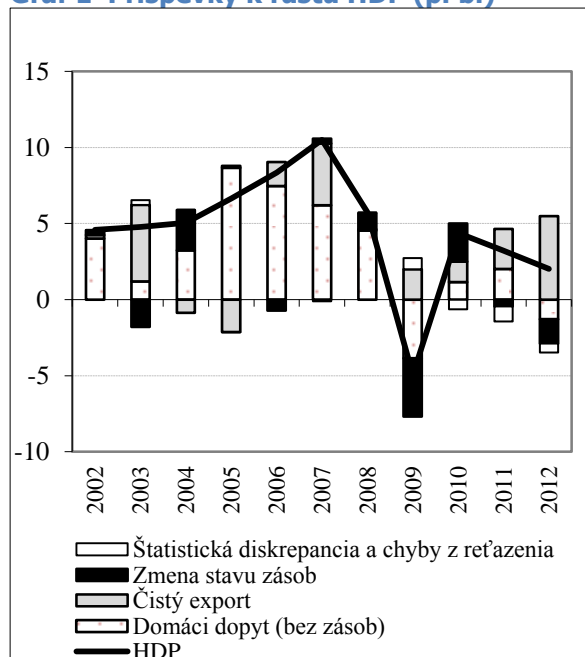


## Analytický komentár

## Zníženie zásob je odrazom pretrvávajúceho nízkeho dopytu a krehkého stavu ekonomiky

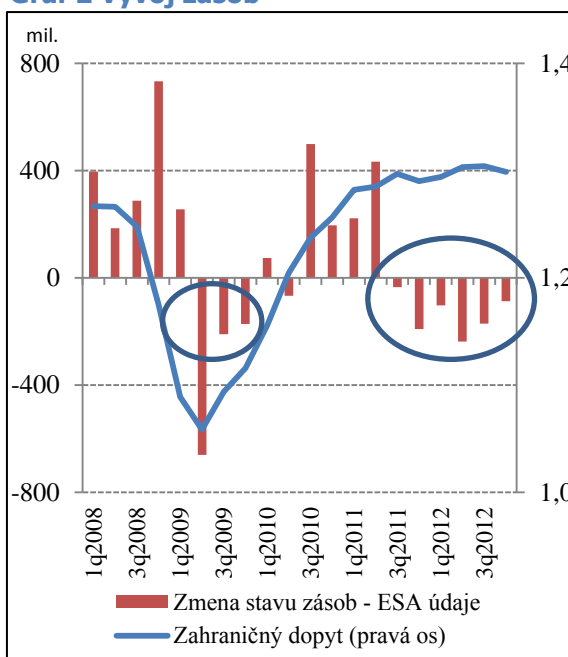
Podľa tradičného pohľadu na štruktúru rastu ekonomiky v roku 2012 vzrástol vplyv zmeny stavu zásob na ekonomický rast (Graf 1). Dlhodobý vývoj zmeny stavu zásob<sup>1</sup> ukazuje, že zásoby v slovenskej ekonomike klesali ostatných 6 štvrtrokov po sebe, čo sa nestalo ani v období nástupu krízy. Za tento vývoj evidentne nenesie zodpovednosť určujúci impulz vývoja našej ekonomiky - zahraničný dopyt (Graf 2), ktorý vyvolal prvú vlnu vyskladňovania v roku 2009. Navyše, druhá vlna vyskladňovania, ktorú možno identifikovať z údajov národných účtov (ESA) od polroka 2011 s pretrváváním po celý rok 2012, nemá také jasné kontúry v iných štatistických zdrojoch o zásobách. Ďalšie dva podporné zdroje údajov o zásobách druhú vlnu vyskladňovania jasne nepotvrdzujú. Táto skutočnosť odzrkadľuje problematiku štatistického merania zásob a zostáva nezodpovedanou otázkou, či až revízie údajov národných účtov budú hodnovernejšie odrážať reálnu časť ekonomiky. V každom prípade pohľad na zdroje údajov o zásobách vedie k záveru, že **zmena stavu zásob by v roku 2013 mala pozitívne prispieť k ekonomickému rastu.**

Graf 1 Príspevky k rastu HDP (p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS.

Graf 2 Vývoj zásob



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS.

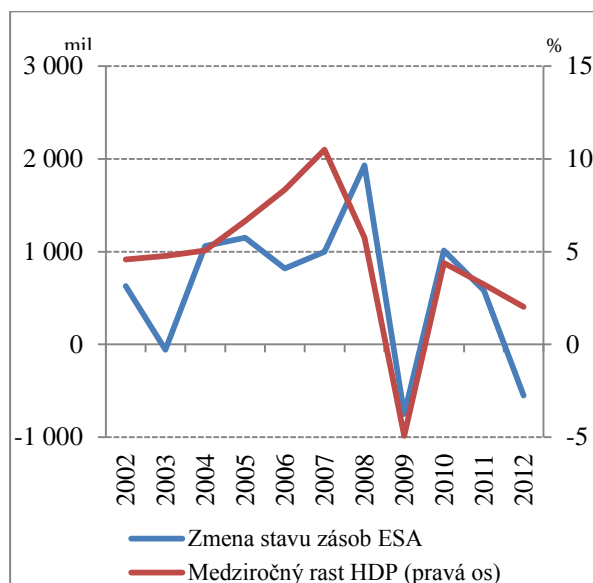
Pri sledovaní ekonomického vývoja v roku 2012 je zrejmé, že zvýšený čistý export vygeneroval príspevok až 5,5 percentuálnych bodov k HDP, ale takmer tretinu z tohto príspevku kompenzovalo opačné pôsobenie zmeny stavu zásob (Graf 2). Bol to najvyšší negatívny vplyv zmeny stavu zásob od roku 2009. **Zrýchlenie vyskladňovania v roku 2009 prehĺbilo pokles HDP o takmer 4 percentuálne body, v roku 2012 znížilo rast HDP o 1,6 percentuálneho bodu.** Podobný vývoj bol typický pre celú eurozónu, kde vyskladňovanie zásob bolo charakteristické pre celý rok 2009

<sup>1</sup> Aproximácia hrubý kapitál mínus fixný kapitál. Na rast HDP pritom nemá vplyv samotná zmena zásob, ale to, v akom objeme sa zásoby zvýšia alebo znížia oproti zmene stavu zásob v predchádzajúcom období.

a v menšom rozsahu sa zopakovalo aj v druhej polovici roka 2011 s pretrváváním takmer po celý rok 2012.

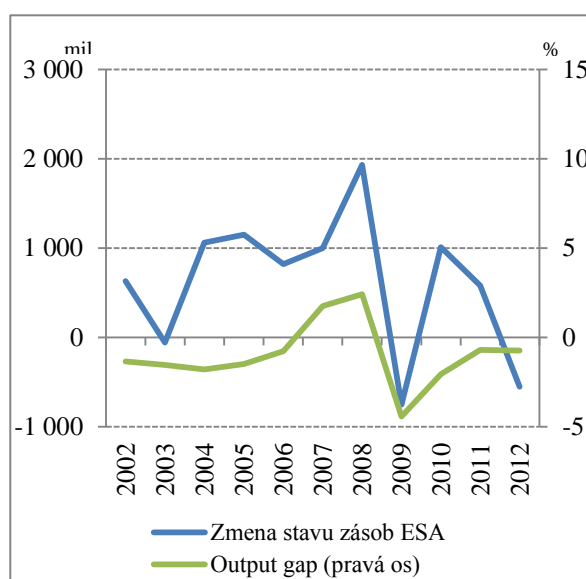
Teoreticky sa zásoby považujú za proticyklické, teda v období oslabovania dopytu sa očakáva zvýšenie zásob a naopak. Empirické skúsenosti v európskych krajinách, ale aj na Slovensku (Graf 3 a 4) ukazujú, že **zmeny stavu zásob pôsobia skôr procyklicky** a v období zníženého agregátneho dopytu dochádza k vyskladňovaniu zásob, čo zvyrazňuje recesiú v ekonomike. ECB vo svojom marcovom bulletin<sup>2</sup> označila za určujúce motívy vyskladňovania práve **hotovostné motívy**, keď **firmy uprednostňujú hotovosť pred zásobami, a preto dôsledne riadia tok zásob**. Mikroekonómia automaticky predpokladá, že v kríze podniky nabehnú na prísne riadenie likvidity a snažia sa zvýšiť schopnosť premieňať majetok na hotovosť<sup>3</sup>, aby boli schopné uhrádzať záväzky.

**Graf 3 Zmena zásob a rast HDP**



Zdroj: ŠÚ SR.

**Graf 4 Zmena zásob a output gap**



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS.

Predpokladáme, že aj slovenské firmy sa orientujú na krízový cash manažment, ale masívne vyskladňovanie zásob v štatistickom zisťovaní o zásobách potvrdili iba v roku 2009. Podľa **štatistického zisťovania o zásobách malých a veľkých podnikov** nefinančného sektora (nominálne sezónne neočistené údaje) sa firmy hneď od 1. štvrťroka 2009 začali zbavovať materiálu a následne od 2. štvrťroka aj tovaru (materiál tvorí dlhodobo 38 %, tovar 31 % zo zásob). V poslednom štvrťroku 2009 zo skladov masívnejšie ubúdali nedokončené výrobky a polotovary. Prvotná zmena štruktúry zásob v neprospech materiálu a tovarov, potom obmedzovanie výroby a zníženie stavu nedokončených výrobkov na sklade, a nakoniec utlmená výroba umožnila zbaviť sa aj hotových výrobkov – to všetko zodpovedá charakteristikám „šoku zo zásob“ (v intenciách bulletinu ECB). Celkový stav zásob výrazne poklesol, koncom roka 2009 bol o 10,5 % nižší ako koncom roka 2008. Vyskladnenie materiálu sa na tomto úbytku podieľalo 4,2 percentuálnymi bodmi, tovaru 4 percentuálnymi bodmi (nedokončené výroby a hotové výrobky sa podieľali zostávajúcimi 2,3 percentuálnymi bodmi). Stav celkových zásob sa na predkrízovej úrovni obnovil v priebehu roka 2010.

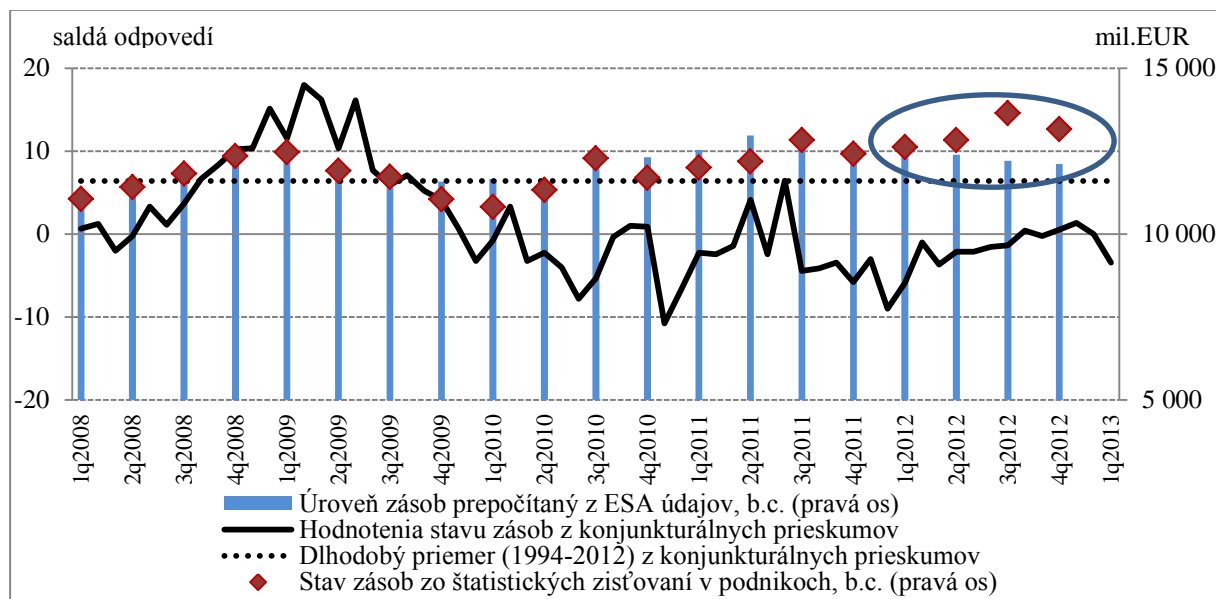
V ďalších rokoch 2011 a 2012 boli ročné prírastky zásob podľa štatistického zisťovania paradoxne plusové, preto pri pohľade na štatistické zisťovanie nemožno hovoriť o druhej vlně vyskladňovania

<sup>2</sup> [http://www.nbs.sk/\\_img/Documents/ECBPUB/MESBUL/protected/mb201303.pdf](http://www.nbs.sk/_img/Documents/ECBPUB/MESBUL/protected/mb201303.pdf)

<sup>3</sup> Potvrzuje to napr. Barometer investičnej dôvery (57 krajín sveta), Ernst&Young, máj 2012, podľa ktorého vzrástol počet podnikov zvažujúcich predaj aktív v snahe získať hotovosť ( <http://www.ey.com>).

tak, ako bola identifikovaná z ESA údajov. Vyskladňovanie bolo čiastkové, týkalo sa iba jednej súčasti zásob, a tou boli nedokončené výrobky a polotovary. Po počiatčom hromadení v skladoch začiatkom roka 2009, zásoby nedokončených výrobkov a polotovarov sa v poslednom štvrtroku 2009 znížili a doposiaľ sa neobnovili na predkrízovej úrovni. Naznačuje to prispôbenie sa produkcie oslabenému dopytu, pretrvávajúca neistota, ale možno aj vyšší význam **inovačného riadenia zásob vo firmách** (just-in-time). Ostatné súčasti zásob v štatistickom zisťovaní rástli a celkový stav zásob v podnikoch bol v druhej polovici 2012 zreteľne nad úrovňou minulého roka (Graf 5). Uvedené potvrdil aj **konjunkturálny prieskum** v priemysle a maloobchode (Graf 5).

**Graf 5 Porovnanie troch zdrojov údajov o zásobách**



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty a odhad NBS.

Konjunkturálny prieskum síce ohlásil vyskladňovanie v druhej polovici roka 2011, ale v priebehu roka 2012 sa názory respondentov na primeranosť zásob zosúladiť s rastom stavu zásob v štatistickom zisťovaní. **Odpovede respondentov však naďalej potvrdzujú, že ich zásoby sa nachádzajú hlboko pod historickým priemerom.** Začiatkom roka 2013 sa hodnotenie stavu zásob v konjunkturálnych prieskumoch ešte viac odchyľilo od historického priemeru, takže priemysel i maloobchod pociťujú väčší nedostatok zásob hotových výrobkov a tovaru.

V Grafe 5 iba na porovnanie (nie ako analytický ukazovateľ) uvádzame aj úrovňový ukazovateľ o zásobách v celej ekonomike – úroveň zásob (zafixovaná v roku 2007 na 60% z HDP a v ďalších štvrtrokoch zmenená o čistú zmenu stavu zásob z ESA údajov, bez štatistickej diskrepancie a chýb z reťazenia). Takto vypočítaný porovnávací úrovňový ukazovateľ je v časovom rade takmer v tesnom súlade so štatistickým stavom zásob, ktoré vykazujú podniky, **s výnimkou roku 2012.** Preto sa domnievame, že **doterajšie tempo vyskladňovania v ESA údajoch môže byť vyčerpané a tento rok by mal zvrátiť uvedený trend.** Očakávame, že údaje o zmene stavu zásob v roku 2013 budú revidovať minuloročné mínusy a zmena stavu zásob by mala vygenerovať vyšší pozitívny príspevok k HDP.

Anna Vladová ([anna.vladova@nbs.sk](mailto:anna.vladova@nbs.sk))