



Frankfurtské hárky

júl 2023



NÁRODNÁ
BANKA
SLOVENSKA
EUROSYSTÉM

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

Budúci vývoj ekonomiky eurozóny s monohými otáznikmi

- Ekonomika eurozóny naplnila definíciu technickej recesie. Skôr sa však hodí slovo stagnácia.
- Priemysel stráda, no službám sa darí vďaka silnému dopytu po odznení pandémie.
- Silný trh práce vytvára tlak na mzdy. Ich rast akceleruje. Tlačí to na ceny a pokles inflácie môže byť pomalší.
- Posledné dva roky zisky firiem výrazne rástli. Ak by si firmy chceli zisky zachovať aj napriek rastu miezd, tak by museli zvýšiť ceny alebo znížiť počet zamestnancov. Očakáva sa však pokles ziskov firiem, čo absorbuje rast miezd bez rizika cenovo-mzdovej špirály.
- Najnovší pohľad na vývoj inflácie núti ECB pokračovať v zvyšovaní sadzieb.



Krívajúca dvojrýchlostná ekonomika

Hrubý domáci produkt v eurozóne poklesol dva štvrt'roky po sebe, čo sa zvykne označovať ako technická recesia. Výstižnejšie je však hovoriť o stagnácii. V oboch štvrt'rokoch ekonomika poklesla len o 0,1 %, teda naozaj hranične. Navyše v 1. štvrt'roku boli dáta v značnej miere ovplyvnené „nevyspytateľnými“ írskymi číslami. Tie v sebe zahŕňajú operácie nadnárodných spoločností, týkajúce sa ochrany duševného vlastníctva. Údaje za HDP sú tak čiastočne skreslené a neodrážajú v plnej miere „fundamentálnu“ výkonnosť hospodárstva. Keď HDP eurozóny upravíme o írské údaje, tak by ekonomika nepatrne rástla.



Nestagnuje však celá ekonomika

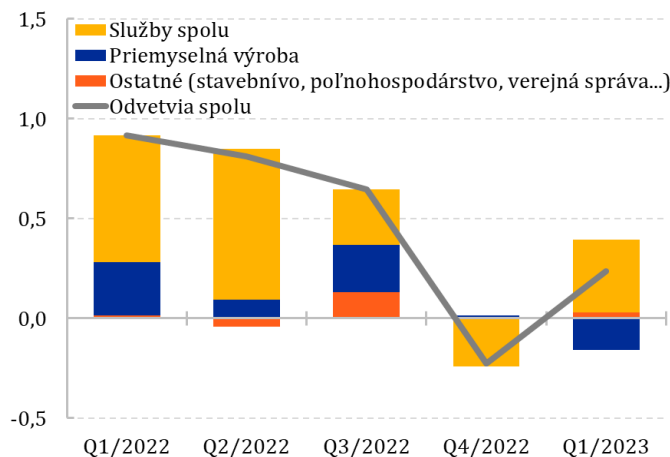
Kým jednej časti sa darí, druhá stráda, služby a priemysel zažívajú odlišnú dynamiku. Oslabovanie globálneho dopytu a rastúce úrokové sadzby doliehajú na výkonnosť priemyselnej výroby. Nové objednávky v priemysle postupne klesajú a zhoršujú sa aj očakávania. Nejaký čas ešte môže priemyselná výroba ťažiť z plnenia minulých, doposiaľ nevybavených objednávok, ale to nepotrvá dlho. Naopak, aktivita v službách je zatiaľ silná. Vplyv pokoronového otvárania ekonomiky a presunu dopytu od tovarov smerom k službám trvá dlhšie, ako sa vo všeobecnosti očakávalo. Skutočne, pohľad na tvorbu pridanej hodnoty v eurozóne poukazuje na dvojrýchlostnú ekonomiku. Kým priemysel ekonomiku tlmil, služby rástli (graf 1).



Rast zamestnanosti ťahajú služby

Väčšina pracovných miest v ekonomike eurozóny bola vytvorených práve v oblasti služieb, odvetví náročnejšom na prácu. Zamestnanosť v 1. štvrt'roku vzrástla viac ako o 900 tis. osôb, z toho takmer dve tretiny pripadli na služby (graf 2). Spomedzi nich dominoval najmä rast zamestnanosti vo veľkoobchode, maloobchode, ubytovacích

Graf 1 Eurozóna: Tvorba pridanej hodnoty (medzištvrtročne v %, p. b.)



Zdroj: Macrobond, výpočty NBS.

a stravovacích službách. Tieto odvetvia služieb, ktoré citlivo reagujú na otváranie ekonomiky, boli zodpovedné za takmer polovicu nárastu zamestnanosti. Práve táto časť služieb prišla počas pandémie o najväčší počet pracovných miest. Na druhej strane, po odznení protipandemických opatrení a posilnení dopytu v tejto časti ekonomiky čelí nedostatku pracovníkov. Silný rast zamestnanosti môže súvisieť aj s tým, že podniky sa snažia predísť situácii, v ktorej by sa nedostatok pracovnej sily stal problémom pre ich fungovanie.



Silný trh práce a dynamicky rastúce mzdy môžu spomaliť pokles inflácie

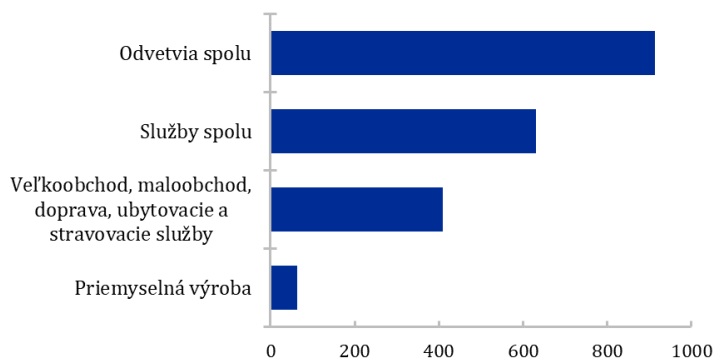
Silný trh práce dnes vytvára tlak na rast plátov. Vzhľadom na vysokú infláciu je pochopiteľné, že zrýchlenie rastu miezd do istej miery kompenzuje straty, ktoré zamestnancom spôsobila vysoká inflácia. Práve v prípade odvetví, ako sú služby, ktoré sú náročné na pracovnú silu, majú mzdy výrazný podiel na nákladoch, a to môže vytvárať dodatočné inflačné tlaky. Aj júnová [predikcia Eurosystemu](#) vidí náklady práce ako dominantný faktor ovplyvňujúci jadrovú infláciu. Jej odhad na roky 2023 a 2024 sa zvýšil o 0,5 p. b. Pomerne silná akcelerácia vyjednaných miezd v 1. štvrtroku 2023 ([graf 3](#)) skutočne naznačuje, že vyšší cenový rast služieb môže pretrvávajúť dlhšie a tempo jeho znižovania môže byť pomalšie (rizikám prenosu rýchlejšieho mzdového vývoja do cien sa venujeme v [Boxe](#)).



Aktivita v službách pravdepodobne podporí ekonomiku aj v najbližšom období

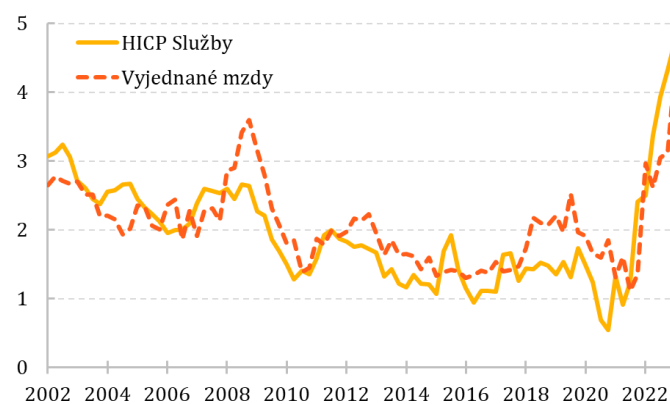
Viacere predstihové indikátory naznačujú, že protichodný vývoj v dvoch hlavných sektoroch ekonomiky pokračoval aj v 2. štvrtroku. Podľa nich by relatívne priaznivá aktivita v sektore služieb mala pretrvávajúť, aj keď sa objavujú náznaky spomalenia. Avšak najmä indikátory z oblasti turizmu sú zatiaľ pozitívne a poukazujú na súčasný rozkvet tohto odvetvia. Ako príklad môžu poslúžiť výdavky v španielskom turizme, ktoré v tomto roku výrazne prevyšujú nielen porovnateľné obdobie minulého roka, ale aj predpandemického priemeru 2016-2019 ([graf 4](#)).

Graf 1 Eurozóna: Zmena zamestnanosti v 1. štvrtroku 2023 podľa vybraných odvetví (v tis. osôb)



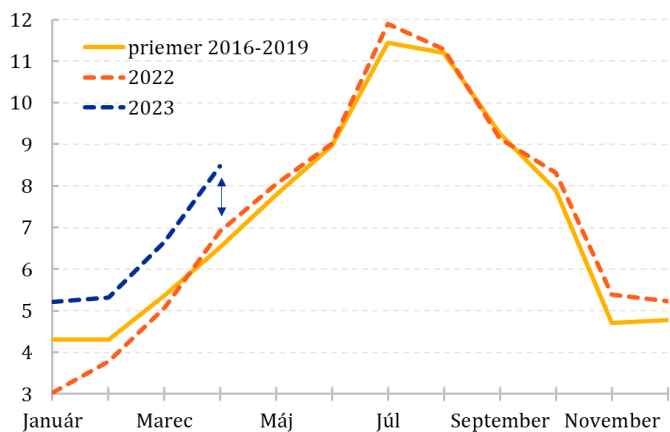
Zdroj: Macrobond, výpočty NBS.

Graf 2 Eurozóna: Vyjednané mzdy a inflácia v službách (medziročne v %)



Zdroj: Macrobond.

Graf 3 Španielsko: Výdavky v turizme (EUR, mld.)



Zdroj: Macrobond.

Box: Eurozóna - správanie firiem rozhodne o tom, či rastúce mzdy spôsobia ďalší nárast cien

Vývoj posledných dvoch rokov zobrazuje historicky vysoký rast ziskov firiem ([graf 5](#)). Zisky firiem rástli aj napriek zhoršeným podmienkam na trhu, vďaka ktorým firmám zdraželi náklady na energie aj na materiál. Zaznamenaný rast však naznačuje, že firmám sa úspešne podarilo preniesť ich zvýšené náklady do finálnych cien ich produktov. Firmy dokázali navýšiť svoje ceny dokonca ešte viac, ako bolo potrebné na kompenzáciu ich zvýšených nákladov, čím si krátkodobo vylepšili aj svoje zisky. Vyššie zisky síce pomohli znižovať finančné riziká firiem a v konečnom dôsledku podporili ich finančnú stabilitu, avšak súčasne prispeli k nárastu inflácie. Vytvorili tým však firmám vankúš, ktorý môže pomôcť zastaviť prudký a opakovaný rast cien.

Navýšenie cien firmám do veľkej miery umožnila slabšia pružnosť dopytu. To znamená, že spotrebitelia sú ochotní si produkty kúpiť drahšie bez toho, že by výraznejšie obmedzili svoj dopyt. Zhoršená reakcia dopytu na zmeny v cenách bola spôsobená obmedzeniami v dostupnosti viacerých produktov. Zároveň k tomu prispeli aj chýbajúce alternatívy, ktorými by sa dali nedostupné produkty nahradiť. Ďalším dôvodom bolo tiež, že spotrebitelia počas pandémie odkladali plánované väčšie nákupy kvôli zvýšenej neistote. Postupne však začali dobiehať odloženú spotrebu. Firmy tak mohli túto situáciu využiť a výraznejšie navýšiť svoje ceny bez toho, aby stratili zákazníkov. Motivovať ich k takémuto správaniu mohla aj snaha spätne dobehnúť straty, ktoré zaznamenali v dôsledku pandémie, či snaha si v rýchlomienacom prostredí vytvoriť finančnú rezervu do budúcnosti.

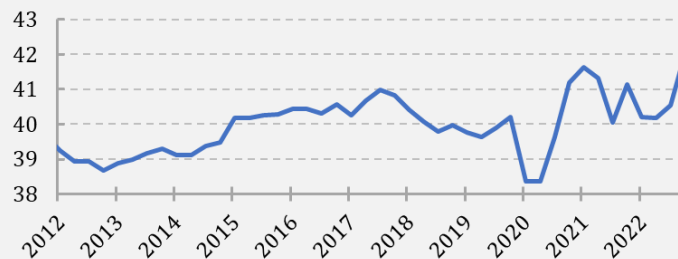
Zisky firiem podporil aj až do nedávna slabý rast miezd v porovnaní s úrovňou inflácie. Ceny zvyknú na situáciu v ekonomike reagovať rýchlejšie ako mzdy. Dôvodom je, že navýšenie výplat často nie je také jednoduché a býva založené na zdlhavejšom vyjednávaní. Vďaka tomu sa firmám zvyšovali náklady na zamestnancov pomalším tempom, ako im rástli príjmy za predaj ich produktov, čo podporilo nárast ich ziskov. Zamestnanci sa však snažia dosiahnuť zvýšenie miezd, aby zabránili poklesu ich životného štandardu, ktorý spôsobuje inflácia. Situácia sa tak začína otáčať a mzdový rast zosilňuje.

V budúcnosti očakávame pokles ziskov. Vplyv spomínaných faktorov, ktoré tlačili zisky smerom nahor, sa postupne vytráca. Obmedzenia v ponuke už nie sú také výrazné. Pozorujeme aj oslabenie dopytu, ktorý bol zvýšený po odznení neistoty z pandémie. Nominálne mzdy začínajú postupne rásť, čo tiež prispieje k poklesu ziskov firiem. Tlačiť nadol ich bude aj utiahnutejšia menová politika, ktorá firmám zvýši náklady na financovanie. Naopak, normalizácia cien energií povedie k zlepšeniu podmienok na trhu. To do určitej miery zmierni negatívne vplyvy rastu miezd a menovopolitických opatrení. Ďalší vplyv ziskov firiem na infláciu však bude závisieť hlavne od toho, ako dlho bude pretrvávajúť zrýchlený rast nominálnych miezd a ako tento rast firmy ďalej zohľadnia v cenách svojich produktov.

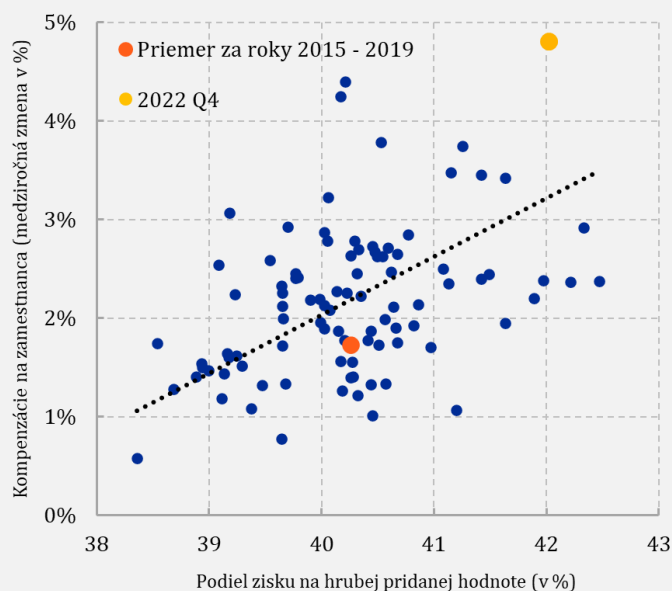
Ak firmy na nárast plátov svojich zamestnancov nebudú reagovať, zvýšia sa im náklady a ukroja si tým zo ziskov. V prípade, že si zisky chcú udržať, môžu buď navýšiť ceny minimálne tempom rastu miezd alebo znížiť náklady na pracovnú silu prepúšťaním zamestnancov. Očakávané oživenie reálnych miezd tak môže spôsobiť tlaky na infláciu (ak firmy zvýšia ceny) alebo na ekonomickú aktivitu a zamestnanosť (ak firmy zareagujú prepúšťaním). Ak by firmy zvýšili ceny priveľmi a rozhodli by sa zaplatiť zamestnancov a zároveň si ešte navýšiť zisky, tak to môže zvýšiť riziko vzniku cenovo-mzdovej špirály. Vyššie než očakávané zvýšenia miezd alebo ziskov by tak mohli viesť k vyššej inflácii aj v strednodobom horizonte.

V obdobiach, kedy majú firmy vysoké zisky, nezvyknú nárast plátov až tak výrazne pretaviť do rastu cien. Historicky pozorujeme, že v obdobiach, keď platy rastú rýchlejšie, firmy si dokážu svoje zisky dokonca navýšiť (pozitívna korelácia, **graf 6**). Tento vzťah však závisí aj od toho, aká je celková úroveň ziskov. V súčasnosti sú už zisky firiem nad dlhodobým priemerom (žltý a červený bod, **graf 6**). Zároveň preventívne opatrenia na zabránenie recesie počas zimného obdobia spôsobili, že firmy nechcú prepúšťať zamestnancov. Očakáva sa preto, že aktuálny vysoký nominálny rast miezd bude vo veľkej miere absorbovaný ziskami firiem. To znamená, že ešte nepozorujeme cenovo-mzdovú špirálu. Bude však dôležité aj naďalej zabrániť tomu, aby sa v reakcii na infláciu snažili firmy aj zamestnanci dosiahnuť plnú kompenzáciu. Existuje teda otázka, či firmy a zamestnanci nájdu kompromis, ktorým nebudú výraznejšie prispievať k inflácii, čo by si vyžiadalo prijatie prísnejších menovopolitických opatrení.

Graf 5: Podiel zisku firiem (agregované dáta za eurozónu, v %)



Graf 6: Vzťah medzi rastom plátov* a ziskami firiem pre jednotlivé štvrtroky (v %)**



* rast plátov vyjadrujeme pomocou medziročnej zmeny kompenzácie na zamestnanca
 ** zisky firiem vyjadrujeme pomocou podielu zisku na hrubej pridanej hodnote
 Poznámka **Graf 5** a **Graf 6**: Podiel zisku ako percento hrubej pridanej hodnoty vyjadruje podiel hodnoty vytvorenej podnikmi, ktorá zostáva ako zisk po odpočítaní nákladov súvisiacich s pracovnou silou, odpisov a inými prevádzkovými nákladmi.
 Zdroj **Graf 5** a **Graf 6**: Haver, Eurostat.

