

## **Informácia o revízii bežného účtu platobnej bilancie za roky 2003 a 2004 a porovnanie vplyvu objemu dividend a reinvestovaného zisku na vývoj bežného účtu s vybranými krajinami**

---

### **1. Revízia bežného účtu platobnej bilancie za roky 2003 a 2004**

Reinvestovaný zisk je spolu s majetkovým a ostatným kapitálom jednou z troch zložiek priamych zahraničných investícií (PZI). Zjednodušene by sme mohli reinvestovaný zisk definovať ako tú časť zisku spoločnosti, ktorá nebola vyplatená zahraničnému investorovi vo forme dividendy. Podľa medzinárodných štandardov sa v určitých prípadoch transakcie v platobnej bilancii zaznamenávajú aj vtedy, keď v skutočnosti k žiadnemu reálnemu toku peňazí nedochádza. Tak je to aj v prípade reinvestovaného zisku. V platobnej bilancii sa vykazuje ako súčasť bežného účtu v bilancii výnosov a jeho protipoložka sa zaznamenáva s opačným znamienkom na finančnom účte v priamych zahraničných investíciách. Preto, ak firma vyprodukuje zisk a rozhodne sa ho nerozdeliť vo forme dividend, vytvorí sa reinvestovaný zisk, čo sa prejaví v náraste celkového prílevu priamych zahraničných investícií v danom období v rámci finančného účtu. V rámci bilančných vzťahov v zaznamenávaní transakcií v platobnej bilancii sa zároveň výška reinvestovaného zisku prejaví v bežnom účte ako výnos zahraničného investora s opačným, mínusovým znamienkom. Teda v takomto prípade reinvestovaný zisk predstavuje odlev prostriedkov v rámci bežného účtu, ale súčasne aj ich prílev cez zvýšenie priamych zahraničných investícií v rámci finančného účtu. Z uvedeného vyplýva neutrálny dopad reinvestovaného zisku na platobnú bilanciu ako celok. Reinvestovaný zisk na rozdiel od dividend nespôsobuje reálny odlev kapitálu z krajiny a nevyvoláva tlak na externú nerovnováhu.

Národná banka Slovenska prijala rozhodnutie zaviesť od roku 2005 do platobnej bilancie, v súlade s medzinárodnými štandardami a praktikami okolitých krajín, reinvestovaný zisk z priamych zahraničných investícií. Na základe aktuálneho vývoja dividend v roku 2005, ako aj vývoja makroekonomických ukazovateľov (ziskovosť podnikov a pod.) bola odhadnutá výška reinvestovaného zisku na rok 2005.

Do roku 2005 nebol reinvestovaný zisk súčasťou bežného účtu platobnej bilancie SR, nakoľko neboli k dispozícii vierohodné údaje o jeho objeme. V súlade s odporúčaniami medzinárodných finančných inštitúcií zaviedla Národná banka Slovenska ročné hlásenie o priamych zahraničných investíciách, ktoré umožňuje komplexný pohľad na podniky so zahraničnou účasťou. Časový posun predkladania ročných hlásení je T+11 mesiacov. Na základe tohto ročného hlásenia o priamych zahraničných investíciách, NBS v priebehu rokov 2005 a 2006 získala a spracovala údaje o reinvestovanom zisku spätne za roky 2003 a 2004, ako aj revidované údaje o dividendách a úrokoch z ostatného kapitálu (úroky z medzipodnikových úverových operácií). Tieto údaje potvrdili, že odhad objemu reinvestovaného zisku na rok 2005 sa javí ako realistický a zároveň predstavujú podklad pre revíziu údajov za roky 2003 a 2004. V tabuľke č. 1 sú uvedené pôvodné a revidované údaje za bežný účet resp. bilanciu výnosov z PZI platobnej bilancie.

Pomer deficitu bežného účtu k HDP Slovenskej republiky sa zahrnutím údajov o reinvestovanom zisku a revidovaných údajov za dividendy a úroky zvýši v roku 2003 o 62,3 mld. Sk (5,1% HDP) a v roku 2004 o 57,7 mld. Sk (4,3% HDP), z čoho čistý vplyv reinvestovaného zisku predstavuje v roku 2003 hodnotu 54,2 mld. Sk (4,5 % HDP) a v roku 2004 hodnotu 49,5 mld. Sk (3,7% HDP).

**Tabuľka 1 Porovnanie pôvodných a revidovaných údajov bežného účtu platobnej bilancie**

	2003			2004		
	<i>Pôvodné</i>	<i>Revidované</i>	<i>Rozdiel</i>	<i>Pôvodné</i>	<i>Revidované</i>	<i>Rozdiel</i>
<b>Bežný účet (mil. Sk)</b>	-10 137	-72 449	<b>-62 312</b>	-48 621	-106 352	<b>-57 731</b>
<b>Bežný účet (% HDP)</b>	<b>-0.8%</b>	<b>-6.0%</b>	<b>-5.1%</b>	<b>-3.6%</b>	<b>-7.8%</b>	<b>-4.3%</b>
<b>Výnosy z PZI (mil. Sk)</b>	-5 738	-68 050	<b>-62 312</b>	-20 812	-78 542	<b>-57 731</b>
Dividendy	-5 442	-11 497	<b>-6 055</b>	-20 602	-27 478	<b>-6 876</b>
Reinvestovaný zisk	-53	-54 281	<b>-54 228</b>	-6	-49 503	<b>-49 497</b>
Úroky	-243	-2 273	<b>-2 030</b>	-203	-1 561	<b>-1 358</b>
<b>Výnosy z PZI (% HDP)</b>	<b>-0.5%</b>	<b>-5.6%</b>	<b>-5.1%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>-5.8%</b>	<b>-4.3%</b>
Dividendy	-0.4%	-0.9%	<b>-0.5%</b>	-1.5%	-2.0%	<b>-0.5%</b>
Reinvestovaný zisk	0.0%	-4.5%	<b>-4.5%</b>	0.0%	-3.7%	<b>-3.7%</b>
Úroky	0.0%	-0.2%	<b>-0.2%</b>	0.0%	-0.1%	<b>-0.1%</b>

Údaje z nového ročného hlásenia za roky 2003 a 2004 boli následne po ich spracovaní verifikované porovnaním s výročnými správami 30 najväčších ziskových podnikov.

Na základe uvedených skutočností rozhodla Banková rada Národnej banky Slovenska o spätnej revízii údajov bežného účtu platobnej bilancie za roky 2003 a 2004. Súčasne Národná banka Slovenska mení svoju revíziu politiku v oblasti priamych zahraničných investícií. Prvotné údaje o PZI budú považované vždy za predbežné a k ich revízii (a tým aj k revízii bilancie výnosov bežného účtu platobnej bilancie) bude dochádzať po spracovaní údajov z ročných hlásení cca. 17 až 18 mesiacov po skončení príslušného obdobia. To znamená, že revízia odhadovaných údajov za rok 2005 by mala byť zrealizovaná v priebehu mája, resp. júna 2007.

Zavedením a používaním nových ročných hlásení je umožnené vykazovať reinvestovaný zisk štandardným spôsobom, pričom z hľadiska dopadu na bežný účet sa Slovensko výrazne neodlišuje od ostatných krajín.

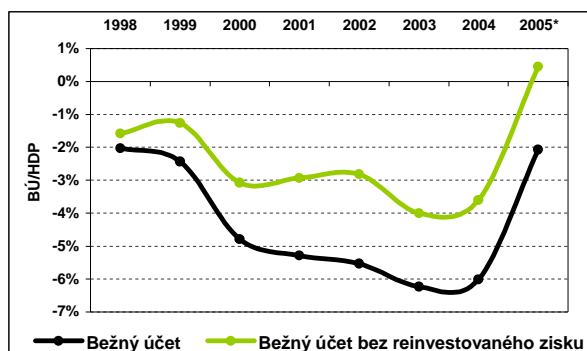
## **2. Porovnanie vývoja reinvestovaného zisku, dividend, bežného účtu a výnosovosti PZI s vybranými krajinami**

### **2.1. Vplyv reinvestovaného zisku na bežný účet platobnej bilancie**

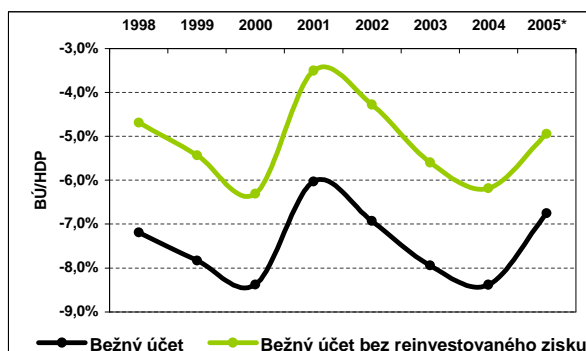
Porovnanie vývoja reinvestovaného zisku, dividend a výnosovosti s vybranými krajinami je založené na revidovaných údajoch za roky 2003 a 2004 a na predbežných údajoch za rok 2005, tzn. že údaje SR ako aj porovnávaných krajín nie sú ešte revidované na základe ročných výkazov. V grafoch (graf 1, 2, 3) je znázornené začlenenie reinvestovaného zisku a jeho vplyv na bežný účet vo vybraných krajinách. Údaje za Českú republiku, Maďarsko a Estónsko ukazujú, že zahrnutím reinvestovaného zisku vzrástol podiel deficitu bežného účtu v rokoch 1998 – 2005 v priemere od 2 % z HDP (Česká republika) do 2,8 % z HDP (Estónsko).

**Graf 1 Vývoj bežného účtu v Českej republike**

**Graf 2 Vývoj bežného účtu v Maďarsku**

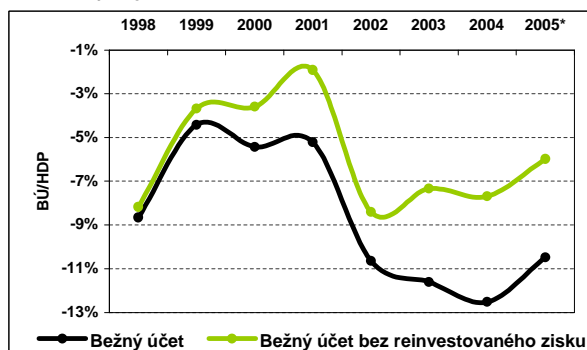


Zdroj: Česká národní banka  
2005\* – predbežné údaje



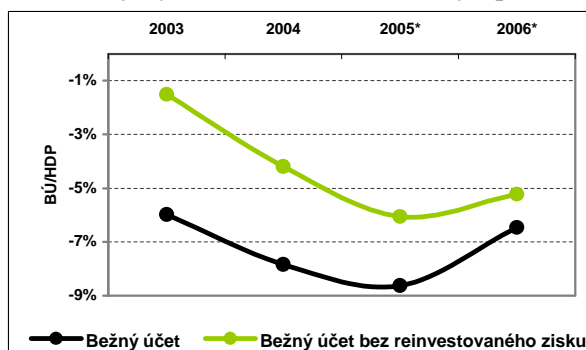
Zdroj: Centrálna banka Maďarska  
2005\* – predbežné údaje

Graf 3 Vývoj bežného účtu v Estónsku



Zdroj: Centrálna banka Estónska  
2005\* – predbežné údaje

Graf 4 Vývoj bežného účtu v Slovenskej republike



Zdroj: Národná banka Slovenska  
2005\* – predbežné údaje  
2006\* – predbežné údaje za obdobie január až september 2006

Priemerné zvýšenie deficitu v posledných troch rokoch 2003-2005 vzrástlo a dosiahlo v Českej republike 2,4% a v Estónsku dokonca 4,5 %.

Pomer bežného účtu k HDP Slovenskej republiky sa zahrnutím údajov o reinvestovanom zisku a revidovaných údajov za dividendy a úroky zvýši v roku 2003 o 4,5% z HDP a v roku 2004 o 3,7% z HDP (graf 4). V roku 2005 tento rozdiel (na základe predbežných údajov, resp. odhadu reinvestovaného zisku) predstavuje 2,6% z HDP, pričom priemerné zvýšenie pomeru deficitu za roky 2003-2005 dosiahlo 3,6% z HDP.

## 2.2. Výnosovosť PZI a porovnanie jej vývoja s ostatnými krajinami

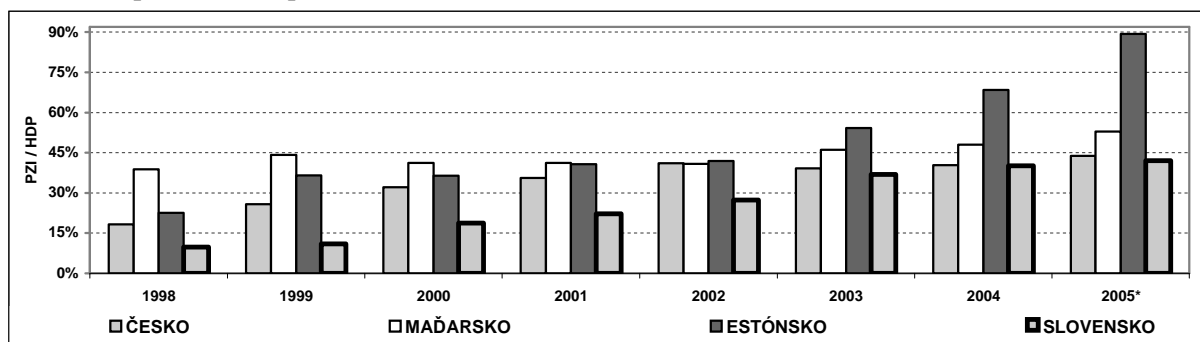
Objem výnosov z investícií a tým následne objem reinvestovaného zisku je determinovaný množstvom faktorov - stavom priamych zahraničných investícií, odvetvovou štruktúrou podnikov priamej investície, ziskovosťou podnikov, daňovým režimom krajiny, v akej fáze sa priama investícia nachádza, či ide o investície do už existujúcich podnikov, prípadne o investovanie na zelenej lúke, samotným stavom ekonomiky a podobne. Mnohé z nich sú špecifické pre danú krajinu, a preto aplikácia skúsenosti z iných krajín na slovenskú ekonomiku je veľmi zložitá.

Zahraničný investor prichádza do krajiny s rozhodnutím postaviť nový závod (tzv. investícia na zelenej lúke), alebo sa zameria na získanie dostatočného, či úplného majetkového podielu už existujúcej firmy.

V počiatočnej fáze, keď investor podnik zakladá, sú hodnoty reinvestovaného zisku skôr nižšie - dôvodom sú vstupné náklady ako investície do strojného zariadenia, nákup pozemkov, nehnuteľností a podobne. Nasleduje fáza stabilizácie, keď podnik reinvestovaným ziskom upevňuje svoju pozíciu na trhu. V tejto fáze sa investori nesústreďujú na repatriáciu svojich investícií prostredníctvom dividend. K výraznejším výplátam dividend dochádza až po fáze stabilizácie, keď sa mení štruktúra výnosov z vloženého kapitálu a podiel reinvestovaného zisku na výnosoch základného kapitálu klesá.

V porovnaní s okolitými štátmi zaznamenalo Slovensko neskorší štart v príleve PZI (graf 5). Prelomovým rokom bol rok 2000, keď sa stav prílevu PZI takmer zdvojnásobil. V nasledujúcich rokoch tento rastový trend pokračoval, aj keď v nižšej medziročnej dynamike. Zatiaľ čo pomer stavu PZI k HDP (majetkový kapitál + reinvestovaný zisk) v hodnote okolo 30% bol dosiahnutý na Slovensku až v roku 2002, v Českej republike to bolo v roku 1999 a v Maďarsku a Estónsku ešte pred rokom 1998.

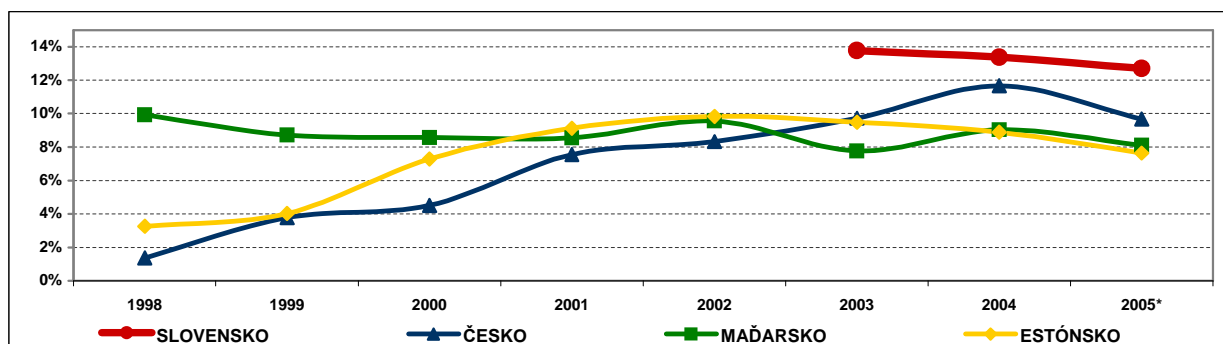
**Graf 5 Stav prílevu PZI v pomere k HDP**



Zdroj: Národné centrálné banky  
2005\* – predbežné údaje

Výnosovosť vloženého kapitálu, resp. miera návratnosti priamych zahraničných investícií je jedným zo základných pomerových ukazovateľov, ktoré sa sledujú pri posudzovaní PZI. Ukazovateľ poskytuje informáciu týkajúcu sa výnosovosti základného kapitálu, t.j. dividend a reinvestovaného zisku k celkovému stavu prílevu PZI. Miera návratnosti vloženého kapitálu (graf 6) v Maďarsku dosahovala v rokoch 2001 až 2005 v priemere 8,6% a v Estónsku 9,0% a Česku 9,4%. V období od roku 1998 do 2005 vzrástla miera návratnosti vloženého kapitálu najviac v Českej republike (viac ako štvornásobne), keď v roku 2004 dosiahla hodnotu 11,4%. V roku 2003 vykazovalo Slovensko výnosovosť priamych zahraničných investícií na úrovni 13,8%, v roku 2004 13,4% a v roku 2005 12,7%.

**Graf 6 Miera návratnosti základného kapitálu PZI (dividendy + reinvestovaný zisk k stavu PZI)**



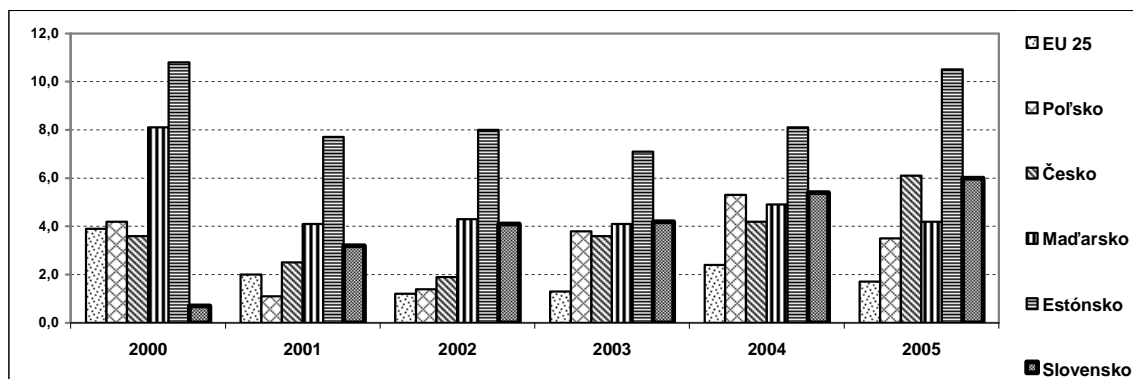
Zdroj: Národné centrálné banky  
2005\* – predbežné údaje

Vyššia miera návratnosti Slovenska v porovnaní s ostatnými krajinami dokumentuje, že napriek zaostávaniu Slovenska v príleve PZI za uvedenými krajinami minimálne o tri roky, sa výnosovosť

podnikov nevyvíjala s týmto časovým oneskorením. Jedným z faktorov bol pravdepodobne dynamickejší vývoj ziskovosti v porovnaní s ostatnými krajinami a štruktúra prílevu priamych zahraničných investícií.

Od roku 2003 je Slovensko lídrom v rýchlosti ekonomického rastu v strednej Európe, čo sa odzrkadľuje aj v náraste tržieb slovenských podnikov. Schopnosť podnikov pretransformovať tržby do vyšších ziskov pravdepodobne podporila aj daňová reforma (účinnosť od 1.1.2004). Nárast ziskovosti tak zatiaľ podporuje hypotézu, že nižšia sadzba dane z príjmov spoločne s celkovým zjednodušením daňového systému vedú k rastu tvorby zisku.

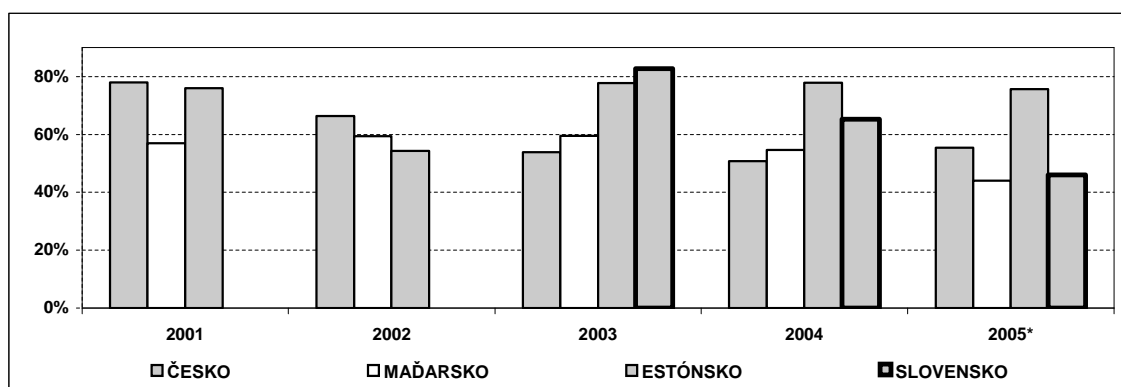
**Graf 7 HDP v stálych cenách roku 2000 (tempo rastu)**



Zdroj: Eurostat

Zo štruktúry prílevu PZI do SR vyplýva, že z 30 najväčších zahraničných investorov až 80% investovalo do už existujúcich firiem, z nich 70% bolo v roku 2004 ziskových a ich príspevok k ziskovosti všetkých podnikov priamej investície v SR predstavoval v danom roku 66%. Zaujímavé je aj porovnanie vývoja štruktúry výnosov zo základného kapitálu.

**Graf 8 Pomer reinvestovaného zisku na výnosoch zo základného kapitálu**



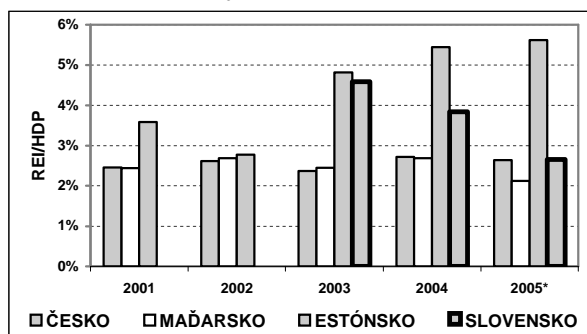
Zdroj: Národné centrálné banky  
2005\* – predbežné údaje

V Českej republike v rokoch 2001 až 2005 klesol podiel reinvestovaných ziskov na výnosoch základného kapitálu (graf 8) o 22,6% (zo 77,9% na 55,3%). Tým sa znížil objem prostriedkov z vytvoreného zisku určených na posilnenie už existujúcich investícií v prospech výplat dividend. V Maďarsku v roku 2005 klesol podiel reinvestovaného zisku na výnosoch základného kapitálu z dovtedy stabilnej úrovne cca. 58% na 44%. Od roku 2001 vykazuje Česká republika a Maďarsko pomer reinvestovaných ziskov k HDP na približne rovnakej úrovni - 2,6%. Zvyšujúce sa výnosy z PZI

v pomere k HDP vedú pri stabilnom pomere reinvestovaných ziskov k HDP k zvyšujúcemu sa podielu dividend (graf 12).

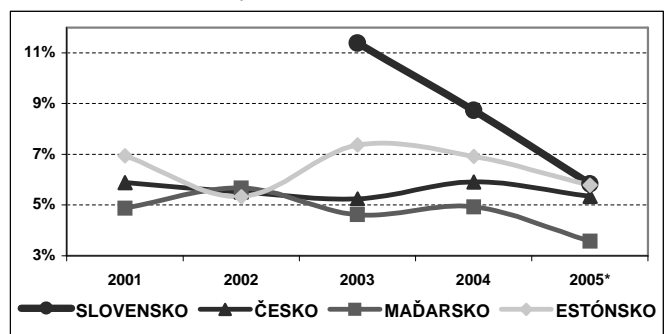
Na Slovensku klesol podiel reinvestovaného zisku na výnosoch základného kapitálu z 82,7% v roku 2003 na hodnotu 46,0% v roku 2005. Tento výrazný pokles súvisel s viacerými faktormi. Na jednej strane je to zvýšenie počtu podnikov, ktoré majú upevnené svoje postavenie na trhu, a preto znižujú objem prostriedkov určených na posilnenie svojho postavenia, na druhej strane sú to určité jednorazové faktory, ktoré súvisia už so spomínanou daňovou reformou, keď po zrušení dane z dividend došlo v roku 2004 a 2005 k výplátam naakumulovaných dividend z predchádzajúcich rokov. Zaostávanie Slovenska v príleve PZI za Českou republikou a Maďarskom nemalo vplyv na výšku výnosovosti PZI, ale na jej štruktúru, čo dokumentuje ešte stále vyšší podiel reinvestovaného zisku k výnosom zo základného kapitálu ako aj podiel reinvestovaného zisku k stavu PZI (graf 10).

**Graf 9 Reinvestovaný zisk k stavu HDP**



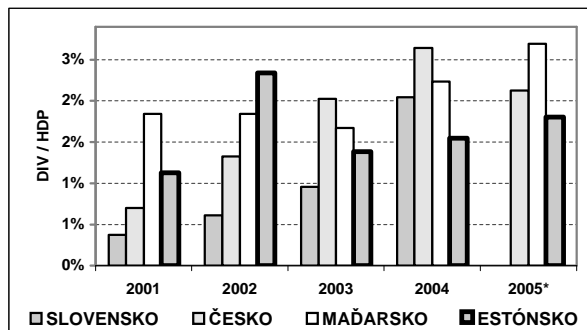
Zdroj: Národné centrálné banky  
2005\* – predbežné údaje

**Graf 10 Reinvestovaný zisk k stavu PZI**



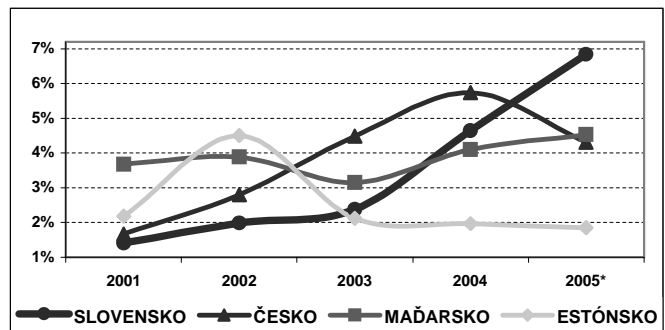
Zdroj: Národné centrálné banky  
2005\* – predbežné údaje

**Graf 11 Repatriácia dividend k HDP**



Zdroj: Národné centrálné banky  
2005\* – predbežné údaje

**Graf 12 Pomer dividend k stavu PZI**



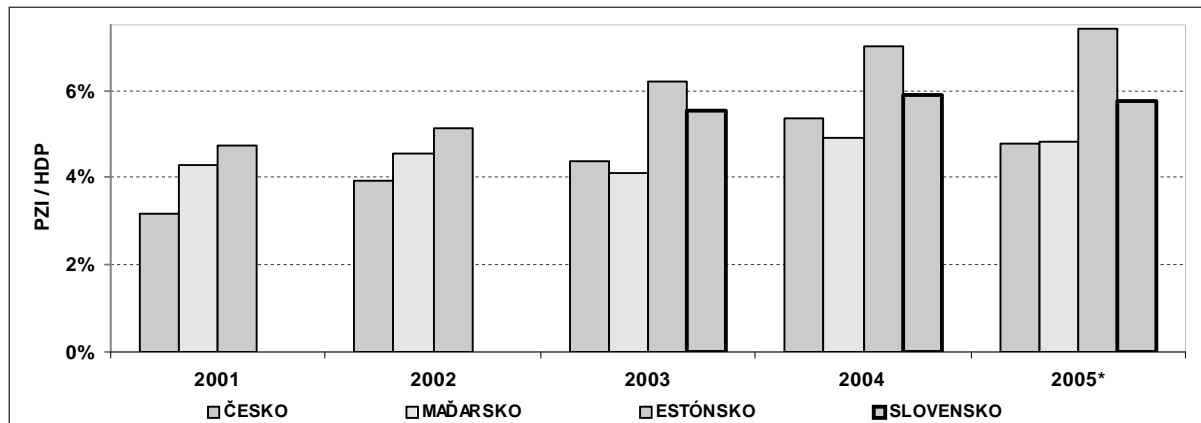
Zdroj: Národné centrálné banky  
2005\* – predbežné údaje

Výrazný nárast výplát dividend bol v roku 2004 a 2005 ovplyvnený tak krátkodobými vplyvmi (zvýšenie ziskovosti SPP a ďalších energetických podnikov, slabý rast v krajinách EÚ a pod.), ako aj už spomenutým jednorazovým faktorom (repatriácia ziskov z minulosti).

Z pohľadu ekonomiky zaznamenávanie reinvestovaného zisku v platobnej bilancii neovplyvňuje aktuálny vývoj vonkajšej rovnováhy. Na druhej strane však poskytuje presnejší obraz o úlohe priamych zahraničných investícií v ekonomike. Vysoké hodnoty reinvestovaných ziskov Slovenska v porovnaní s ostatnými krajinami (okrem Estónska) súviseli na jednej strane s vyššou ziskovosťou slovenských podnikov (graf 13), na druhej strane s faktom, že slovenský kapitál je oproti analyzovaným krajinám „mladší“, a preto prevládala u investorov určitá opatrnosť, keď použili relatívne vysoký objem

vytvoreného zisku na posilnenie investícií. Od roku 2004 je však vidieť trend zvyšujúceho sa podielu vyplatených dividend na výnosoch z PZI.

**Graf 13 Pomer výnosov z prílevu PZI k HDP (dividendy + reinvestovaný zisk k HDP)**



Zdroj: Národné centrálné banky  
2005\* – predbežné údaje

Rast tržieb a ziskovosti slovenských podnikov pokračoval aj v roku 2006. Rastie počet podnikov, ktorým sa zlepšujú hospodárske výsledky. Ak sa v nasledujúcich rokoch prejaví pozitívny efekt výroby nových automobiliek, dynamika rastu by sa mala ešte zrýchliť. To všetko dáva do budúcnosti predpoklady pre zvyšujúci sa objem výnosov z majetkového kapitálu a tým aj k väčšiemu negatívnemu vplyvu na bežný účet platobnej bilancie, avšak bez tlaku na vznik vonkajšej nerovnováhy.