



# Kumulácia hotovosti<sup>1</sup> nefinančných spoločností v eurozóne a krajinách V4

Ján Beka  
Národná banka Slovenska

*Z dôvodu pretrvávajúcej neistoty a obáv z opätovného zamrznutia finančného, ale najmä úverového trhu nefinančné spoločnosti v eurozóne kumulujú hotovosť, čo negatívne vplýva na výraznejšie oživenie ekonomického rastu. To následne vedie k pozastavovaniu investícií a k pomerne pomalej obnove ekonomického rastu. V tejto súvislosti je dôležité pozrieť sa aj na stranu pasív v súvahách podnikov, teda odkiaľ pochádzajú zdroje, keďže naakumulovaná hotovosť môže pochádzať z nárastu dlhu. Firmy sa mohli, resp. môžu správať opatrne a pri vysokej nedôvere si chcú zabezpečiť dostatočne vysokú rezervu likvidity. V snahe naštartovať výraznejšie oživenie ekonomiky cez investičný dopyt je potrebné zamerať sa na zvýšenie dôvery a prostredníctvom hospodárskych politik zvýšiť podporu nových investícií a inovácií. Rozpúšťanie hotovostného vankúša firmami by malo ísť ruka v ruke s rastom investičného dopytu.*

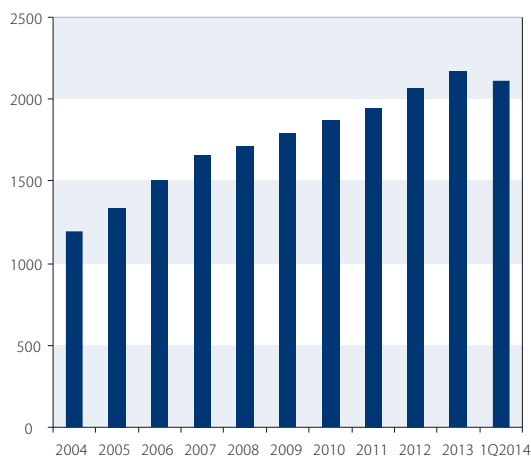
Objem prostriedkov firiem na účtoch v absolútnom vyjadrení narastá v súlade s infláciou, rastom ziskov a s príjmami zo zahraničného obchodu. Pohľad na vývoj pomerového ukazovateľa hotovosti k aktivite však naznačuje, že od krízy sa zväčšuje medzera medzi hotovosťou firiem a aktivitou. Trend z obdobia rokov 2004 až 2008<sup>2</sup> by indikoval vyššiu investičnú činnosť a výraznejší rast pridanej hodnoty. V pokrízovom období sa podstatne zvýšila neistota, čo viedlo k prepadu investičného dopytu a k zvýšeniu podielu hotovosti v porovnaní s aktivitou. Po čiastočnom upokojení situácie v roku 2010 sa firmy rozhodli zvýšiť investičnú činnosť a podiel hotovosti klesol. Avšak po vypuknutí dlhovej krízy v eurozóne došlo k opätovnému výraznejšiemu nárastu hotovosti a k zníženiu akti-

vity. Medzera medzi skutočným vývojom a naznačeným trendom sa tak výraznejšie zväčšila.

Dôležité je pozrieť sa na jednotlivé krajiny eurozóny, keďže väčšinou sa berú do úvahy len veľké firmy, ktorých, vzhľadom na veľkosť ekonomiky, je pomerne dosť z Nemecka. Ak sa však pozrieme na štyri najväčšie ekonomiky eurozóny, je zjavné, že Nemecko ku kumulácii hotovosti výraznejšie neprispievalo. Jeho ekonomiku tvoria najmä malé a stredné firmy, ktoré, ak chcú uspieť na exportných trhoch, musia investovať a inovovať. Z pohľadu na vývoj ukazovateľa pomeru hotovosti k aktivite sa zdá, že nemecké firmy na agregátnej úrovni skutočne investujú a nehromadia nadmernú hotovosť. V rámci najväčších krajín dominuje v kumulovaní hotovosti Francúzsko, ale aj Talian-

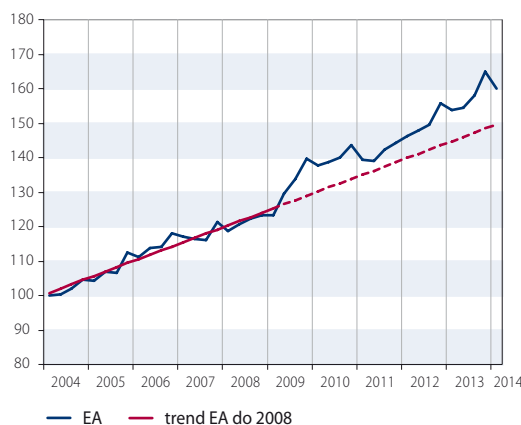
- Hotovosť zahŕňa v užšom zmysle najlikvidnejšie aktíva podnikov, teda bankovky a mince a vklady v bankách.
- Časové rady pri porovnávaní boli vybraté od 1. štvrtroka 2004 do 1. štvrtroka 2014 výlučne z dôvodu možnosti porovnania vývoja v eurozóne a krajinách V4. Časové rady štvrťročných finančných účtov pre krajiny V4 sú k dispozícii len od 1. štvrtroka 2004. Pre eurozónu existujú dlhšie časové rady (od roku 1999), trend aj na dlhšom časovom období je rovnaký.
- Index je vypočítaný ako priemer dvoch indexov, pričom prvý predstavuje podiel hotovosti k investíciám a druhý podiel hotovosti k pridanej hodnote. Investície aj pridaná hodnota sú prevzaté z národných účtov a nezodpovedajú presne sektoru nefinančných spoločností, čo by bolo najvhodnejšie riešenie.

Graf 1 Stav hotovosti nefinančných spoločností v eurozóne<sup>3</sup> (v bil. EUR)



Zdroj: ECB, výpočty NBS.

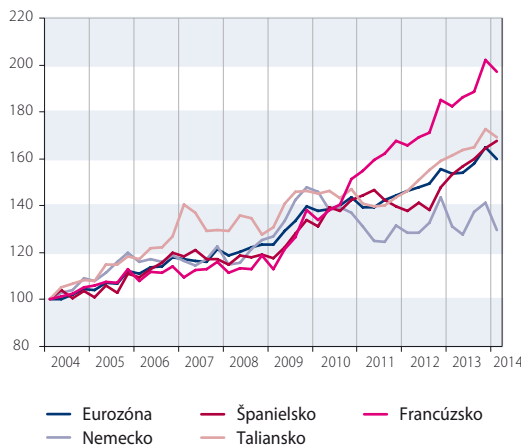
Graf 2 Podiel hotovosti k aktivite v eurozóne (index, báza 1Q 2004 = 100)



Zdroj: ECB, výpočty NBS.



**Graf 3 Podiel hotovosti k aktivite v najväčších krajinách eurozóny (index, báza 1Q 2004 = 100)**

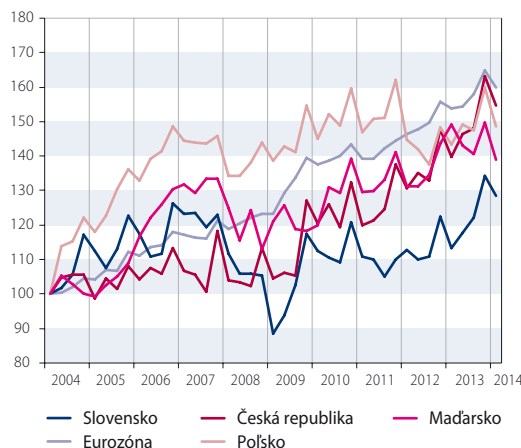


Zdroj: ECB, výpočty NBS.

ska a Španielsko prispievajú pomerne výrazne k hromadeniu hotovosti. V ich prípade je tento ukazovateľ ovplyvnený najmä prepacom investičnej aktivity. Nárast hotovosti bol v bilanciách firiem sprevádzaný na strane pasív zvýšením emisií cenných papierov, avšak celkový dlh zahŕňajúci dlhové cenné papiere, akcie, úvery a ostatné záväzky sa v posledných rokoch stabilizoval. Na základe jednoduchšej regresie možno vysvetliť len približne v 60 % súvis kumulácie hotovosti s nárastom dlhu. Znamená to, že firmy v eurozóne mohli ťažiť z príjmov zo zahraničného obchodu.

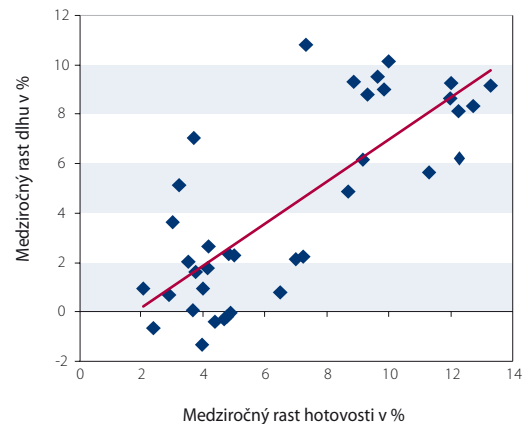
V krajinách V4 bol vývoj veľmi podobný ako v eurozóne. V predkrízovom období rástla hotovosť pomerne rýchlo v Poľsku, Maďarsku a na Slovensku. Príčinou bol pravdepodobne pomerne rýchly rast ekonomiky a najmä vstup týchto krajín do EÚ. V krízovom období je vidieť značný prepád hotovosti v krajinách V4, zatiaľ čo v eurozóne podniky hotovosť kumulovali. Môže to

**Graf 5 Pomer hotovosti k aktivite v krajinách V4 (index, báza 1Q 2004 = 100)**



Zdroj: ECB, výpočty NBS.

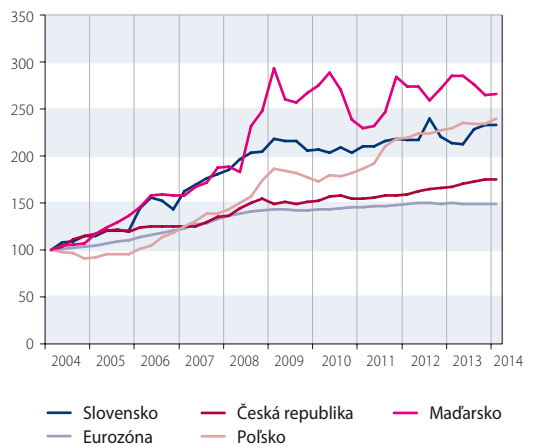
**Graf 4 Vzťah medzi hotovosťou a dlhom v eurozóne**



Zdroj: ECB, výpočty NBS.

však odzrkadľovať skutočnosť, že krajiny V4 boli výraznejšie zasiahnuté náhlym zastavením globálneho obchodu. V období po kríze je už vývoj veľmi podobný. Kumulácia hotovosti je pomerne výrazná aj v krajinách V4. Slovenské firmy na agregátnej úrovni mierne zaostávali v kumulovaní hotovosti za krajinami V3. Vysvetlením môže byť, že Slovensku pomohli investície v automobilovom priemysle počas dlhovej krízy, s čím súvisel rast investícií a pridanej hodnoty. Na Slovensku je menej výrazné hromadenie hotovosti spôsobené možno aj tým, že absentujú veľké domáce firmy. Materské firmy v snahe zvýšiť si hotovosť pravdepodobne odlievajú prostriedky z dcérskych podnikov, niektoré majú zúčtovacie centrá v zahraničí a prostriedky z tržieb neprichádzajú na účty v slovenských bankách. Rozhodovanie o investíciách na Slovensku tak môže tunajšie dcérske firmy brzdiť v ich rozvoji a tým aj spomaľovať hospodársky rast.

**Graf 6 Dlh nefinančných spoločností (index, báza 1Q 2004 = 100)**



Zdroj: ECB, výpočty NBS.