



Finančná pozícia nefinančných podnikov

Anna Strachotová¹
Národná banka Slovenska

V tomto príspevku zhodnotíme finančnú pozíciu a finančnú štruktúru slovenských podnikov. Zameriame sa najmä na likviditu, ktorá sa viaže na schopnosť podnikov plniť svoje záväzky, ako aj na zadlženosť a finančnú páku, keďže nadmerný rast akumulovaného dlhu môže signalizovať veriteľom zvyšovanie rizika nesplácania. Budeme sledovať najmä vývoj od roku 2005 a zmeny, ktoré nastali v pozícii podnikov v súvislosti s recesiou, na základe údajov štvrtročných finančných účtov.²

¹ Prezentované názory sú názormi autora a nevyjadrujú oficiálne stanovisko Národnej banky Slovenska.
² Princípy zostavovania štvrtročných finančných účtov a definície položiek účtov sú uvedené v [4].

Obmedzenie možností financovania počas recesie podniky kompenzovali zintenzívnením finančných vzťahov navzájom a zhoršením platobnej disciplíny. Podiel financovania domácimi finančnými inštitúciami sa v absolútnych objemoch mierne znížil, relatívny význam domáceho finančného sektora však výraznejšie neklesol. V prvom polroku 2011, po opätovnom raste ekonomiky, nastal nárast relatívneho podielu bánk, podiel ostatných finančných inštitúcií na celkovom financovaní podnikového sektora ale mierne klesol.

Štruktúra bilancií inštitucionálnych sektorov ekonomiky – domácností, nefinančných korporácií, finančných korporácií a sektora verejnej správy – je významná pre finančnú stabilitu krajiny, jednak z hľadiska transmisie menovej politiky a tiež preto, aby dosahovaný rast bol udržateľný. Keďže bilancie sektorov sú navzájom prepojené, riziká, ktoré vznikajú v ktoromkoľvek z inštitucionálnych sektorov sa môžu prenášať do ostatných sektorov, často so závažnými dôsledkami.

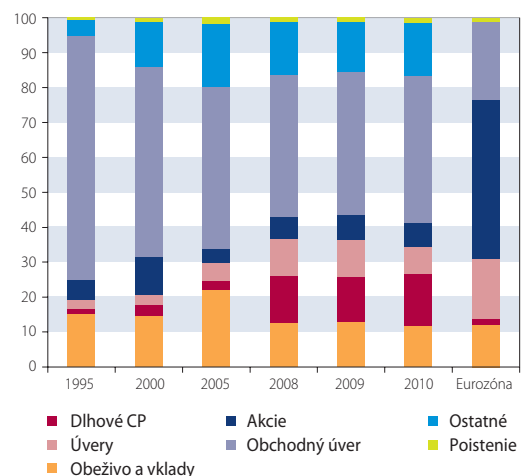
1. CHARAKTERISTIKA SEKTORA PODNIKOV

Podniky v SR pred rokom 2001 fungovali v neštandardných podmienkach, neporovnateľných so situáciou vo vyspelých ekonomikách, preto aj ich finančnú situáciu v tomto období možno považovať za neštandardnú. Zmeny v štruktúre finančných aktív podnikov v uplynulých 15 rokoch ilustruje graf 1. V štruktúre aktív sa zvyšoval najmä význam dlhových cenných papierov. Podiel akcií na finančných aktívach je oproti eurozóne stále výrazne nižší. Vysoké zastúpenie obchodných úverov na strane aktív (ale aj pasív) naznačuje silné finančné prepojenia medzi podnikmi navzájom. Likvidita podnikov (vo forme hotovosti a vkladov) klesala k úrovni krajín eurozóne (okolo 12 % aktív). Rástol podiel alternatívnych likvidných aktív, ako sú krátkodobé úvery a krátkodobé cenné papiere (graf 3).

Dominujúci podiel obchodných úverov na pasívach poklesol, aj keď v porovnaní s priemerom eurozóne ostáva naďalej vysoký. Zvyšovalo sa financovanie formou emisie akcií a ostatných podielov, rástli pritom prevažne nekótované akcie,

vzhľadom na absentujúci funkčný domáci kapitálový trh pre podnikové akcie a dlhopisy. Na významne postupne získavali deriváty.

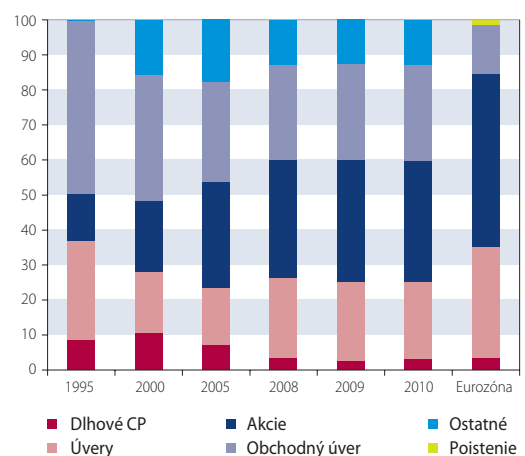
Graf 1 Štruktúra aktív (v %)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Údaje za eurozónu sú z roku 2009.

Graf 2 Štruktúra financovania (v %)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Údaje za eurozónu sú z roku 2009.



Väzby medzi finančnými aktívami a pasívami

Objem a štruktúra držby finančných aktív podnikov je motivovaná potrebou držať určitý objem likvidity – krátkodobých finančných aktív, s ohľadom na splatnosť záväzkov firiem (finančných kontraktov) a ich menovú štruktúru. Likvidné aktíva predstavujú aj určitú rezervu na absorbovanie neočakávaných zmien vývoja transakcií.

Držba likvidity súvisí tiež s finančnými ohraničeniami, ktoré nútia najmä firmy s horšou dostupnosťou externého financovania (ako sú napr. malé podniky) z dôvodov obozretnosti držať viac likvidných aktív. Všeobecne vyššia úroveň likvidity znamená, že podniky majú lepšie podmienky na plnenie svojich krátkodobých záväzkov a implementovanie investičných stratégií. V tomto smere sa likviditná pozícia slovenského podnikového sektora od roku 2001 zlepšovala (graf 3). V období zvýšenej neistoty rastie aj špekulatívna motivácia, pričom firmy zvažujú substitúciu medzi finančnými investíciami a alokáciou prostriedkov do reálnych investícií.

Finančná páka

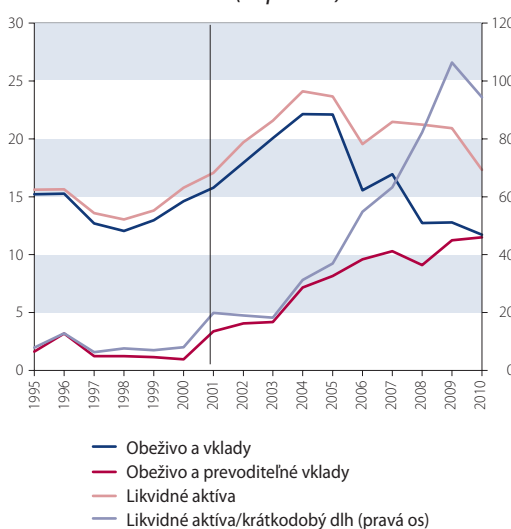
Štruktúru financovania odráža pomer zadlženosti (cudzích zdrojov) voči vlastnému imaniu (pomer D/E). Pomer D/E sa používa ako meradlo finančnej páky, hovorí o rozsahu, v ktorom sú aktivity podniku financované inými ako vlastnými zdrojmi. Preferencia dlhového financovania pred vlastným imaním (akcie a ostatné podiely) v SR sa prejavuje relatívne vysokým, aj keď klesajúcim pomerom D/E v porovnaní s priemerom krajín eurozóny³. Po roku 2005, keď sa zvýšila dynamika rastu úverov, dlh opätovne získaval na význame (graf 4).

Vysoká úroveň finančnej páky je potenciálnym zdrojom rizík pre podniky, ktorým pri vysokom zadlžení rastú náklady spojené s financovaním z externých zdrojov, keďže veritelia si vyššiu rizikovosť investície do podniku zohľadňujú v nákladoch financovania. Vysoká finančná páka podnikov zvyšuje aj citlivosť firiem voči makroekonomickým šokom, môže obmedzovať ich schopnosť splácať svoje záväzky a negatívne ovplyvňovať investičné rozhodnutia. Zvýšenie pomeru D/E v čase recesie čiastočne vyplýva aj z toho, že akcie sú ocenené trhovými cenami, ktoré v čase nestability (poklesu na finančných trhoch) klesajú. Vo väčšine ekonomík eurozóny boli roky 2007 a 2008 spojené s výrazným negatívnym precenením akcií (Eurostat, 2010). Na Slovensku bol vplyv na akcie podnikov – na agregátnej úrovni – pomerne nízky (v pomere k HDP), čo zrejme súvisí s prevahou nekótovaných akcií v štruktúre majetkových cenných papierov.

Udržateľnosť pozície

Vysoký podiel krátkodobého dlhu naznačuje, že firmy sú viac vystavené riziku insolvenčie a riziku refinancovania v prípade, ak by vo vývoji úrokových sadzieb nastal šok. Problém nastáva, ak nemajú k dispozícii potrebné množstvo krátkodobých aktív na krytie úrokových splátok. V SR reštrukturalizácia bankového a podnikového sek-

Graf 3 Likvidné aktíva (% podiel)

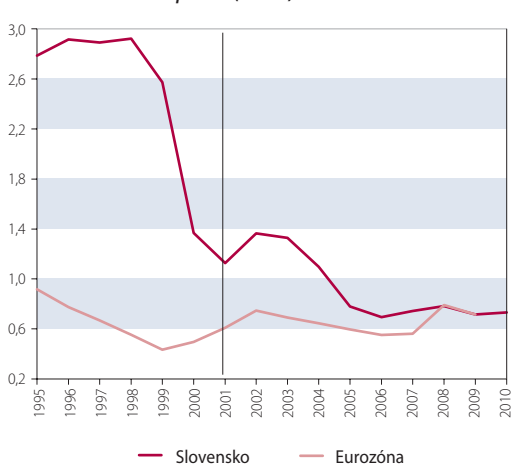


Zdroj: ŠÚ SR.

Poznámka: Likvidné aktíva zahŕňajú obeživo, vklady, krátkodobé úvery a krátkodobé dlhové CP.

3 Typické krajiny s bankovým systémom, ako napr. Rakúsko a Nemecko, mali pred finančnou krízou pomer D/E nad úrovňou 1,1. V krajinách s dominantným financovaním prostredníctvom trhu, ako napr. Belgicko a Holandsko, sa D/E pohybovalo na úrovni 0,6.

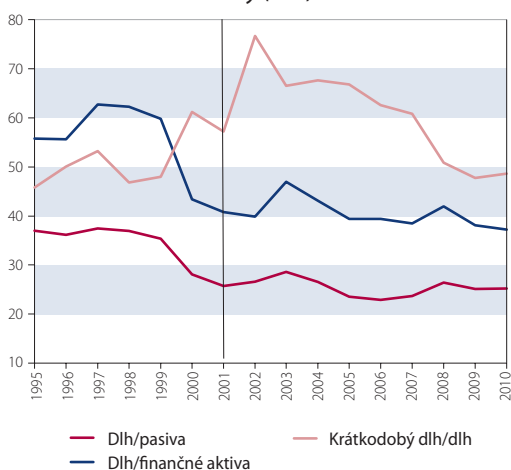
Graf 4 Finančná páka (koef.)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Finančná páka = dlh/majetkové CP.

Graf 5 Dlhové indikátory (v %)

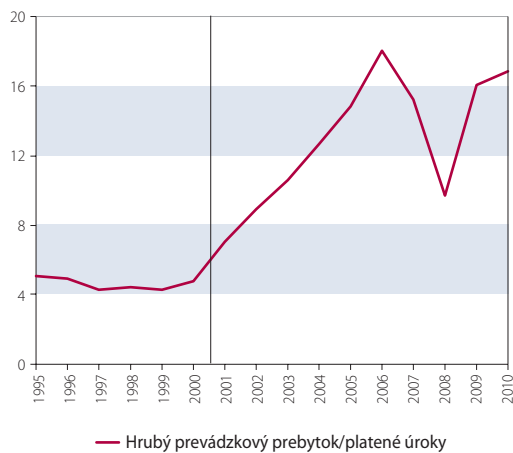


Zdroj: Eurostat.

Poznámka: V údajoch za dlh nie sú zahrnuté obchodné úvery.



Graf 6 Úrokové krytie (koef.)



Zdroj: Eurostat.

tora znamenala nižšiu dostupnosť dlhodobých zdrojov, čo sa prejavilo nárastom podielu krátkodobého dlhu na financovaní (graf 5). V nasledujúcich rokoch sa štruktúra dlhu z hľadiska dĺžky splatnosti postupne zlepšovala.

Indikátor dlh/finančné aktíva meria, aká časť finančných aktív je financovaná prostredníctvom dlhu. Rast tohto indikátora naznačuje rastúce riziko pre firmy, ak by veritelia žiadali napríklad predčasné splatenie dlhu. V SR bol dlh v pomere k aktívam nižší ako 100 %, čiže objem dlhu nepresahoval výšku finančných aktív. V medzinárodnom porovnaní je to pomerne nízka úroveň, pre krajiny OECD sa pohybuje väčšinou od 150 do 170 %.

O udržateľnosti aktuálnej úrovne dlhu hovorí indikátor úrokového krytia (graf 6). Vývoj úrokového krytia, definovaného ako pomer zisku pred zdanením a úrokmi k úrokovým výdavkom, naznačuje, že po reštrukturalizácii v roku 2001 podniky vytvárali dostatočné príjmy na splácanie. Dynamickejší rast úverovania od roku 2006 znamenal dočasné zhoršenie tohto indikátora, ktoré bolo skorigované.

2. TRENDY VÝVOJA FINANČNÝCH AKTÍV A PASÍV NA ZÁKLADE ŠTVŔŤROČNÝCH FINANČNÝCH ÚČTOV

V tejto časti na základe makrofinančných indikátorov likvidity a zadlženosti, konštruovaných zo štvŕťročných finančných účtov, budeme sledovať krátkodobé správanie sektora nefinančných podnikov, jeho reakciu na vývoj ekonomiky na agregátnej úrovni a možné riziká, ktoré v tomto období vznikali.

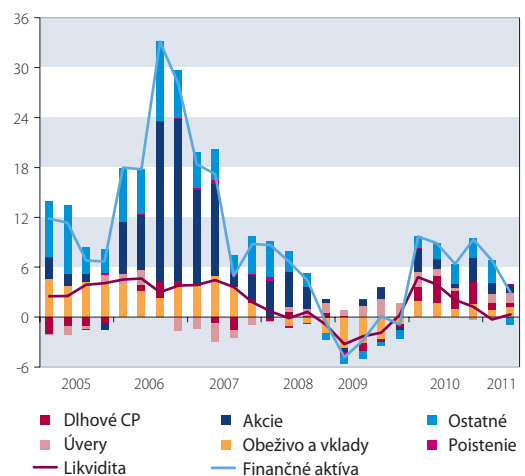
Od roku 2005 finančné aktíva podnikov dynamicky rástli. Dominantný bol príspevok rastu majetkových cenných papierov a rast pohľadávok v rámci ostatných záväzkov (graf 7). Rástli tiež likvidné aktíva – obeživo a vklady, ako aj širšie definované likvidné aktíva vrátane krátkodobých úverov a krátkodobých dlhových cenných papierov. V roku 2008 a začiatkom roku 2009 bol vývoj likvidných aktív čiastočne ovplyvnený zavedením eura, keď podniky uskutočňovali presuny medzi držbou obeživa a vkladmi.

Výrazný pokles likvidity v roku 2009 zrejme súvisel s výpadkom tržieb podnikov vzhľadom na spomaľovanie ekonomickej aktivity v SR. Tržby hlavných odvetvových skupín klesali už v posledných mesiacoch roku 2008. Najvýraznejší medziročný prepád tržieb podnikov nastal začiatkom roku 2009, keď sa blížil k 25 % (Lalinský, 2009).

Od roku 2008 zároveň rástol objem poskytnutých úverov – medzi podnikmi navzájom aj voči zahraničiu (tabuľka 2). Tento vývoj by bolo možné vysvetliť tým, že podniky, ktoré mali likvidné prostriedky, poskytovali úvery svojim obchodným partnerom/subdodávateľom, ktorí boli v horšej finančnej pozícii. V roku 2010 sa obnovil rast všetkých zložiek finančných aktív, pričom dlhodobé aktíva rástli výraznejšie než likvidné.

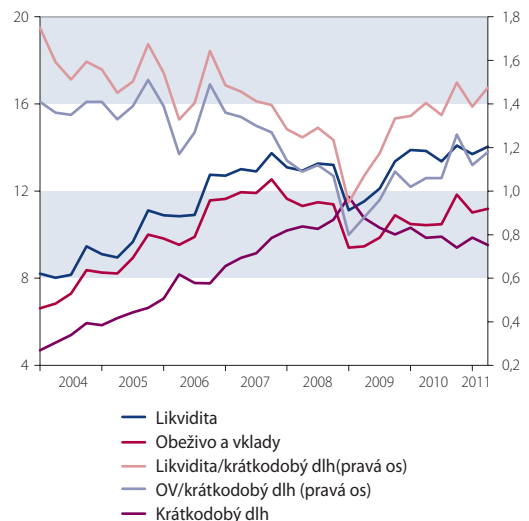
Graf 8 ilustruje vývoj likviditnej pozície podnikov. Táto je meraná dvoma indikátormi. Užšia likvidita je definovaná ako obeživo a vklady v pome-

Graf 7 Príspevky k rastu aktív (v p. b.)



Zdroj: Eurostat.

Graf 8 Dlh a likvidita (v mil. EUR)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Likvidita = obeživo a vklady + krátkodobé dlhové CP a úvery.



re ku krátkodobému dlhu. Širší indikátor likvidity zahŕňa aj krátkodobé úvery a krátkodobé dlhové cenné papiere. S výnimkou recesie v roku 2009 podniky držali taký objem krátkodobých finančných aktív, ktorý postačoval na krytie krátkodobého dlhu (poměr likvidita/krátkodobý dlh presahoval hodnotu 1).

Vývoj pasív

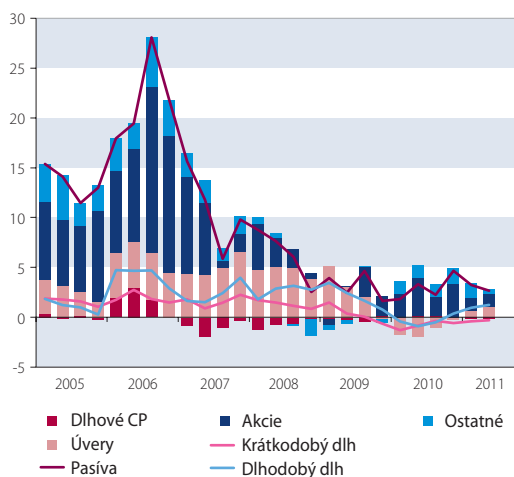
V reakcii na recesiu podniky zmenili správanie, aby sa prispôbili zhoršenému ekonomickému prostrediu. Prírastok financovania z externých zdrojov kulminoval v roku 2006, potom sa postupne znižoval (graf 9).

Čo sa týka jednotlivých kategórií nástrojov financovania podnikov, od roku 2008 sa zaznamenalo vyššie financovanie majetkovými cennými papiermi pri súčasnom poklese financovania dlhovými nástrojmi (graf 10). Pokles sa zaznamenal aj pri financovaní úvermi (najmä z finančné-

ho sektora) a zvýšenie pri financovaní dlhovými cennými papiermi. Určitú vyrovnávaciu úlohu zohrávali ostatné záväzky. Výpadok vo financovaní úvermi čiastočne nahrádzal obchodný úver (a preddavky), ale rástla najmä kategória ostatné záväzky. Tá má charakter oneskorených platieb, rast tejto položky naznačuje zhoršenie platobnej disciplíny podnikov v období recesie.

Obmedzovanie, resp. pokles úverov od väčšiny veriteľov (graf 11) znamenal, že ostatné formy financovania slúžili ako náhrada úverového financovania. Všeobecne sa predpokladá, že menšie firmy majú procyklickejší vývoj financovania ako väčšie firmy. V čase recesie majú vyššiu tendenciu využívať obchodné úvery (ku ktorým majú jednoduchší prístup ako k úverovému financovaniu od bánk). Využívajú ho ako rezervu (*buffer*), ktorá znižuje negatívne vplyvy finančného obmedzenia a tak „vyhladzuje“ cyklický vplyv reálnej a finančnej aktivity v čase recesie.

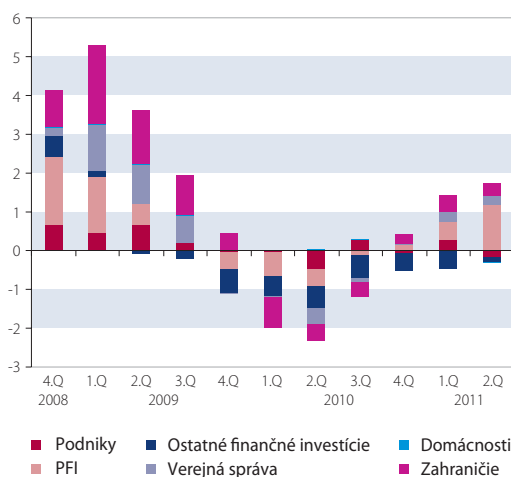
Graf 9 Príspevky k rastu pasív (v p. b.)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Dlhodobý dlh zahŕňa dlhové CP, úvery a ostatné záväzky.

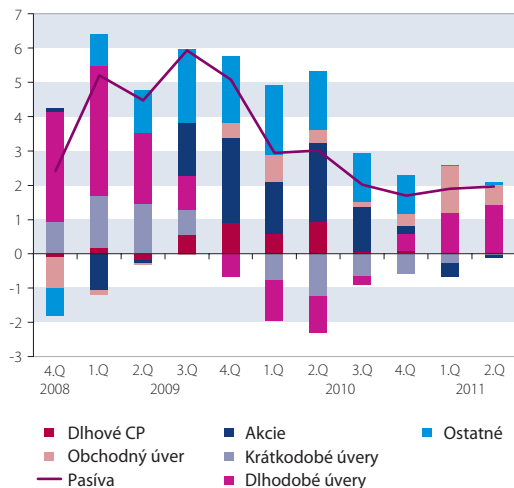
Graf 11 Úvery – podľa sektorov (v mil. EUR)



Zdroj: NBS.

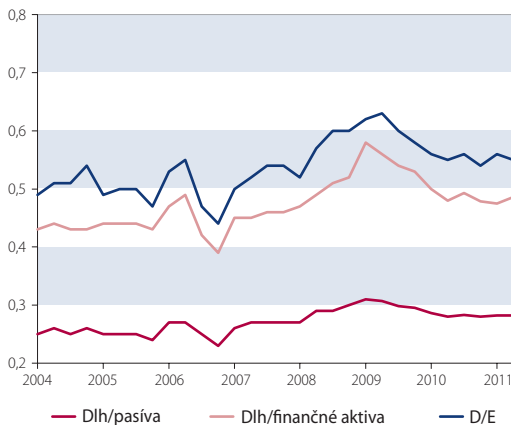
Poznámka: Transakcie sú kumulované za 4 štvrtroky. PFI – peňažné finančné inštitúcie.

Graf 10 Financovanie podnikov (v mil. EUR)



Zdroj: Eurostat.

Graf 12 Finančná páka (koef.)



Zdroj: Eurostat.



4 Analýza ECB (2011) za obdobie 1990 – 2010 uvádza korelácie medzi úvermi korporátnemu sektoru a HDP na úrovni 0,7 s oneskorením troch štvrtínok.

Vývoj zadlženosti v pomere k vlastnému imaniu (pomer D/E) bol podmienený tým, ako podniky redukovali rast dlhov a zároveň zvyšovali emisiu akcií. V roku 2006 výrazná emisija akcií prispievala k zníženiu pomeru D/E. Dynamický nárast dlhového financovania sa premietol do nárastu indikátora a pokles úverov znamenal znižovanie pomeru D/E od roku 2009.

Zmena v podiele financovania medzi dlhom a majetkovými cennými papiermi prebiehala najmä vo veľkých a zahraničím vlastnených podnikoch. Na tento vývoj mali zrejme vplyv dopytové aj ponukové faktory – nižšia ponuka bánk aj nižší dopyt podnikov po úveroch. V prípade malých a stredných podnikov bol problémom hlavne prístup k úverovým zdrojom, keď podiel neúspešných žiadostí o úvery v roku 2010 bol vyšší než v roku 2007 (Eurostat, 2010).

Indikátor dlh/finančné aktíva meria, aká časť finančných aktív je financovaná prostredníctvom dlhu. Rast tohto indikátora naznačuje rastúce riziko pre firmy, ak by veritelia žiadali napríklad predčasné splatenie dlhu. V SR bol pomer dlhu k finančným aktívam aj v období recesie nižší ako 1, čiže dlh nepresiahol výšku finančných aktív.

Vzťah medzi zmenou štruktúry finančných aktív a pasív a reálnou ekonomikou

Interakcie medzi finančnou štruktúrou – finančnými tokmi a bilančnými indikátormi na jednej strane a cyklickým vývojom reálnej ekonomiky – a ich intenzitu možno zhodnotiť pomocou historických korelácií. Pri hodnotení vzťahu medzi finančnými aktívami a pasívami podnikov a reálnou ekonomikou treba mať na zreteli skutočnosť,

že rozhodnutia firiem o realizácii investičných zámerov vstupujú do vývoja makroveličín, ako je HDP, a na druhej strane makroprostredie ovplyvňuje finančné výsledky podnikov.

V tabuľke 1 sú uvedené maximálne zistené korelácie medziročných zmien vybraných finančných nástrojov, indikátorov likvidity a finančnej páky s makroekonomickými premennými. Ako premenné charakterizujúce hospodársky cyklus sme zvolili medziročné zmeny HDP a príspevky tvorby hrubého fixného kapitálu a exportu ku zmene HDP.

Najvyššiu mieru korelácie vykázal vzťah medzi zmenou úverov (oneskorenou o tri štvrtiny) a HDP. Úvery podnikom v SR vykazujú podobný procyklický vývoj ako v krajinách eurozóny (ECB, 2011)⁴.

Vysoké korelácie vykázala aj zmena ostatných záväzkov (s predstihom jedného štvrtínka), najmä s príspevkom exportu k rastu HDP. V rámci ostatných záväzkov s vývojom exportu úzko súvisia najmä obchodné úvery voči zahraničiu, podobne na strane aktív sú ostatné pohľadávky voči zahraničiu naviazané na vývoj importu (NBS, 2010). Predstih pred vývojom hospodárskeho cyklu zrejme súvisí s tým, že obchodné úvery majú vzťah k novým objednávkam a ich vývoj má charakter predstihového indikátora.

Výrazné korelácie s vývojom reálnej ekonomiky vykázal tiež dlh/finančné aktíva, likvidita/krátkodobý dlh, dlh/pasíva a pomer D/E. V prípade dlhových cenných papierov ale väzba na vývoj reálnej ekonomiky chýba. Vzhľadom na pomerne krátke analyzované obdobie bude potrebné odsledovať stabilitu zistených korelácií na budúcom vývoji.

Tabuľka 1 Korelácie vybraných finančných nástrojov a indikátorov (korelačné koeficienty)

	HDP	Príspevok THFK	Príspevok exportu
Δ (Úvery)	0,89	0,86	0,80
D (Krátkodobé úvery)	0,82	0,82	0,80
D (Dlhodobé úvery)	0,86	0,81	0,73
Δ (Dlh)	0,79	0,86	0,69
Δ (Ostatné záväzky)	0,76	0,76	0,81
Δ (Aktíva likvidné)	0,74	0,69	0,81
Δ (Aktíva)	0,72	0,62	0,81
Δ (Pasíva)	0,59	0,59	0,59
Δ (Majetkové CP)	0,51	0,56	0,68
Kótované akcie	0,24	0,15	0,01
Nekótované akcie	0,51	0,56	0,68
Δ (Deriváty)	0,39	0,47	0,17
Δ (Dlhové CP)	0,02	0,23	0,25
Dlh/aktíva	-0,82	-0,81	-0,85
Likvidita/dlh	0,74	0,77	0,75
Likvidita/krátkodobý dlh	0,72	0,79	0,75
Pasíva/finančné aktíva	-0,73	-0,50	-0,77
Dlh/pasíva	-0,72	-0,80	-0,75
D/E	-0,71	-0,78	-0,77

Zdroj: Vlastné výpočty.

Poznámka: THFK – tvorba hrubého fixného kapitálu.



Tabuľka 2 Podiely sektorov na financovaní dlhovými nástrojmi (v %)

	4Q 2006	4Q 2008	4Q 2009	4Q 2010	1. polrok 2011
Finančné inštitúcie	51,7	56,1	60,3	55,7	57,2
PFI	51,3	46,5	48,8	47,4	48,9
Ostatné finančné inštitúcie	0,3	9,5	11,5	8,3	8,2
Nefinančné podniky	2,0	5,6	3,5	4,5	3,8
Zahraničie	41,3	34,1	32,4	35,9	34,2
Verejná správa	4,8	3,8	3,4	3,4	4,4

Zdroj: NBS – Štvrťročné finančné účty.

Poznámka: Dlhové nástroje zahŕňajú dlhové CP a úvery.

Vplyv precenení

Zmeny objemu aktív a pasív podnikov boli okrem finančných transakcií ovplyvnené aj zmenou cien niektorých trhových nástrojov (ktoré sú vo štvrťročných účtoch ohodnotené trhovými cenami). V súvislosti s krízou nastal aj určitý pokles trhovej hodnoty aktív – najmä akcií. Vplyvom precenenia finančných nástrojov nefinančných podnikov došlo k určitým záporným preceneniam. V porovnaní s krajinami EÚ, ktoré sa financujú v oveľa vyššej miere z trhu, však bol dopad záporných precenení podstatne nižší (Eurostat, 2010).

V menšej miere došlo k znižovaniu miery zadlženosti, tzv. deleveragingu (graf 12), keď podniky redukovali predchádzajúce vysoké úrovne dlhu naakumulované v období boomu. V porovnaní s vyspelými ekonomikami je však miera deleveragingu v SR pomerne nízka. Mierne sa ale zmenila štruktúra veriteľov, ako ilustruje tabuľka 2.

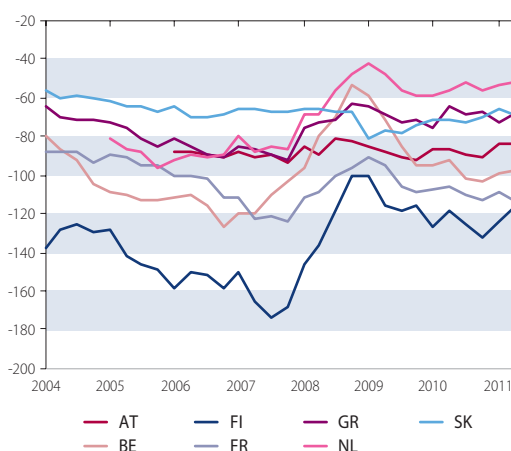
Zníženie financovania podnikov domácim finančným sektorom (proces disintermediácie) sa prejavilo v obmedzenej miere. Došlo k poklesu využívania zdrojov od ostatných finančných inštitúcií, v prípade financovania peňažnými finančnými inštitúciami sa však pohyby, ku ktorým došlo v rokoch 2009 a 2010, skorigovali v prvom polroku 2011 pri obnovení financovania dlhovými nástrojmi. Intenzívnejšie financovanie medzi podnikmi navzájom, evidentné od konca roku 2008, sa v prvom polroku 2011 zmiernilo (tabuľka 3).

Vývoj bilancie podnikov v kontexte trendov v krajinách eurozóny

Podnikový sektor v SR mal v porovnaní s krajinami eurozóny pred krízou čisté finančné aktíva v pomere k HDP na pomerne vysokej úrovni.⁵ Reakcia bilancii podnikového sektora na krízu bola v iných ekonomikách výraznejšia. Popri skupine krajín (graf 13), ktoré výrazne znižovali objem pasív voči finančným aktívam (Holandsko, Grécko, Belgicko, Fínsko), existovala aj druhá skupina (tvorilo ju hlavne Estónsko, Portugalsko a Španielsko), v ktorej sa pozícia podnikového sektora zhoršovala alebo konsolidovala menej výrazne (graf 14).

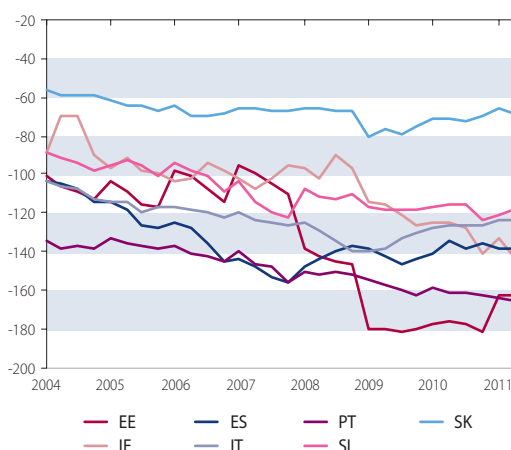
V kontexte vývoja v krajinách eurozóny tak pohyby v bilancii sektora nefinančných podnikov boli pomerne obmedzené. Slovensko nemožno priradiť ku krajinám, kde prebiehal výrazný proces deleveragingu.

Graf 13 Čisté finančné aktíva (v % HDP)



Zdroj: Eurostat.

Graf 14 Čisté finančné aktíva (v % HDP)



Zdroj: Eurostat.

ZÁVERY

Nefinančné podniky v SR neboli po roku 2005 na agregátnej úrovni vystavené kriticky významným bilančným rizikám. Podnikový sektor nebol ani v čase recesie – v porovnaní s ostatnými krajinami eurozóny – nadmerne zadlžený. Menová štruktúra dlhových záväzkov vzhľadom na členstvo v eurozóne nebola na agregátnej úrovni riziková⁶ (aj keď rizikom môže byť práve úzka

⁵ Nefinančné podniky pracujú prevažne s cudzími zdrojmi, preto sú väčšinou v pozícii čistého dlžníka.

⁶ Samozrejme, na úrovni individuálnych podnikov môže byť situácia odlišná.



Tabuľka 3 Podiely sektorov na financovaní podnikov (v %)

	2006	2008	2009	2010	2011
PFI					
Pasíva	12,2	13,8	14,9	13,5	14,0
Cenné papiere okrem akcií	27,5	14,4	52,6	24,2	32,6
Úvery	52,7	48,2	48,7	48,1	49,3
Pasíva	0,3	3,0	3,7	2,5	2,5
Cenné papiere okrem akcií	5,7	3,2	7,9	7,2	10,8
Úvery	0,0	9,9	11,6	8,3	8,2
Nefinančné podniky					
Pasíva	35,5	34,1	33,9	33,3	32,9
Cenné papiere okrem akcií	3,2	49,5	9,6	11,5	15,6
Úvery	2,0	3,3	3,4	4,3	3,6
Akcie a ostatné podiely	37,8	37,1	39,1	35,2	35,5
Ostatné záväzky	64,3	67,6	66,0	67,9	65,7
Obchodný úver a preddavky	61,5	70,6	69,0	69,1	68,1
Ostatné	72,6	55,5	53,2	63,0	56,6
Zahranície					
Pasíva	40,0	37,6	36,2	39,5	38,9
Cenné papiere okrem akcií	50,8	19,4	22,8	34,2	7,8
Úvery	40,7	34,9	32,6	36,0	34,7
Akcie a ostatné podiely	45,0	45,6	43,9	47,6	47,6
Ostatné záväzky	27,2	22,5	23,6	23,7	24,3
Obchodný úver a preddavky	36,5	28,0	29,1	29,6	30,7
Verejná správa					
Pasíva	10,6	10,0	9,5	9,9	10,4
Cenné papiere okrem akcií	12,4	13,5	7,0	22,7	32,9
Úvery	4,3	3,3	3,3	2,9	3,9
Akcie a ostatné podiely	16,8	16,7	16,5	16,6	16,5
Ostatné záväzky	2,1	1,8	1,8	1,7	3,5
Ostatné	8,2	9,1	9,6	8,3	16,8
Domácnosti a NISD					
Pasíva	1,4	1,6	1,7	1,4	1,4
Ostatné záväzky	5,2	6,9	7,3	5,7	5,5
Ostatné	15,7	31,1	32,2	24,8	22,9

Zdroj: NBS.

Poznámka: Podiely sektorov na celkovom objeme financovania v rámci jednotlivých finančných nástrojov a ich podkategórií.

orientácia na eurozónu, bez širšej diverzifikácie, vzhľadom na zhoršovanie suverénnej pozície krajín eurozóny).

Vysoký podiel financovania ostatnými záväzkami zrejme predstavoval „nárazník“, ktorý podniky využívali na zníženie negatívneho dopadu obmedzenejšieho financovania počas recesie. Podniky tým kompenzovali cyklickosť vývoja reálnej a finančnej aktivity. V období zvýšenej neistoty a nižšej stability ekonomického prostredia sa firmy vo vyššej miere správali ako finanční sprostredkovatelia medzi sebou.

Vzhľadom na informačnú asymetriu (medzi veriteľmi a dlžníkmi) zostáva otvorená otázka, či kooperujúce podniky nemajú o sebe lepšie informácie ako v prípade, keď medzi nich vstupujú finanční sprostredkovatelia. Podniky môžu byť tiež

schopné v prípade zlyhania dlžníka lepšie využiť kolaterál ako banky.

Proces deleveragingu v SR bol v medzinárodnom kontexte pomerne nízky. Pohyby v bilančiách slovenského podnikového sektora boli nižšie aj vzhľadom na nižšie efekty ocenení a ostatných zmien objemu.

Podiel financovania domácimi bankami, resp. domácimi finančnými sprostredkovateľmi, sa v absolútnych objemoch mierne znížil. Relatívny význam domáceho finančného sektora však výraznejšie neklesol. V prvom polroku 2011, po opätovnom raste ekonomiky, došlo k nárastu relatívneho podielu bánk, podiel ostatných finančných inštitúcií na celkovom financovaní podnikového sektora ale mierne klesol. Zmeny v rozsahu financovania podnikov ostatnými sektormi mohli byť podmienené



Tabuľka 4 Podiely sektorov na finančných aktívach podnikov (v %)

	2006	2008	2009	2010	2011
PFI					
Aktíva	21,4	20,8	19,1	18,2	17,2
Obeživo a vklady	97,8	97,0	95,4	96,3	98,9
Cenné papiere okrem akcií	10,6	9,2	5,2	1,7	1,4
Finančné deriváty	84,0	42,6	58,2	28,1	28,2
Ostatní finanční sprostredkovatelia					
Aktíva	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01
Nefinančné podniky					
Aktíva	59,4	59,4	59,3	57,4	56,3
Cenné papiere okrem akcií	2,5	3,6	30,3	2,8	2,5
Úvery	19,4	45,2	36,7	43,8	28,3
Akcie a ostatné podiely	95,3	93,3	90,0	88,0	86,6
Ostatné pohľadávky	68,3	64,2	66,6	67,4	67,0
Zahranície					
Aktíva	13,2	13,7	16,5	17,0	18,6
Obeživo a vklady	1,6	2,0	4,0	3,1	0,6
Cenné papiere okrem akcií	24,9	23,2	22,0	10,6	20,5
Finančné deriváty	16,0	57,4	41,8	71,9	71,8
Úvery	48,5	47,2	59,4	53,8	71,0
Akcie a ostatné podiely	4,5	6,3	9,4	11,8	13,1
Ostatné pohľadávky	24,1	23,0	24,6	25,8	24,0
Verejná správa					
Aktíva	4,0	3,3	3,1	5,7	5,7
Cenné papiere okrem akcií	62,0	63,9	42,6	84,8	75,6
Úvery	31,5	6,7	3,2	1,6	0,0
Akcie a ostatné podiely	2,7	2,3	2,8	2,8	4,1
Ostatné pohľadávky	3,2	2,0	4,5	3,4	6,3

Zdroj: NBS.

Poznámka: Podiely sektorov na celkovom objeme jednotlivých finančných nástrojov a ich podkategórií.

vplyvom substitúcie v časoch horšej dostupnosti financovania. Chýbajú informácie, do akej miery bola táto substitúcia dobrovoľná či vynútená.

Z hľadiska finančnej stability ekonomiky je dôležité, či sa budú zintenzívňovať finančné vzťahy medzi podnikmi (alebo zahraničím), čo by mohlo znamenať zmenu distribúcie úverového rizika v ekonomike. Ak by boli najväčší veritelia podnikového sektora z prostredia mimo bankového systému, informovanosť o úverových rizikách by bola zrejme nižšia. Ďalším potenciálnym problémom spojeným s poklesom financovania prostrední-

ctvom bankového sektora by bolo zníženie transmisie menových impulzov do úrokových sadzieb komerčných bánk.

Pre pomerne krehkú finančnú pozíciu podnikov bude kľúčovou stabilita prostredia v blízkej budúcnosti. Pokiaľ budú podniky nútené financovať sa vo väčšej miere z vlastných zdrojov, mohlo by to znamenať zníženie investičnej aktivity, ktorá je na Slovensku dôležitým motorom rastu. Pri nízkej spotrebe domácností a reštrikcii vo verejnom sektore by to znamenalo ďalšie zhoršenie vyhládok rastu.

Použitá literatúra:

1. ECB Monthly Bulletin, January 2011
2. Eurostat newsrelease 144/2011 Small and medium-sized enterprises: The proportion of unsuccessful loan applications by SMEs has risen with economic crisis.
3. Non-financial corporations in the opening phase of the financial crisis, Statistics in focus 34/2010, Eurostat
4. Lalinský T.: Konkurencieschopnosť podnikov po zavedení eura na Slovensku. Krátka analýza, NBS 3/2010.
5. Štvrtročné finančné účty v SR. Metodika a využitie. NBS 2010.