tranzitívnych ekonomikách potvrdila všeobecné očakávania. V rámci predkrízového obdobia nám výsledky odrážali celkovo pozitívny vplyv priamych zahraničných investícií a ostatných (dlhových) investícií na ekonomiky všetkých desiatich krajín. Zatiaľ čo v prípade pôsobenia priamych zahraničných investícií a ostatných (dlhových) investícií na vývoj reálneho outputu sme medzi jednotlivými krajinami zaznamenali určité rozdiely v dĺžke oneskorenia pozitívnej reakcie, ako aj jej intenzite a trvácnosti, pôsobenie portfóliových investícií sa javili vo vzťahu k vývoju reálneho outputu ako zanedbateľné dokonca aj v krátkom období. Vplyvom hospodárskej krízy sa trvácnosť (t.j. dĺžka trvania) pozitívneho pôsobenia všetkých trhoch typov zahraničných kapitálových prílevov na vývoj reálneho outputu znížila, zatiaľ čo sa citlivosť reálneho outputu na ich pôsobenie v krátkom období mierne zvýšila. Grangerove testy kauzality potvrdili existenciu dočasne kauzality medzi vývojom priamych zahraničných investícií a ostatných (dlhových) investícií (s výnimkou Slovinska) na jednej strane a vývojom reálneho outputu vo všetkých desiatich európskych tranzitívnych ekonomikách. Na druhej strane prítomnosť krátkodobých kauzálnych väzieb pretrvala aj v rámci rozšíreného obdobia, avšak len v podmienkach piatich krajín. Súčasne sme v prípade niektorých krajín zistili prítomnosť dočasnej kauzality, avšak s opačným smerovaním, keď vývoj reálneho outputu zdá sa ovplyvňovať vývoj priamych zahraničných investícií.

Analýza pôsobenia základných indikátorov procesu financial deepening na vývoj v európskych tranzitívnych ekonomikách korešpondovali s porovnateľnými empirickými

výsledkami. Krajiny s nižšími úrovňami reálneho HDP na jedného obyvateľa dosahovali prevažne najvýraznejšie pozitívne efekty v podobe prorastového pôsobenia domácej peňažnej zásoby, domácich bankových vkladov a domácich bankových úverov na vývoj reálneho outputu. Uvedené zistenia nám prevažne potvrdili aj výsledky Grangerovho testu kauzality, ktoré nám v menej vyspelých európskych tranzitívnych ekonomikách pomohli identifikovať prítomnosť kauzálnych väzieb v smere od vybraných ukazovateľov procesu financial deepening k vývoju reálneho outputu (výnimkou nebola ani existencia kauzality v opačnom smere).

Akumulácia zahraničného kapitálu prispela k zrýchleniu konvergenčného procesu európskych tranzitívnych ekonomík smerom k starým členským krajinám Európskej únie. Tento aspekt medzinárodnej finančnej integrácie im umožnil zvyšovať objem domácich investičných výdavkov pri súčasnom zvyšovaní spotrebných výdavkov a náraste celkového národného dôchodku. Európske tranzitívne ekonomiky, ktoré sa stali významným teritóriom pre prílev zahraničného kapitálu, sa však v súvislosti s dlhodobo sa zhoršujúcim vývojom ich medzinárodnej investičnej pozície, vystavili riziku vzniku dvoch závažných problémov.

Po prvé, s postupným narastaním rentability zahraničných investícií a objemu splátok zahraničných dlhov, musí byť cieľová krajina zahraničných investícií v súvislosti s repatriáciou zisku a nárastom dlhovej služby pripravená stabilizovať zahraničnú finančnú pozíciu prostredníctvom prebytkov na účte obchodnej bilancie. Veľkosť potrebného prebytku v rámci obchodnej bilancie nie je ovplyvnená len objemom akumulovaných zahraničných finančných pasív a tempa ekonomického rastu, ale aj očakávanou mierou návratnosti zahraničných finančných aktív a pasív krajiny, čo bude v nemalej miere závisieť od štruktúry celkovej bilancie zahraničných finančných aktív a pasív.

Po druhé, významnou skutočnosťou pre zadlžujúce sa ekonomiky je odhad stupňa otvorenosti voči finančným šokom. Napríklad finančné krízy v 90. rokoch poodkryli potenciálnu volatilitu, ktorá súvisela s výraznejšou orientáciou na určitý druh zahraničného financovania, predovšetkým v podobe krátkodobých zahraničných pôžičiek. Z tohto dôvodu je dôležité venovať zvýšenú pozornosť rizikovosti zahraničných finančných pasív v jednotlivých európskych tranzitívnych ekonomikách.

Názov: Ekonomické aspekty liberalizácie kapitálových tokov
v európskych tranzitívnych ekonomikách

Rozsah: 230 strán
Autor: © Ing. Rajmund Mirdala, PhD. a kol.

Recenzenti: doc. Ing. Václav Dufala, CSc.
doc. Ing. Rastislav Kotulič, PhD.

Vydavateľ: Univerzitná knižnica, Technická univerzita v Košiciach,
Letná 9, 040 01 Košice

Vydanie: prvé, 2011
Tlač: Univerzitná knižnica, Technická univerzita v Košiciach,
Letná 9, 040 01 Košice

ISBN 978-80-553-0838-8

ISBN 978-80-553-0838-8