



## Analytický komentár

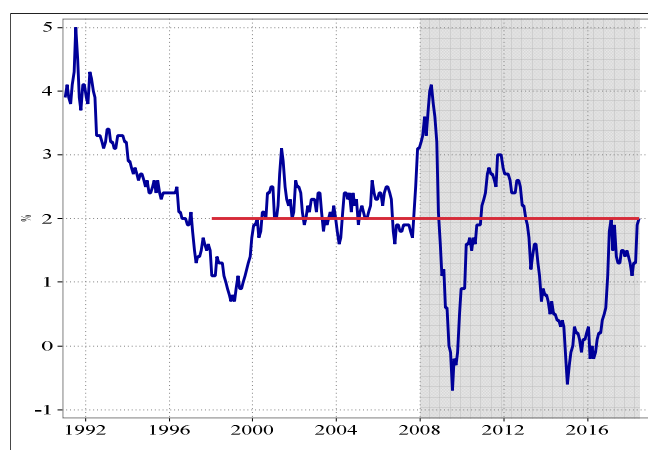
### Eurozóna: Stane sa napätá situácia na trhu práce impulzom pre infláciu?

V súčasnosti je často skloňovaná napätá situácia na trhu práce naprieč takmer všetkými krajinami eurozóny. Miera nezamestnanosti výrazne poklesla, prieskumy naznačujú nedostatok pracovnej sily, čo limituje produkčné možnosti, miera voľných pracovných miest rastie. To sa však zatiaľ nepremieta do mzdového vývoja a inflácie. Nie na agregátnej úrovni eurozóny. Niektoré krajiny však už začínajú zaznamenávať zrýchlenie mzdového rastu a inflácia v týchto krajinách sa postupne odlepuje od priemeru eurozóny. Ide predovšetkým o tzv. nové členské štáty, kde mzdový rast výraznejšie predbieha vývoj v tradičných ekonomikách, či ekonomikách výraznejšie zasiahnutých krízou. Príklad týchto krajín naznačuje, že **napätá situácia na trhu práce môže byť impulzom pre zrýchlenie mzdového rastu aj v ďalších krajinách a môže predstavovať podnet pre rast spotrebiteľských cien.**

Ekonomická a finančná kríza, ktorá vypukla v roku 2008, výrazne zasiahla ekonomiku eurozóny. Jej dopad na jednotlivé členské krajiny sa líšil predovšetkým v závislosti od stavu verejných financií, najmä úrovne zadlženosti a existujúcich nerovnováh v ekonomike. Dôsledkom krízy bol prepád hospodárstva, zamestnanosti, dôvery ekonomických subjektov a takisto výrazný tlmiaci vplyv na cenový vývoj. V snahe zabrániť rizikám deflačnej špirály a s ňou spojenými negatívami prijala ECB množstvo štandardných aj neštandardných menovo-politických opatrení. Medzi najvýznamnejšie nepochybne patrí program nákupu aktív, v ktorom ECB nakúpila cenné papiere v objeme takmer 25% na HDP eurozóny (takmer 2600 mld. EUR).<sup>1</sup>

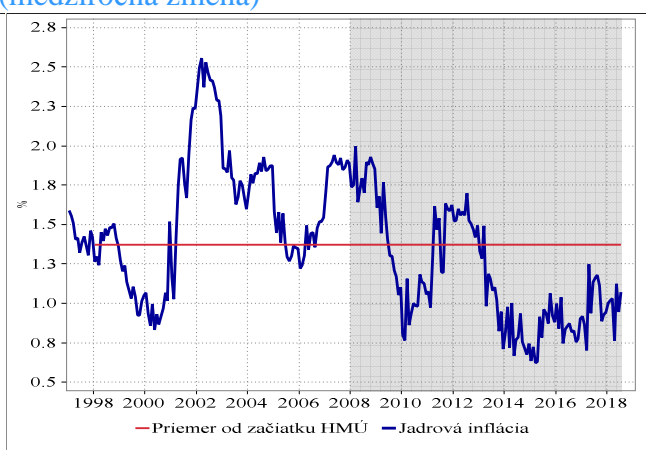
Vďaka razantnej reakcii menovej politiky bolo riziko deflácie odvrátené, úroveň cenového rastu však zostala pomerne dlhé obdobie naďalej relatívne nízka<sup>2</sup>, výraznejšie pod definíciou cenovej stability (pod, ale blízko 2%)<sup>3</sup>. Utlmený cenový vývoj dokumentuje aj tzv. jadrová inflácia, teda inflácia bez cien energií a potravín, ktorá sa za posledných 5-6 rokov pohybuje pod svojím dlhodobým priemerom.

Graf 1 HICP inflácia (medziročná zmena)



Zdroj: Macrobond

Graf 2 HICP inflácia bez cien energií a potravín (medziročná zmena)



Zdroj: Macrobond, prepočty NBS

<sup>1</sup> k 31. júlu 2018

<sup>2</sup> zvýšenie celkovej inflácie k 2% v lete 2018 bolo predovšetkým dôsledkom nárastu cien ropy a čiastočne aj potravín

<sup>3</sup> Rada guvernérov ECB v roku 1998 definovala cenovú stabilitu nasledovne: „Cenová stabilita je definovaná ako medziročný rast Harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HICP) pre eurozónu pod 2%.“ V roku 2003 Rada guvernérov spresnila, že jej zámerom je udržiavať infláciu pod, ale blízko 2% v strednodobom horizonte.

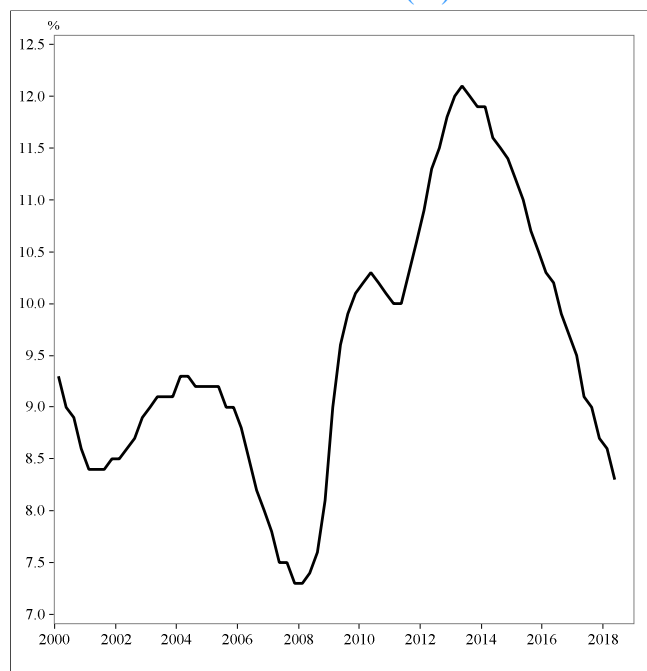
Pretrvávajúci nízky cenový rast je vzhľadom na postupne sa zlepšujúcu ekonomickú situáciu, uzatvárajúcu sa produkčnú medzeru a najmä stále napätejšiu situáciu na trhu práce možno trochu prekvapivý. Práve pohľad na indikátory trhu práce môže naznačovať, že by sa zrýchlenie jadrovej inflácie dalo očakávať.

Zrýchli sa teda vývoj jadrovej inflácie? Na túto otázku asi nedáme presnú odpoveď, čo však naznačíme je skutočnosť, že situácia, ktorá v súčasnosti pretrváva na trhu práce by mohla/mala na základe historických skúseností generovať rýchlejší cenový rast.

### Signály prehrievania ekonomiky z trhu práce

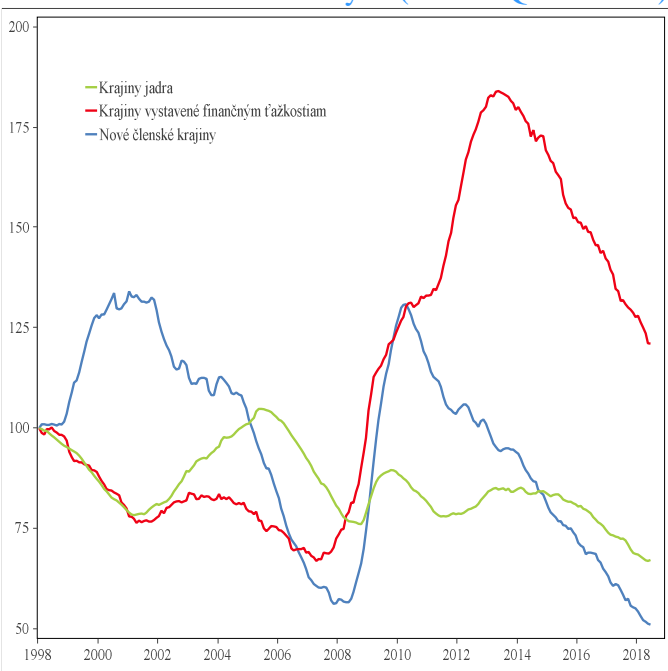
Nezamestnanosť v eurozóne postupne klesla z úrovni presahujúcich 12% až takmer na 8%. Vývoj nezamestnanosti sa však medzi krajinami výraznejšie líši. Krajiny tzv. jadra eurozóny, ako aj nové členské krajiny, majú vo všeobecnosti nezamestnanosť v porovnaní s historickým vývojom na veľmi nízkych úrovniach, pod predkrízovými minimami. Naopak krajiny, ktoré boli v priebehu krízy vystavené výraznejším finančným ťažkostiam, najmä vo vzťahu k stavu ich verejných financií, majú aj v súčasnosti úroveň nezamestnanosti relatívne vyššiu v porovnaní s predchádzajúcimi vývojom. Dokumentuje to aj pohľad na vývoj počtu nezamestnaných v jednotlivých skupinách krajín.<sup>4</sup> Kým v krajinách jadra a nových členských štátoch počet nezamestnaných poklesol na najnižšie úrovne od roku 1998, v krajinách vystavených finančným ťažkostiam sa ich počet pohybuje naďalej na vysokých úrovniach. Od roku 2013 sa však tiež pomerne dynamicky znižuje a dokumentuje posilňovanie trhu práce.

Graf 3 Miera nezamestnanosti (%)



Zdroj: Macrobond

Graf 4 Počet nezamestnaných (index 1Q1998=100)



Zdroj: Macrobond, prepočty NBS

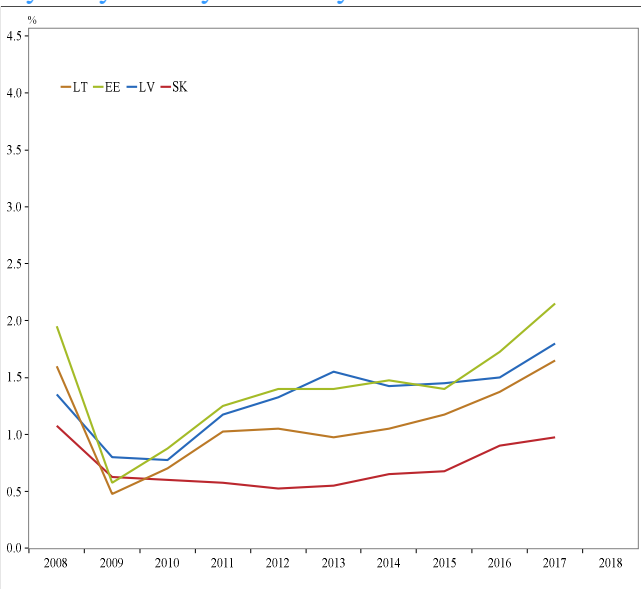
<sup>4</sup> Krajiny jadra tvoria Nemecko, Francúzsko, Holandsko, Belgicko, Rakúsko, Fínsko a Luxembursko, medzi nové členské krajiny boli zaradené Estónsko, Lotyšsko, Litva, Slovensko a Malta. Krajiny, ktoré boli v priebehu krízy výraznejšie zasiahnuté turbulenciami na finančných trhoch, v texte označujeme ako krajiny vystavené finančným ťažkostiam a túto skupinu tvorí Španielsko, Írsko, Portugalsko, Grécko, Taliansko, Slovinsko a Cyprus (ide o krajiny, ktoré boli v priebehu krízy vystavené výrazným tlakom v súvislosti so stavom ich verejných financií, či už v dôsledku zlého hospodárenia v tzv. dobrých časoch, alebo v dôsledku spľasnutia bublín na trhoch aktív, napr. cenových realitných bublín s výrazným dopadom na bankový sektor a potrebu jeho podpory zo strany verejných financií).

Súčasne s pomerne výrazným poklesom miery nezamestnanosti, ako aj počtu nezamestnaných viaceré krajiny eurozóny signalizujú nárast miery voľných pracovných miest<sup>5</sup>. Táto tendencia je zrejmä najmä v štátoch jadra, ale týka sa aj nových členských štátov (vo väčšine prípadov sú však údaje dostupné len od roku 2008). V krajinách, ktoré boli vystavené finančným ťažkostiam tento trend nie je výrazný a týka sa len niektorých krajín, najmä Slovinska.

**Graf 5 Miera voľných pracovných miest vo vybraných štátoch jadra**



**Graf 6 Miera voľných pracovných miest vo vybraných nových členských štátoch**



Zdroj: Macrobond

Zdroj: Macrobond

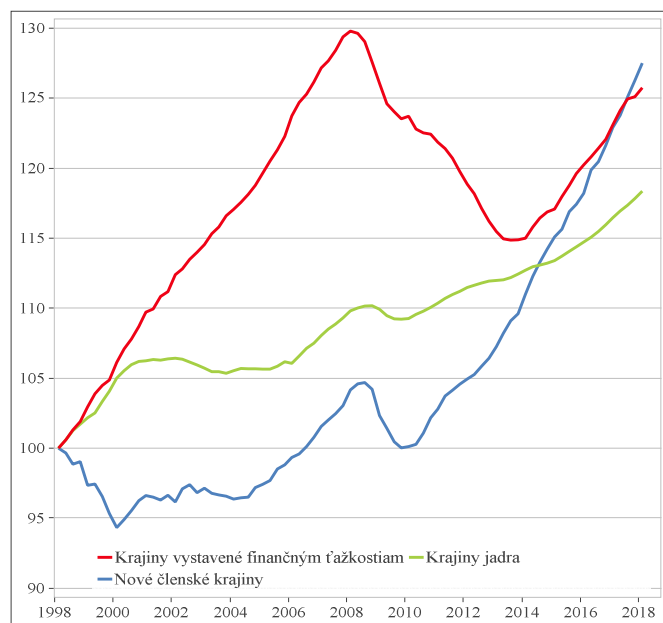
Poznámka 1: Údaje nie sú dostupné za všetky krajiny. Spomedzi veľkých ekonomík chýbajú údaje za Francúzsko a Taliansko.

Poznámka 2: Údaje za mieru voľných pracovných miest sú za tzv. "Business Economy" (NACE rev. 2 sektory B-N), t.j. bez verejného sektora

Zvyšovanie pnutia na trhu práce naznačuje aj nárast počtu zamestnaných. Ten sa v eurozóne ako celku v súčasnosti nachádza mierne nad maximami dosiahnutými v polovici roku 2008. Vývoj v jednotlivých skupinách krajín je však podobne ako pri počte nezamestnaných rozdielny. V krajinách vystavených finančným ťažkostiam sa počet zamestnancov nachádza naďalej mierne pod historickými maximami. V ďalších dvoch skupinách krajín, najmä v nových členských štátoch, v období po kríze počet zamestnaných výrazne vzrástol na nové historické úrovne. Aj tento indikátor poukazuje na sprísňovanie podmienok na trhu práce a ťažšie získavanie nových zamestnancov. Podobne, rovnaké signály ponúka aj hodnotenie práce ako faktora obmedzujúceho produkciu - v súčasnosti v prieskumoch EK dosahuje maximálne úrovne vo všetkých skupinách krajín.

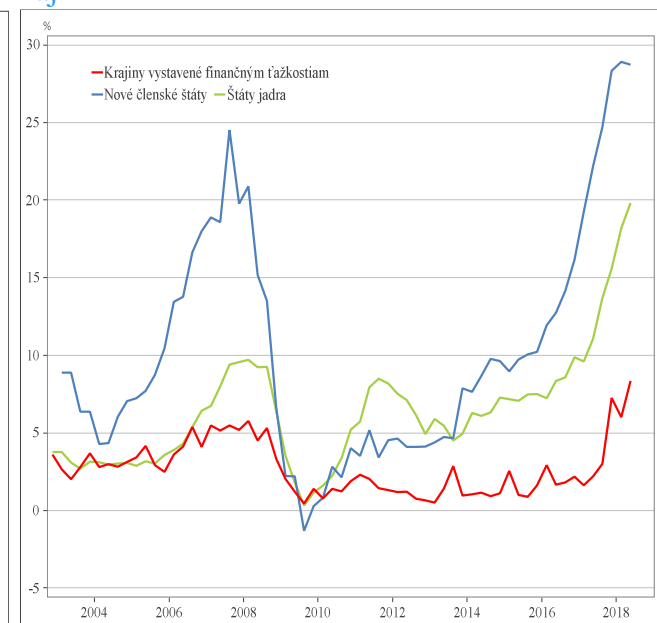
<sup>5</sup> Miera voľných pracovných miest vyjadruje percentuálny podiel voľných pracovných miest na súčte počtu obsadených pracovných miest a voľných pracovných miest.

Graf 7 Počet zamestnancov (index: 1Q1998=100)



Zdroj: Macrobond, prepočty NBS

Graf 8 Hodnotenie práce ako faktora limitujúceho produkciu v priemysle vo vybraných skupinách krajín

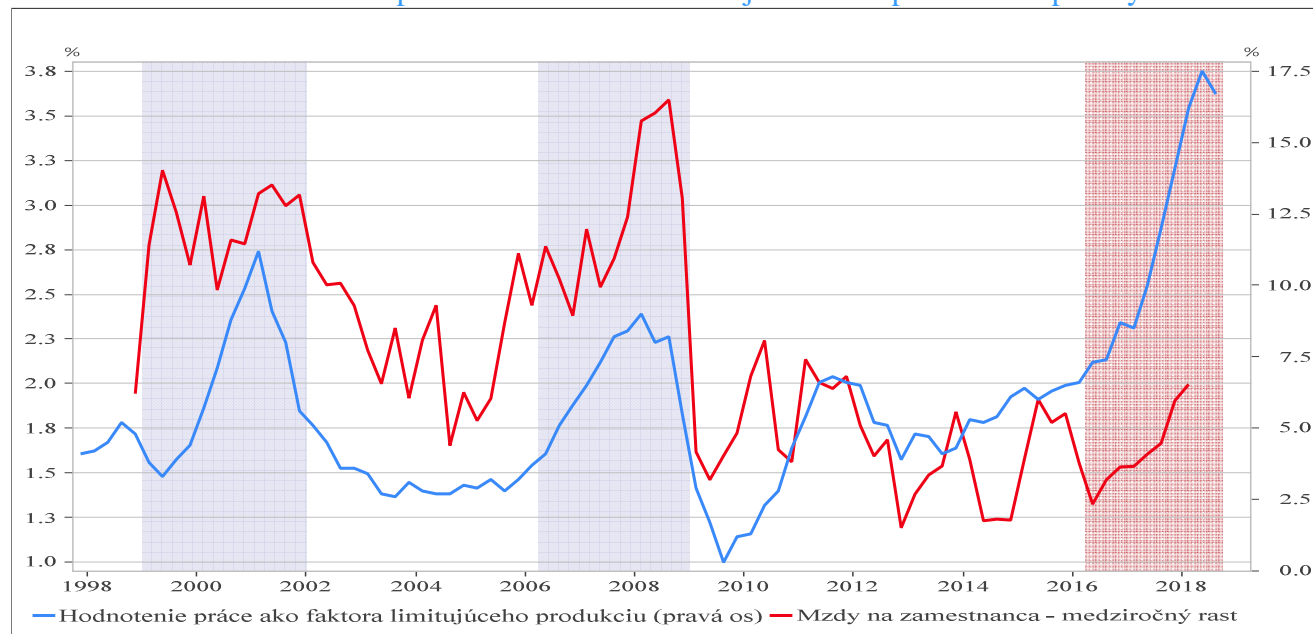


Zdroj: Macrobond, prepočty NBS

**Pnutia na trhu práce sa v mzdovom vývoji zatiaľ odrážajú len nesmelé, v niektorých krajinách sú však už čitateľnejšie signály**

Na základe historických skúseností bola vysoká úroveň obmedzení pre produkciu zo strany práce sprevádzaná akceleráciou miezd. V súčasnosti sa **hodnotenie práce ako faktora limitujúceho produkciu nachádza na historických maximách, reakcia v mzdovom vývoji je však nejednoznačná.** Mzdový vývoj akoby reagoval na nedostatok pracovných síl len limitovane, aj keď v posledných štvrtrokoch sa začínajú objavovať určité signály zrýchľovania mzdového vývoja.

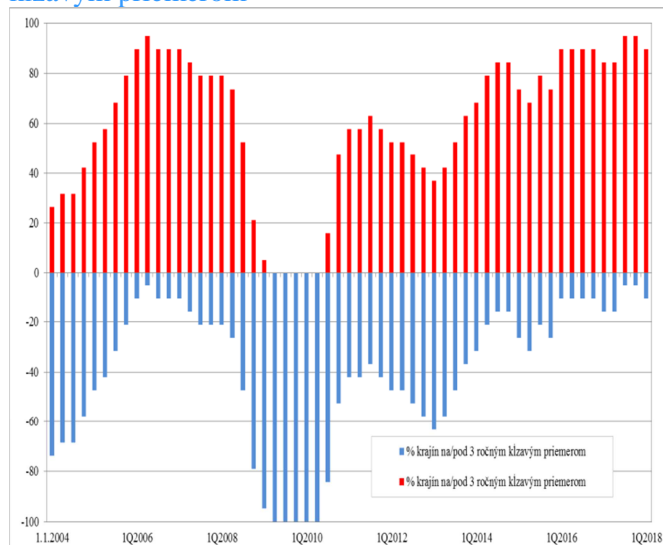
Graf 9 Eurozóna: Hodnotenie práce ako faktora obmedzujúceho rast produkcie v priemysle a rast miezd



Zdroj: Macrobond, prepočty NBS

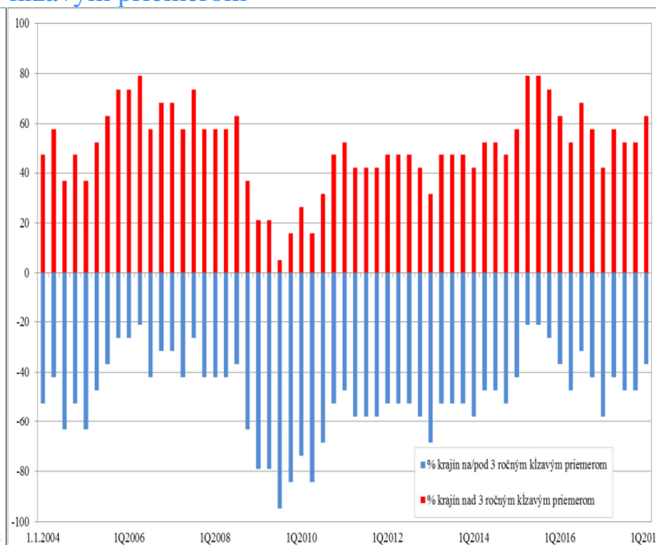
Nesúlads medzi situáciou na trhu práce dokumentuje aj porovnanie percentuálneho podielu krajín, kde zamestnanosť rastie rýchlejšie v porovnaní s trojročným kľzavým priemerom a percentuálneho podielu krajín, kde dochádza k rýchlejšiemu rastu miezd. Kým v 1. štvrtroku 2018 rástla zamestnanosť v porovnaní s priemerom rýchlejšie takmer v 90% krajín eurozóny (v 3. a 4. štvrtroku 2017 sa tento podiel pohyboval takmer na 95%), podobne ako v predkrízovom období, rýchlejší mzdový rast dosahovalo 60% krajín (cca 50% v 3. a 4. štvrtroku 2017). Inými slovami, v takmer všetkých krajinách dochádza k akcelerácii rastu zamestnanosti, avšak v mzdovom vývoji je to zatiaľ len v polovici krajín.

Graf 10 Percentuálny podiel krajín s rastom zamestnanosti nad, resp. na/pod 3-ročným kľzavým priemerom



Zdroj: Macrobond, prepočty NBS

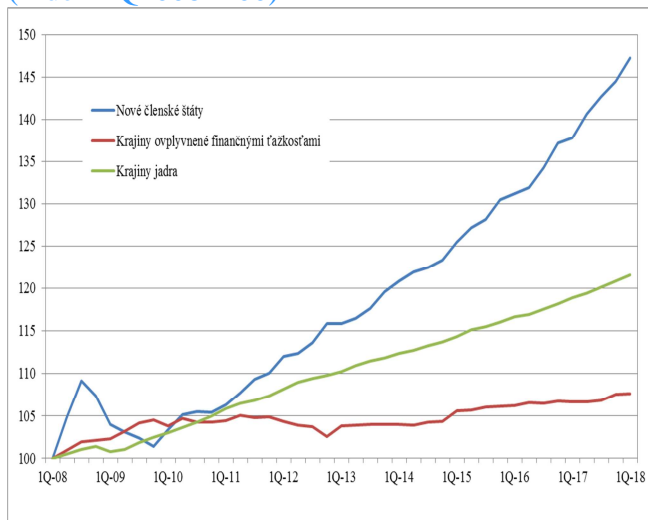
Graf 11 Percentuálny podiel krajín s rastom miezd na zamestnanca nad, resp. na/pod 3-ročným kľzavým priemerom



Zdroj: Macrobond, prepočty NBS

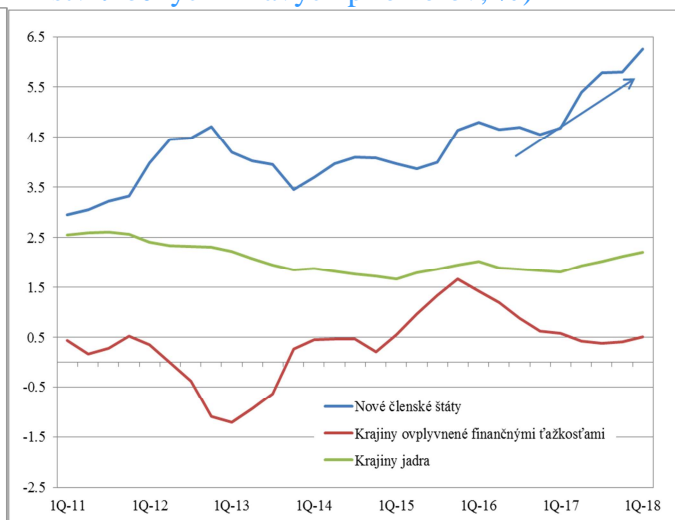
Prenos napätie situácie na trhu práce, sprevádzanej ťažkosťami pri hľadaní nových zamestnancov, nie je zatiaľ na úrovni eurozóny ako celku príliš viditeľný. Agregátne čísla sú ovplyvňované krajinami, kde sú mzdy utlmenejšie. To je charakteristické najmä pre krajiny, ktoré boli v priebehu krízy negatívne zasiahnuté finančnými ťažkosťami spojenými s nepriaznivým stavom ich verejných financií, splasnutím bublín na trhoch aktív s negatívnym dopadom na kondíciu bankového sektora a verejné financie. V krajinách jadra sa síce mzdový rast udržiava na vyšších úrovniach, zatiaľ však napriek relatívne napätie situácii na trhu práce sú náznaky jeho akcelerácie nevýrazné. Predovšetkým v nových členských krajinách, ktoré signalizujú v prieskumoch EK výrazné pnutie na trhu práce, však postupne dochádza k akcelerácii mzdového vývoja.

Graf 12 Mzdy na zamestnanca  
(Index 1Q2008=100)



Zdroj: Macrobond, prepočty NBS

Graf 13 Mzdy na zamestnanca (medziročný rast zo  
4-štvrtročných kľzavých priemerov; %)

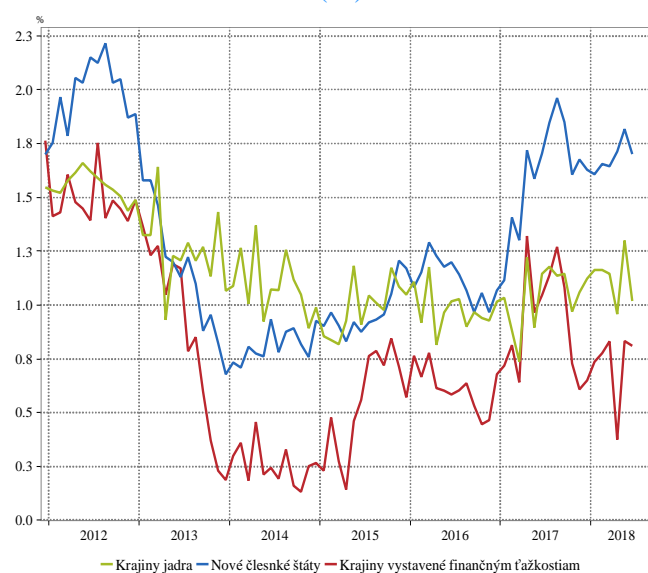


Zdroj: Macrobond, prepočty NBS

### Premieta sa tento rýchlejší mzdový rast aj do inflácie?

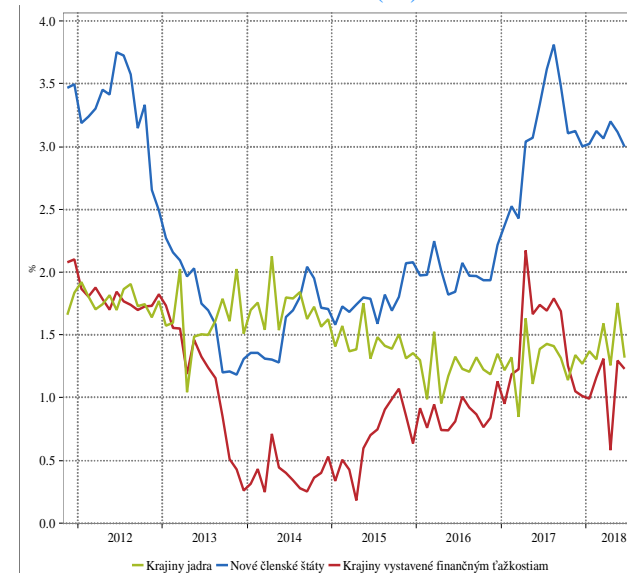
Jadrová inflácia (celková inflácia bez cien energií a potravín) sa práve v skupine nových členských štátov od roku 2016 postupne vzdialila od úrovne inflácie krajín jadra. Jej dynamika bola v rozhodujúcej miere ovplyvňovaná cenami služieb, keď sa inflácia priemyselných tovarov bez energií výraznejšie neodchyľovala od úrovne v tradičných členských štátoch. Aj keď je cenový vývoj služieb v jednotlivých nových členských štátoch rozdielny a je ovplyvňovaný viacerými volatílnymi položkami, naznačuje tendencie prenosu vyšších mzdových nákladov do zrýchlenia cenového rastu.

Graf 14 Jadrová inflácia (%)



Zdroj: Macrobond, prepočty NBS

Graf 15 Inflácia cien služieb (%)



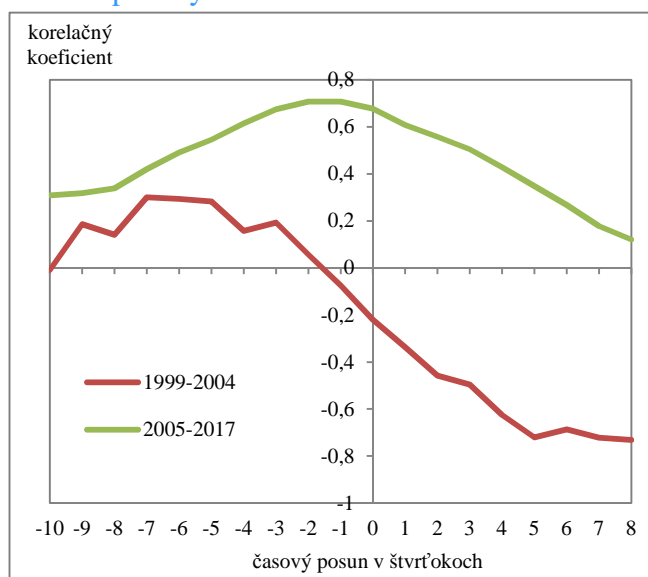
Zdroj: Macrobond, prepočty NBS

Skupina nových členských štátov je malá a jej nízka váha výraznejšie neovplyvňuje agregátne čísla eurozóny. Existujúca situácia na trhu práce a s tým súvisiaci cenový vývoj však môže predstavovať



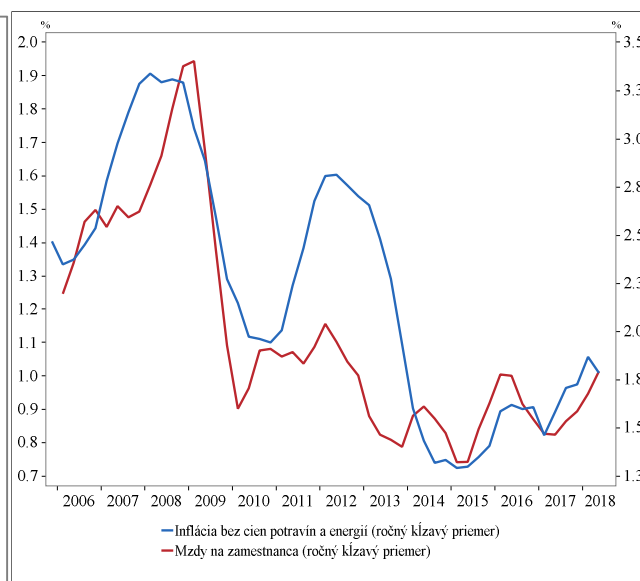
názna, že zrýchlenie mzdového a následne cenového rastu sa môže stať realitou aj v širšej skupine krajín s dopadom aj na agregátne makroekonomické premenné eurozóny. Jednoduchý pohľad na koreláciu medzi mzdovým vývojom a rastom cien v eurozóne naznačuje, že v období od roku 2005 sa táto v porovnaní s predchádzajúcim obdobím pomerne výrazne zvýšila a oneskorenie cenového rastu za rastom miezd by malo byť len minimálne. Ak sa obmedzenia na trhu práce, ktoré existujú naprieč veľkým počtom krajín eurozóny, začnú premietiť aj do mzdového vývoja, môžu byť významným impulzom pre zrýchlenie cenového rastu v eurozóne.

**Graf 16 Korelačné koeficienty medzi mzdovým vývojom a jadrovou infláciou pre rôzne časové posuny.**



Zdroj: Macrobond, prepočty NBS

**Graf 17 Medziročný rast miezd a jadrovej inflácie (%)**



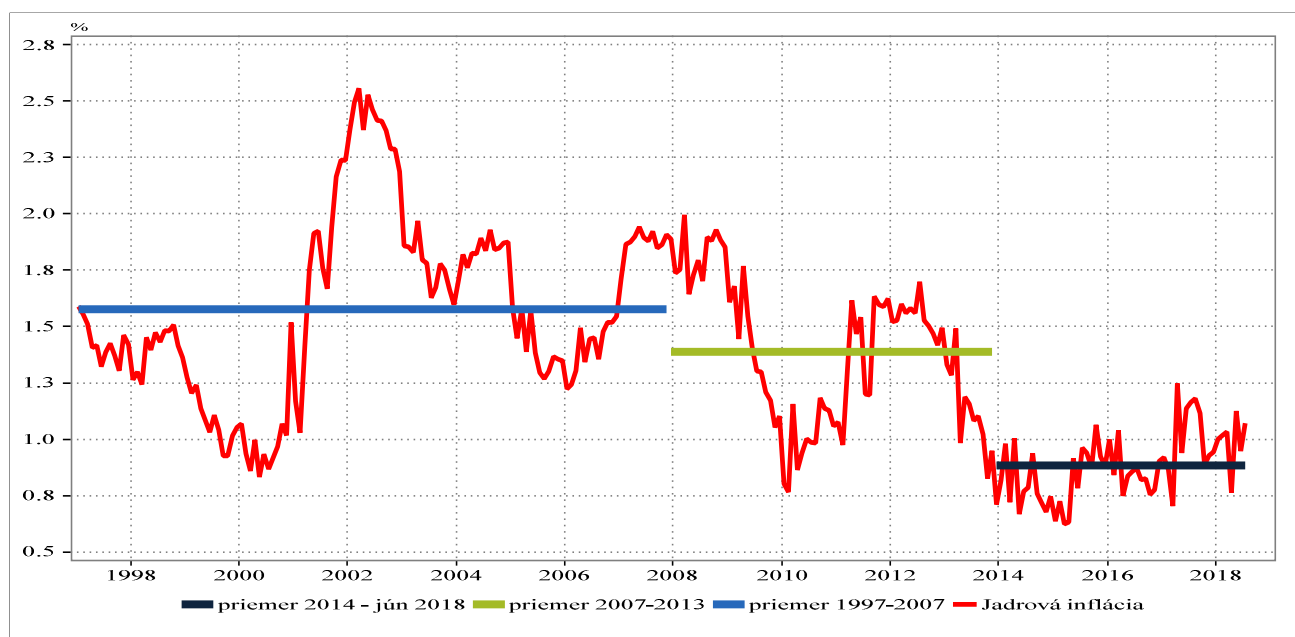
Zdroj: Macrobond, prepočty NBS

## Záver

V súčasnosti sa síce úroveň celkovej inflácie posunula k 2%, tento posun však bol spôsobený takmer výlučne cenami komodít, najmä ropy, ale aj potravín. Jadrová inflácia sa však už približne 5 rokov pohybuje na úrovniach pod, alebo blízko 1%, pričom v predchádzajúcich rokoch sa jej priemer pohyboval na podstatne vyšších úrovniach.

Viacere indikátory naznačujú, že napätá situácia na trhu práce by mala byť impulzom pre rast cien a posun inflácie späť na úrovne konzistentné s definíciou cenovej stability. V súčasnosti existujú viaceré faktory, predovšetkým ponukové obmedzenia zo strany trhu práce, ktoré by mohli viesť k zrýchleniu mzdového vývoja v širšej skupine krajín. Následne by sa to mohlo prejaviť aj v cenovom vývoji položiek jadrovej inflácie.

Graf 18 Jadrová inflácia



Zdroj: Macrobond

Rastislav Čársky ([analytici@nbs.sk](mailto:analytici@nbs.sk))