



Frankfurtské hárky

september 2024



NÁRODNÁ
BANKA
SLOVENSKA
EUROSYSTÉM

<https://nbs.sk/publikacie/frankfurtske-harky/>

Bez oživenia rastu produktivity bude mať Európa problém

- Produktivita práce v eurozóne klesá už takmer dva roky
- Znamená to, že množstvo tovarov a služieb, ktoré zamestnanec v eurozóne vyrobí, sa znižuje najmä kvôli „hromadeniu“ zamestnancov
- Pokračujúci pokles produktivity môže ohroziť očakávané tempo znižovania inflácie
- Ekonomická neistota vo svete výrazne narástla v dôsledku pandémie a stále silnému prepojeniu svetových ekonomík
- Frekvencia a sila ekonomických prekvapení v eurozóne poslednú dekádu výrazne rástli, finančné trhy však vyšší stres nezaznamenali



Zamestnanosť rastie, výkonnosť ekonomiky zaostáva

Produktivita, t. j. výkonnosť ekonomiky rátaná na jedného zamestnanca alebo odpracovanú hodinu, v hospodárstve eurozóny klesá. Ekonomická výkonnosť pokrívajúca, trh práce zostáva silný a zamestnanosť rastie. Úroveň hrubého domáceho produktu sa od konca roka 2022 až do konca roka 2023 prakticky nezmenila. Začala mierne rásť až v roku 2024. Naďalej sa však zvyšovala zamestnanosť a počet odpracovaných hodín (graf 1). To sa premietlo do poklesu produktivity. Eurozóna citeľne zaostáva za USA (rozdielny ekonomický vývoj v US a EA - [FH 06/24](#)).



Skúsenosť s nedostatkom pracovníkov v postpandemickom období motivuje k väčšiemu „hromadeniu“ zamestnancov

Firmy mali zlú skúsenosť z postpandemického obdobia. Rýchle oživenie ekonomiky sprevádzal nedostatok pracovnej sily. Spolu s fenoménom starnúceho obyvateľstva a nepružnou legislatívou v oblasti trhu práce, podniky majú viacero dôvodov, aby udržiavali, či zvyšovali zamestnanosť. Keď v druhej polovici roka 2022 ekonomická výkonnosť ochabla v dôsledku dopadu energetického šoku a neistoty spojenej s vojnou na Ukrajine, zamestnanosť ďalej rástla. Napriek slabej ekonomike podniky neprepúšťali kvalifikovaných zamestnancov, ktorých by mohli potrebovať v budúcnosti. Nedostatok pracovnej sily pretrváva aj dnes. Obmedzuje to fungovanie a podnikanie takmer 20 % podnikov v priemysle a viac ako 25 % v službách (graf 2).

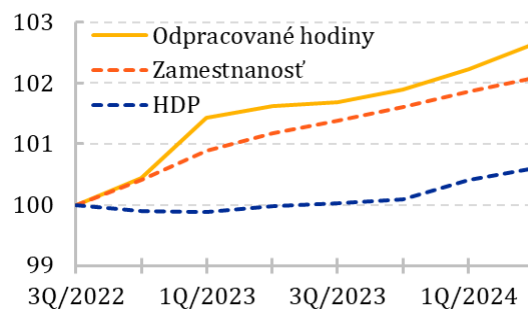


Produktivita poklesla najmä v odvetviach citlivých na otváranie ekonomiky

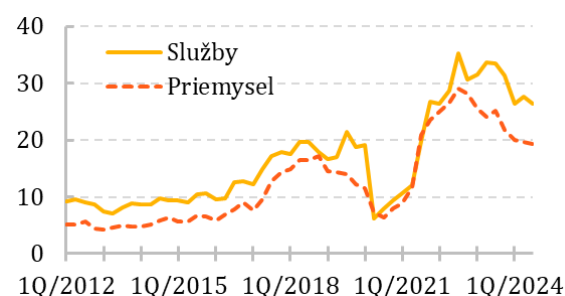
V porovnaní s 3. štvrtrokom 2022 sa produktivita prepadla najrýchlejšie v priemyselnej výrobe – o viac ako 4 %. Bol to predovšetkým dôsledok poklesu výkonnosti. Niektoré odvetvia priemyslu boli výrazne zasiahnuté rastom cien energií. Ešte aj dnes sú v porovnaní s USA 5 až 6 krát vyššie. Iné odvetvia čelia

silnej čínskej konkurencii, ktorá sa stala lídrom v tzv. zelených technológiách. Produktivita značne poklesla v obchode, doprave, ubytovaní a stravovacích službách, čo sú vo všeobecnosti kontaktne intenzívne odvetvia služieb. Tie po pandémii trpeli nedostatkom pracovnej sily. S otvorením ekonomiky sa výrazne zvýšil dopyt po týchto službách. Jeho rast sa však koncom roka 2022 viac-menej zastavil. Zamestnanosť však v rovnakom čase vzrástla o viac ako 3 %.

Graf 1: Zamestnanosť, odpracované hodiny a HDP (index 3. Q 2022 = 100)



Graf 2: Práca ako faktor limitujúci produkciu/podnikanie (saldo odpovedí v %)



Zdroj Graf 1 a 2: Macrobond.



ECB očakáva, že produktivita začne rásť a pomôže tmiť cenové tlaky

Septembrová projekcia ECB očakáva obnovenie rastu produktivity v najbližších mesiacoch-rokoch. Predpokladá postupné spomaľovanie rastu zamestnanosti a oživenie ekonomiky (graf 3). Rastúca produktivita by mala, spolu so spomaľujúcim sa mzdovým vývojom, prispieť k zmierneniu cenových tlakov (graf 4).



Ďalšie zníženie inflácie si vyžaduje zmenšiť predstih rastu miezd pred produktivitou

Pre postupný návrat inflácie k cieľu je kľúčové, aby sa existujúci rozdiel medzi produktivitou a mzdovým rastom zmiernil. Eurozónu naďalej trápí relatívne vysoká inflácia, ktorá pramení najmä z domácich faktorov. Inflácia služieb (bližšie v FH 04/24) sa už niekoľko mesiacov drží na úrovniach blízko 4 %, čo je dvojnásobok jej dlhodobého priemeru. ECB očakáva, že rast cien služieb v rokoch 2025-2026 postupne poklesne vďaka zmierneniu mzdového rastu. Podporiť by to mal aj vplyv predchádzajúceho sprísnenia menovej politiky, ale aj vyššia produktivita a skutočnosť, že časť mzdových tlakov na cenový vývoj by mohli podniky pohltiť znížením svojich ziskov.



Ak by produktivita ďalej klesala, mohlo by to ohroziť tempo znižovania inflácie

V prípade, že by ešte nejaké obdobie pokračoval doterajší vývoj a produktivita nerástla, alebo ďalej klesala, zvýšilo by sa riziko, že pokles inflácie nebude pokračovať takým tempom ako predpokladá predikcia ECB. Najmä ak by naďalej pretrvával dynamický mzdový rast. Navyšovanie počtu zamestnancov však nemôže do nekonečna predbiehať produkciu. Rastúce mzdové náklady budú podniky odrádzať od ďalšieho hromadenia pracovnej sily. Už v súčasnosti sa začínajú objavovať signály ochladzovania na trhu práce. Naznačujú to očakávania z viacerých prieskumov, takisto sa postupne znižuje miera voľných pracovných miest¹.



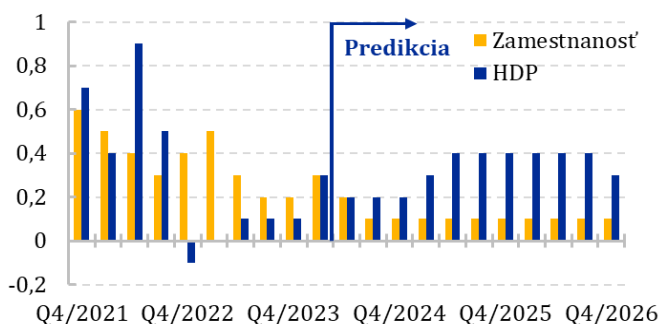
Ak ekonomika neporastie tak ako sa očakáva, mohlo by obnovenie rastu produktivity viesť k zvýšeniu nezamestnanosti

ECB vo svojej predikcii predpokladá, že rast ekonomiky sa bude postupne zrýchľovať z 0,8 % v roku 2024 až na 1,5 % v roku 2026. Ak by však nedošlo k naplneniu niektorých predpokladov tejto predikcie, môže byť situácia odlišná. Rast zahraničných trhov môže byť pomalší, alebo sa zhorší spotrebiteľská dôvera a predpokladané oživenie spotreby sa oneskorí. Ekonomika by rástla pomalšie a v najhoršom scenári by mohla dokonca poklesnúť. V takom prípade by mohlo byť pre obnovenie rastu produktivity potrebné v niektorých prípadoch prepúšťať a nezamestnanosť by rástla. Inflácia by potom pravdepodobne klesala rýchlejšie, ale cena v podobe zhoršenia situácie na trhu práce by bola vyššia. V Draghiho správe² existuje riziko, že dlhodobý vývoj produktivity môže byť negatívne ovplyvnený. V prípade, že Európa nedokáže efektívne reagovať na súčasné ekonomické výzvy, môže dôjsť k postupnému zaostávaniu v globálnej konkurenčnej súťaži, čo by v konečnom dôsledku mohlo viesť k pomalšiemu rastu životnej úrovne.

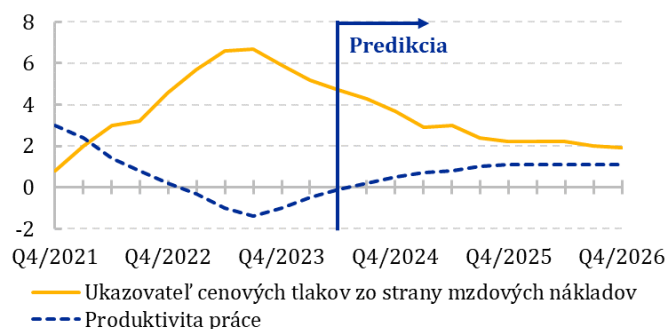
¹ Počet novoovotorených voľných pracovných miest v pomere ku všetkým pracovným miestam v ekonomike (obsadené aj voľné).

² Text sa zameriava na aktuálny vývoj produktivity v eurozóne, nie štrukturálnym výzvam a dlhodobým trendom. Tie podrobne rozoberá Draghiho [Správa o budúcnosti európskej konkurencieschopnosti](#).

Graf 3: HDP a zamestnanosť (medzištvrtročný rast v %)



Graf 4: Produktivita práce a cenové tlaky zo mzdových nákladov (medziročný rast v %)



Zdroj Graf 3 a 4: ECB.

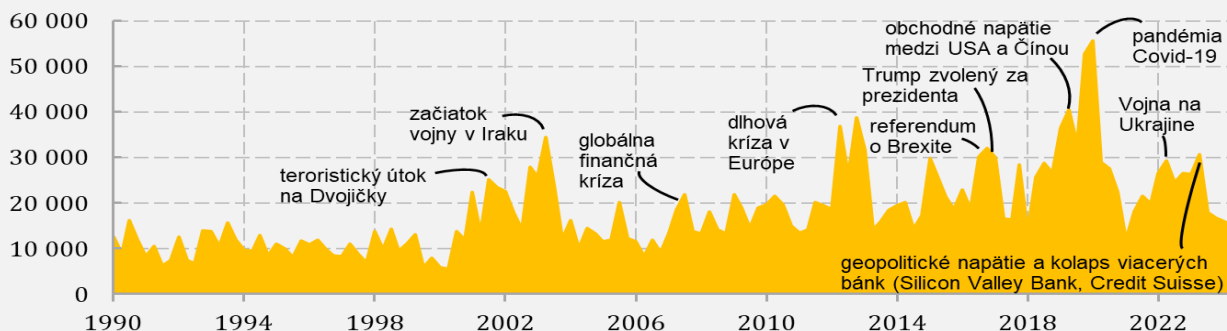
Box: Žijeme v neistejšom svete ako kedysi?

Ekonomická neistota vo svete od roku 2012 výrazne narástla. Podobne ako sme posledných pár dekád zažili niekoľkokrát „storočnú vodu“, aj frekvencia a intenzita globálnych ekonomických šokov a neistoty sa zvyšuje (graf 5). V období 2016-2020 prispievali ku globálnej neistote najmä Brexit, obchodná vojna USA s Čínou a následne pandémia. Dnes je dominantným faktorom vojna Ruska na Ukrajine, ktorá vysvetľuje až tretinu globálnej neistoty. Vyplýva to z analýz textu publikácií Economist Intelligence Unit (EIU). Autori indexu sa pozerajú na frekvenciu výskytu slova „neistota“ a slov, ktoré naznačujú faktory, ktoré danú neistotu spôsobujú. Neznamená to, že úroveň neistoty je rekordne vysoká vo všetkých krajinách. Súvisí to aj s čoraz väčšou prepojenosťou svetovej ekonomiky. Mnoho kríz a šokov sa deje často naraz, a to zvyšuje hodnoty ukazovateľa.

Zvýšená neistota komplikuje rozhodovanie a prináša nižší hospodársky rast. Veľa ekonomických rozhodnutí si vyžaduje odhad o vývoji budúcnosti. Kúpa domu na hypotéku, rozhodnutie firmy o stavaní novej výrobnéj haly, či o najímaní nových zamestnancov. Rozhodnutia, ktoré môžu byť v prostredí veľkej neistoty odložené, či zmenené. Ak takéto neisté prostredie pretrváva dlhšie, ľudia a firmy sa musia prispôbiť. Až 47 % manažérov firiem sa v prieskume [Global Reinvention Survey](#) vyjadrilo, že na to, aby prežili, musia zásadne obnoviť svoje podnikanie aspoň raz za tri roky. Zďaleka to nespôsobuje iba priamy vplyv na hospodárske rozhodnutia. Každá firma z času na čas zažije obdobie, kedy potrebuje od zamestnancov, aby výnimočne zabrali a prekonalí novú výzvu, či transformáciu. Ak sa však vyžaduje neustála transformácia, vplyva to na procesy a šťastie ľudí na pracovisku. Podľa [prieskumu Gallup](#) v roku 2023 sa až 62 % zamestnancov cíti v práci odovzdané a „potichu opúšťajú firmu“. Prostredie neustálej zmeny a neistoty tak z dlhodobého hľadiska môže vplyvať aj na trh práce.

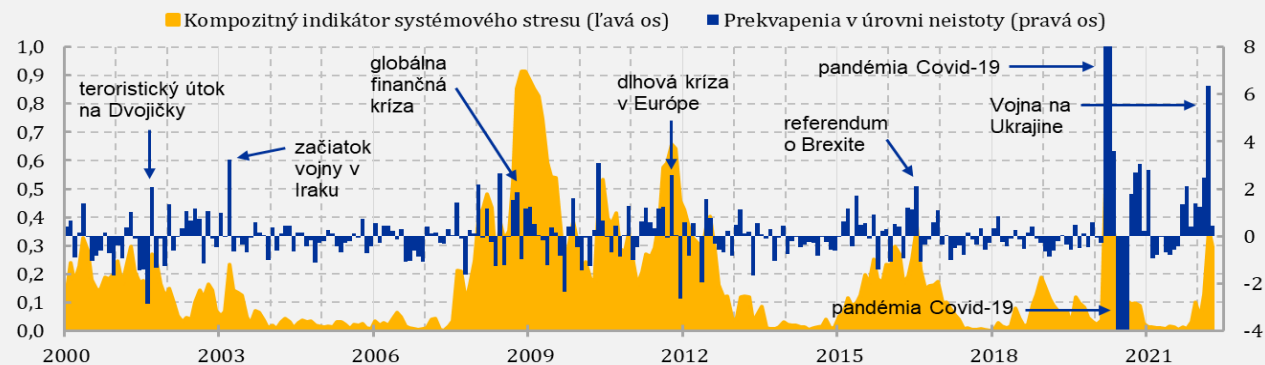
Eurozóna: Vojna na Ukrajine priniesla ekonomické šoky, ktoré sú v historickom kontexte porovnateľné iba s pandémiou³. Tak pandémia, ako aj vojna na Ukrajine znamenali rekordne veľké ekonomické šoky. Svojou silou a časovou blízkosťou nemajú v novodobej histórii obdobu (graf 6, modré stĺpce). Na rozdiel od merania neistoty v ekonomických dokumentoch, ktoré sa pozerajú najmä do budúcnosti, hovorí tento graf aj o tom, ako silné prekvapenia sme zažívali v reálnom čase. Jedná sa o ekonomický vývoj, ktorý nedokáže štandardný model vysvetliť. Zaujímavosťou je, že napriek tomu, že veľkosť a frekvencia ekonomických prekvapení a šokov výrazne rástla, indikátory systémového stresu alebo stresu na finančných trhoch, neukazujú poslednú dekádu vyššie hodnoty (graf 6, žltá plocha). Môže to odzrkadľovať aj dlhodobejšie zmeny, ktoré sa vplyvom uplynulých kríz dejú v ekonomikách. Tie môžu meniť charakter ekonomických šokov, ale aj odolnosť ekonomik voči nim. Nie je preto jednoduché porovnávať súčasné dianie s minulosťou.

Graf 5: Index svetovej neistoty (Medzinárodný menový fond)



Zdroj: Ahir, H, N Bloom, and D Furceri (2022), „World Uncertainty Index“, NBER Working Paper.

Graf 6: Prekvapenia v úrovni neistoty ekonomiky a úroveň systémového stresu



Zdroj: Bobasu A. and De Santis R.: „The impact of the Russian invasion of Ukraine on euro area activity via the uncertainty channel“, ECB Economic Bulletin, 4/2022.

Neistota zahmlieva „vešteckú guľu“ vládám a centrálnym bankám, musia sa pozeráť na scenáre a odvracať tie najhoršie. Rozhodovanie je v neistom prostredí náročnejšie tak na individuálnej úrovni, ako aj na úrovni rozhodnutí a politík inštitúcií. Centrálné banky vidia „zahmlený“ obraz budúcnosti, čo môže spôsobiť [nepresnosti v predpovedaní](#) inflácie a ekonomiky. V takomto prostredí je dôležité, aby centrálna banka a vlády nevnášali do diania nový prvok neistoty. Musia sa rozhodovať na základe prichádzajúcich dát a pozeráť sa na rôzne scenáre budúceho vývoja. Pri rozhodovaní o ďalších opatreniach je potom rozumné vyberať si tie, ktoré odvrátia také scenáre, ktoré by boli mimoriadne nepríjemné. V tomto zmysle konala a aj koná ECB, keď odvracala riziko deflácie pred pár rokmi, alebo keď zakročila proti rastúcej inflácii v rokoch 2021-22 tak, aby sa vyhla [inflačnej špirále](#) a udržala inflačné očakávania blízko inflačného cieľa.

³ Nárast neistoty v marci 2022, ktorý nasledoval po ruskej invázii na Ukrajinu, dosiahol odhadovanú veľkosť približne šesťnásobku štandardnej odchýlky, čo z neho robí druhý najväčší šok v histórii (po epizóde z marca a apríla 2020 v dôsledku pandémie).



Frankfurtské háčky nie sú oficiálnym stanoviskom Národnej banky Slovenska. Prezentujú názory analytikov úseku meny, štatistiky a výskumu (ÚMS). Materiál neprešiel jazykovou úpravou. Šírenie je povolené bez predchádzajúceho súhlasu, avšak s uvedením zdroja „Analytici ÚMS“.