

ANALÝZA NÁKLADOV A PRODUKTIVITY PRÁCE

**CENA PRÁCE NA SLOVENSKU DYNAMICKY RASTIE,
RAST PRODUKTIVITY PRÁCE ZAOSTÁVA**

Ľubomír Koršňák, ekonóm UniCredit Bank pre Slovensko

Zásoba voľnej pracovnej sily na Slovensku sa postupne vyčerpáva. Nedostatok kvalifikovaných zamestnancov zároveň zrýchľuje rast miezd. Čoraz častejšie sa tak objavuje otázka, či sú mzdy na Slovensku vysoké alebo nízke? Porovnať mzdy medzi krajinami nie je triviálna záležitosť. Predsa len sme sa o to pokúsili. Náklady práce sme očistili o rôznu produktivitu práce, cenovú hladinu i štruktúru ekonomiky. Aj po takýchto úpravách sa cena práce na Slovensku radí k tým nižším v EÚ. Rozdiel oproti priemeru EÚ sa však zredukuje o ¼ na necelých 15%, pričom medzera v mzdách sa v posledných rokoch pomerne rýchlo zatvára. Najväčšiu časť rozdielu v nákladoch práce vysvetľuje rozdielna produktivita práce, ktorá bude aj do budúcnosti limitujúcim faktorom – bez jej rastu nebude možný ani zdravý (udržateľný) rast miezd. Rast produktivity práce na Slovensku sa pritom v posledných rokoch spomaľuje. Krajina zaostáva v kvalite investícií, keď jej patrí posledné miesto v EÚ v investíciách do intelektuálneho vlastníctva, v kvalite podnikateľského prostredia (najmä administratívnej záťaži) i kvalite školstva. Model „montážnej dielne“ pritom začína narážať na svoje hranice a neumožňuje už ďalší dynamický rast produktivity práce. Problémom krajiny sa javí aj nízka produktivita malých podnikov vlastnených prevažne tuzemským kapitálom. Produktivita práce rastie smerom od malých k veľkým a od tuzemských smerom k zahraničným firmám, pričom tento nárast patrí na Slovensku k najvýraznejším v EÚ. Podobne, v smere aj rozsahu, rastú i mzdové náklady. Prítomnosť zahraničného kapitálu teda zdvíha úroveň ekonomiky i životnú úroveň jej obyvateľov.

OBSAH

1. ZHRNUTIE	3
2. CENA PRÁCE	5
2.1. CENOVÁ HLADINA	5
2.2. ŠTRUKTÚRA EKONOMIKY	7
2.3. PRODUKTIVITA PRÁCE	9
2.4. EÚ NORMOVANÉ NÁKLADY PRÁCE.....	10
2.4.1. EÚ NORMOVANÉ NÁKLADY PRÁCE PODĽA ODVETVI	12
2.4.2. EÚ NORMOVANÉ NÁKLADY PRÁCE V ČASE	13
2.4.3. ODHAD EÚ NORMOVANÝCH NÁKLADOV PRÁCE V ROKU 2017	15
2.4.4. EÚ NORMOVANÉ NÁKLADY PRÁCE V REGIÓNOCH	17
2.5. ZDANENIE PRÁCE	20
2.6. PRÍJMOVÁ NEROVNOSŤ	22
3. PRODUKTIVITA PRÁCE	22
3.1. EÚ NORMOVANÁ PRODUKTIVITA PRÁCE.....	22
3.2. VÝVOJ PRODUKTIVITY PRÁCE OD ROKU 2000	24
3.2.1. FIXNÉ INVESTÍCIE A ICH KVALITA.....	27
3.3. PRODUKTIVITA PRÁCE A VEĽKOSŤ PODNIKU	29
3.4. PRODUKTIVITA PRÁCE A ZAHRANIČNÝ KAPITÁL.....	31
3.4.1 NÁKLADY PRÁCE A ZAHRANIČNÝ KAPITÁL	34

1. ZHRNUTIE

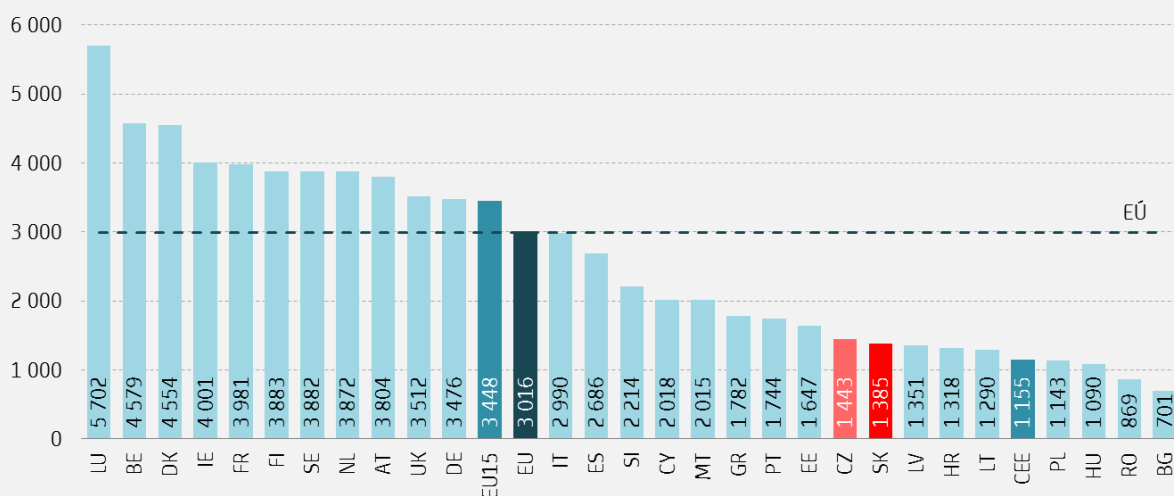
- *Cena práce sa v krajinách EÚ významne líši, keď sa pohybuje od 700 EUR mesačne v Bulharsku (23% priemeru EÚ) až po 5 700 EUR mesačne v Luxembursku (189% priemeru EÚ). Väčšinu rozdielov však dokážu vysvetliť faktory ako rozdielna cenová hladina, odvetvová štruktúra ekonomiky a najmä produktivita práce. EÚ normované náklady práce (očistené o vyššie zmienené faktory) zvyčajne nevybočujú od priemeru EÚ o viac ako 15%.*
- *Cena práce na Slovensku je v porovnaní s priemerom EÚ len približne polovičná, väčšina krajín regiónu CEE (7 z 11) však vykazuje ešte nižšie nominálne náklady práce. Pri EÚ normovaných nákladoch práce sa rozdiel oproti priemeru EÚ zredukuje na približne 13%, paradoxne však už len dve krajiny regiónu CEE (Poľsko a Rumunsko) vykazujú nižšie EÚ normované náklady práce ako Slovensko.*
- *Mzda na Slovensku patrí k nižším v EÚ, Slovensko však zároveň vykazuje jedny z najnižších príjmových disparít spomedzi všetkých krajín EÚ.*
- *Výška daňovo-odvodového zataženia je na Slovensku v rámci OECD nadpriemerná, v EÚ však nájdeme viacero krajín, ktoré zdaňujú prácu viac ako Slovensko.*
- *Slovensko v porovnaní s priemerom OECD zdaňuje relatívne viac najmä nízkopríjmových zamestnancov a zamestnancov so mzdou blízko priemernej mzde. S narastajúcim príjmom sa medzera zužuje. Oproti priemeru OECD relatívne viac ako iné kategórie zdaňuje i prácu samoživiteľov.*
- *Cena práce na Slovensku v posledných rokoch dynamicky rastie, rozdiel oproti priemeru EÚ sa postupne znižuje. Po roku 2012 sa začala medzera zatvárať už aj pri očistených EÚ normovaných nákladoch práce, keď sa zredukovala z 20% v roku 2012 na 13% v roku 2017. Rast EÚ normovaných nákladoch práce bol v roku 2017 výrazne nadpriemerný a patril k najrýchlejším v EÚ i v regióne CEE.*
- *Nie všetky odvetvia slovenskej ekonomiky však vykazujú cenu práce nižšiu ako je priemer v danom odvetví v krajinách EÚ. Vo farmácií, oblasti nehnuteľností, vodárňach a odpadovom hospodárstve, výrobe strojov, či v ťažbe sú EÚ normované náklady práce na Slovensku v rámci EÚ nadpriemerné. Naopak, cena práce za priemerom EÚ najviac zaostáva v umení a rekreácií, poľnohospodárstve a v stavebníctve.*
- *Z hľadiska regiónov je cena práce najvyššia v ekonomicky silných regiónoch západného Slovenska a Bratislavy. Vyššia mzda tu však odzrkadľuje predovšetkým vyššiu produktivitu práce. EÚ normované náklady práce sú už najvyššie na strednom Slovensku, najnižšie naopak práve na západo. Západ Slovenska pritom vykazuje jedny z najnižších EÚ normovaných nákladoch práce (druhé najnižšie) aj pri porovnaní s regiónmi okolitých krajín. Zdá sa teda, že väčšina podnikov na západe krajiny, kde je nedostatok pracovnej sily najakútnejší, by ešte mohla mať priestor na ďalšie zvyšovanie miezd bez zásadného ohrozenia ich konkurencieschopnosti.*
- *Nižšia produktivita práce je hlavným dôvodom nižších miezd na Slovensku v porovnaní s priemerom EÚ. Odvetvová štruktúra ekonomiky naopak priemernú mzdu pomáha štatisticky nepatrne zvyšovať.*

- Pridaná hodnota, ktorú v priemere v súčasnosti vytvorí zamestnanec na Slovensku, je nielen nižšia ako produktivita práce v Rakúsku a Nemecku, ale dokonca o takmer štvrtinu nižšia ako náklady práce v Nemecku a takmer o tretinu nižšia ako náklady práce v Rakúsku. Mzda na úrovni priemeru Nemecka, či Rakúska tak zatiaľ jednoducho nedáva ekonomický zmysel.
- Udržateľný (zdravý) rast miezd by mal odzrkadľovať rast produktivity práce. Len polovica rastu ceny práce na Slovensku medzi rokmi 2008 a 2016 pritom bola odôvodnená rastom produktivity práce. Ostávajúca časť pripadá na iné faktory. Dá sa predpokladať, že významnú rolu zohralo najmä vyčerpanie zásoby voľnej pracovnej sily na západe krajiny, prispieť však mohla aj snaha o rýchlejšie zvyšovanie minimálnej mzdy.
- Dynamický rast nákladov práce na Slovensku zatiaľ umožňuje medzera, ktorá vznikla v minulých dekádach, keď dynamika rastu miezd dlhodobo zaostávala za rastom produktivity práce. „Rezervný vankúš“ sa však pomerne rýchlo vyčerpáva, za posledných 5 rokov sa zmenšil približne o tretinu. Dynamika rastu miezd sa pritom ďalej zrýchľuje, rast produktivity práce naopak zaostáva.
- Rast produktivity práce na Slovensku sa v posledných rokoch spomaľuje. Dôvody môžu byť rôzne. Jednoduchá konvergencia v produktivite práce (rast z nízkej úrovne, prezamestnanosť, modernizácia výroby) je zdá sa už z väčšej časti vyčerpaná, ďalší rast produktivity práce si už pravdepodobne pýta okrem iného aj posun od „montážnej dielne“ k znalostnej ekonomike založenej na inováciách.
- Investície do intelektuálneho vlastníctva sú však na Slovensku najnižšie v EÚ, navyše v posledných rokoch skôr klesajú. Zdá sa, že ekonomika zlyháva v transformácií smerom k znalostnej ekonomike. Jedným z dôvodov môže byť aj slabé školstvo, či nízka podpora štátu sofistikovanejších „intelektuálnych“ investícií s vyššou pridanou hodnotou.
- Produktivita práce narastá smerom od malých k veľkým podnikom a smerom od podnikov kontrolovaných tuzemským kapitálom k zahraničným podnikom. Tento smer je pozorovateľný v drvivej väčšine krajín EÚ, na Slovensku je však zvlášť výrazný. Produktivita práce vo veľkých podnikoch (nad 250 zamestnancov) je na Slovensku až 2-krát vyššia ako v malých podnikoch (do 20 zamestnancov), v zahraničných podnikoch je podobne až 1,5-krát vyššia ako v tuzemských podnikoch. V priemere v EÚ je vyššia v oboch prípadoch „len“ o 80%.
- Podobne, v smere i rozsahu, narastá na Slovensku smerom od tuzemských k zahraničným podnikom aj cena práce. Náklady práce sú vo firmách kontrolovaných zahraničným kapitálom až o 135% vyššie ako v tuzemských firmách. Ich prítomnosť teda zdvíha úroveň ekonomiky i životnú úroveň obyvateľov.
- Zdá sa, že za výraznejším rozdielom medzi tuzemskými a zahraničnými spoločnosťami stojí v prípade Slovenska najmä nízka produktivita práce v tuzemskej časti ekonomiky, ktorá dlhodobo vykazuje aj v rámci regiónu CEE podpriemernú produktivitu práce. Dôvody môžu byť rôzne, od chýbajúcej tradície podnikania (z čias socializmu) cez vyššie zastúpenie malých podnikov medzi domácimi hráčmi, ktoré prirodzene vykazujú nižšie výnosy z rozsahu (a tým aj produktivitu) až po koncentráciu v menej sofistikovaných odvetviach s relatívne nízkou pridanou hodnotou.
- Produktivitu práce, najmä u malých firiem, na Slovensku môže znižovať aj vysoká administratívna záťaž. Tá je podľa prieskumu Svetového ekonomického fóra na Slovensku štvrtá najvyššia spomedzi krajín EÚ (vyššiu nájdeme len v Taliansku, Grécku a Chorvátsku).

2. CENA PRÁCE

Cena práce, resp. mzdy sú často pretriasanou témou nielen vo vzťahu medzi zamestnancom a zamestnávateľom, ale je to aj populárna téma, ktorej sa venujú médiá, či politici. Cena práce sa naprieč krajinami EÚ zásadne líši. Kým v Bulharsku dosahuje len okolo 700 EUR, v Luxembursku presahuje 5 500 EUR. Jej jednoduché porovnanie však môže byť zavádzajúce a neodzrkadľuje realitu. Porovnať mzdy naprieč krajinami nie je triviálny problém. Predsa sme sa oň ale pokúsili. Náš prístup má stále niekoľko nedostatkov, ktoré vychádzajú z dátových obmedzení, ale aj prirodzených diferencí v mzdách, ktoré prináša trhové prostredie. Úpravy, ktoré sme vykonali, by však mali eliminovať aspoň časť objektívnych rozdielov v cene práce medzi krajinami a priniesť tak o niečo reálnejší obraz na cenu práce v Európe. Detailnejšie dáta, ktoré sú nevyhnutné pre našu analýzu (najmä detailnú štruktúru ekonomiky) zverejňuje Eurostat s väčším oneskorením, a preto naša analýza vychádza prevažne zo starších údajov z roku 2016, v niektorých prípadoch dokonca z roku 2015.

Graf 1: Náklady práce v krajinách EÚ (EUR na mesiac, 2017)



Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov Eurostatu a vlastných prepočtov

2.1. CENOVÁ HLADINA

Za rovnaké euro si v rôznych krajinách kúpime rôzne množstvo tovarov a služieb. Okrem iného má cenová hladina v krajine vplyv aj na výrobné náklady (ceny vstupov). Jej úroveň sa tak prirodzene premieta aj do výšky nominálnych miezd (nákladov práce).

V každej ekonomike nájdeme množstvo rôznych tovarov a služieb s rozličnými cenami. Od krajiny ku krajine sa pritom ich váha na celkovej spotrebe líši. Predaj lyží bude pravdepodobne výrazne vyšší v európskych krajinách ako v Afrike, v priemyselnom Nemecku budú mať kovy vyššiu váhu ako v turistickom Grécku. Určiť všeobecnú cenovú hladinu preto nie je jednoduché. Cenová hladina v krajine sa dá merať rôznymi spôsobmi. Veľmi populárnym a jednoduchým nástrojom na odmeranie rozdielu v cenách je tzv. BigMac index, ktorý využíva pomerne široké globálne rozšírenie siete rýchleho občerstvenia McDonald. Aj napriek tomu, že tento index môže naozaj približne popisovať cenovú hladinu krajiny, predsa len pokrýva len jednu parciálnu časť ekonomiky (dokonca len jeden špecifický produkt). Pre účely našej analýzy sme preto zvolili o niečo širší index, tzv. paritu kúpnej sily celej ekonomiky. Index zostavuje Eurostat na základe cenového prieskumu, ktorý pokrýva nielen spotrebu domácností, ale aj podnikov, či investície. Cenovú hladinu krajiny by tak mal popisovať lepšie ako zjednodušený BigMac index. Aj parita kúpnej sily má však svoje chybičky krásy. Samozrejme, nemeria ceny v krajine vyčerpávajúco. Prieskum sa zvyčajne realizuje len raz do roka, váhy v spotrebe sa určujú neraz aj zriedkavejšie. Navyše, vo viacerých krajinách geograficky zahŕňa len časť krajiny. Pri porovnaní teda treba mať stále na pamäti aj tieto jej nedokonalosti.

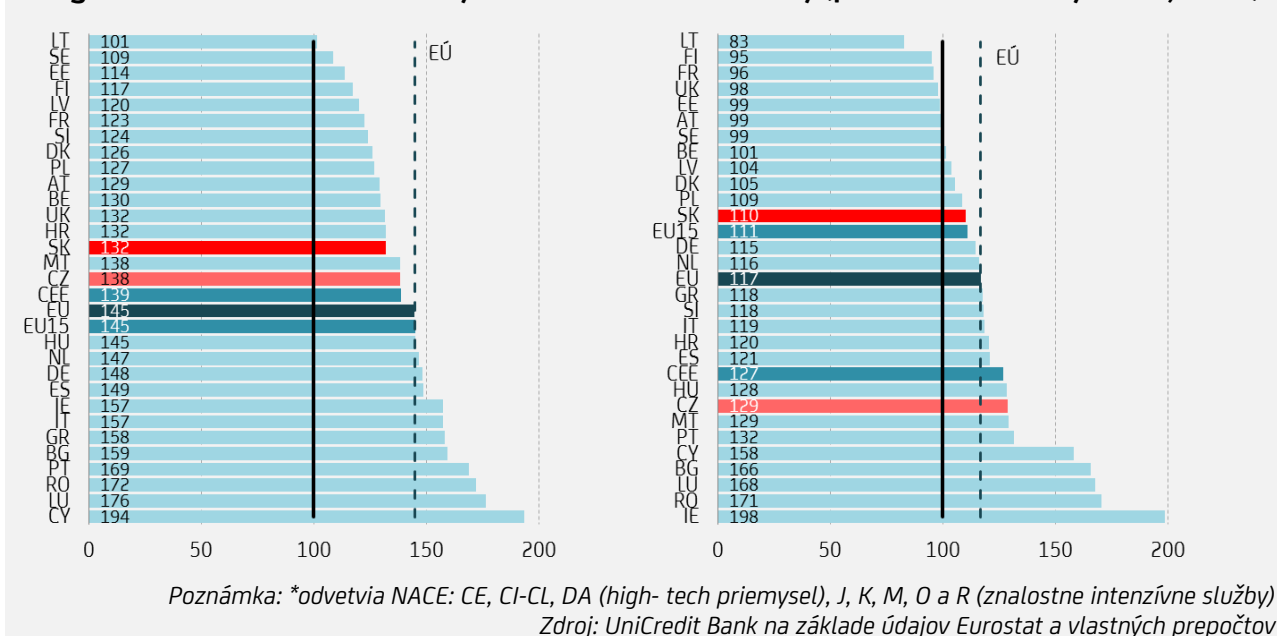
Prvým krokom za našim cieľom objektívnejšieho porovnania nákladov práce v krajinách EÚ bude teda ich očistenie o rozdielnú cenovú hladinu. Pre porovnatelnosť s ďalšími faktormi, ktorým sa budeme venovať v ďalších častiach, tak učiníme na starších dátach z roku 2016. Rozdiel medzi mzdami naprieč krajinami EÚ sa po prepočítaní do PKS (fiktívnej meny zohľadňujúcej rôzne ceny v krajinách) výrazne zmenší. Kým skutočná cena práce sa pohybovala v roku 2016 od 651 EUR v Bulharsku po 5528 EUR v Luxembursku, v parite kúpnej sily je to od 1 366 PKS v Bulharsku po 4 572 PKS v Luxembursku. Na Slovensku vzrastie z 1 331 EUR na 1 996 PKS, v Česku z 1 329 EUR na 2 035 PKS.

2.2. ŠTRUKTÚRA EKONOMIKY

Priemernú mzdu v ekonomike môže štatisticky ovplyvniť aj jej štruktúra. Vedomostná ekonomika postavená na inováciách vytvára väčšie predpoklady i pre vyššie mzdy. Naopak, ekonomika postavená na manuálnej práci bude prirodzene vykazovať nižšie mzdy. Mzdy v odvetviach, ktoré sa považujú za high-tech alebo znalostne intenzívne sú v priemere vyššie ako mzdy v ostatných odvetviach ekonomiky vo všetkých krajinách EÚ, v priemere o takmer 45% (najmenej v Litve len o 1%, najviac na Cypre o 94%; na SK o 32%, v CZ o 38%). Priestor pre vyššie mzdy v týchto odvetviach zvyčajne otvára ich vyššia produktivita práce. Tá je v high-tech a znalostne intenzívnych odvetviach v priemere v EÚ vyššia ako v ostatných odvetviach o 15% (na SK o 10%, v CZ o 29%). Tento vzťah však neplatí exkluzívne a v Európe nájdeme viacero krajín (Litva, Fínsko, Francúzsko, Estónsko, Rakúsko a Švédsko), kde je produktivita práce v high-tech a znalostne intenzívnych odvetviach v priemere nižšia ako v ostatných odvetviach ekonomiky. Viacero z týchto krajín pritom vykazuje relatívne vyšší podiel týchto odvetví na ekonomike. Zdá sa, že aj low-tech a znalostne menej intenzívne odvetvia vedia zvýšiť svoju produktivitu, napríklad väčším zahrnutím automatizácie do výroby, či outsourcovaním činností s nižšou pridanou hodnotou zo zahraničia. Táto vyššia efektivita sa však na cene práce prejavuje len v obmedzenej miere a dodatočný zisk je pravdepodobne pohltý spotrebovaným kapitálom. Vyššiu produktivitu tu totiž zvyčajne neprináša produktívnejší zamestnanec ale technológia.

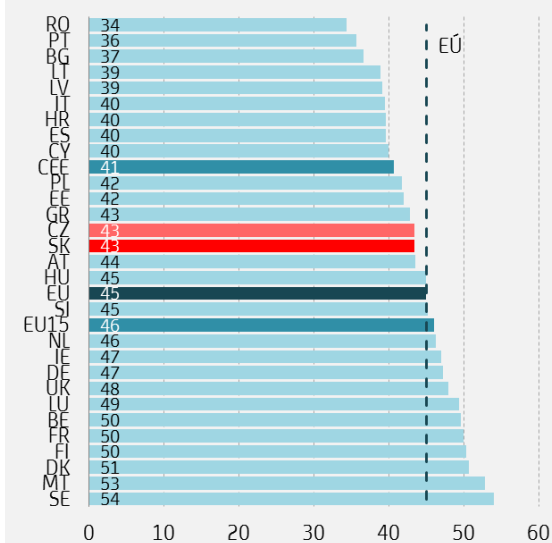
Graf 5: Náklady práce

v high-tech a znalostne intenzívnych* odvetviach ekonomiky (priemer ekonomiky = 100, 2016)

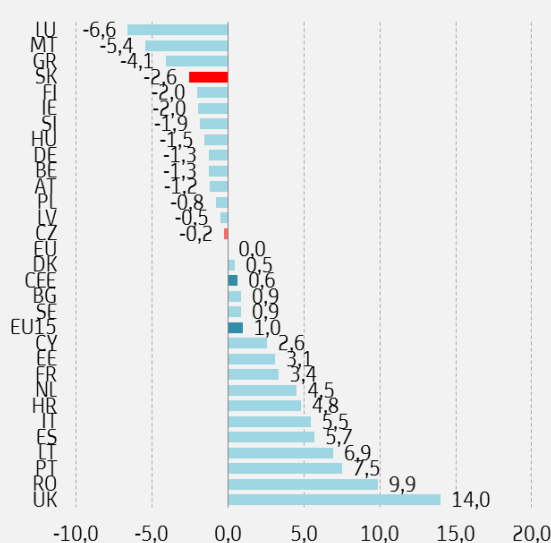


High-tech a znalostne intenzívne odvetvia sa podieľajú na zamestnanosti krajín EÚ približne 45%. Vo Švédsku je však ich podiel až na úrovni 54%, v Rumunsku len 32%. Vo všeobecnosti platí, že podiel high-tech a znalostne intenzívnych odvetví je vyšší vo vyspelých krajinách západnej Európy a naopak nižší v konvergujúcej strednej a východnej Európe, ale i na juhu Európy. Podiel high-tech a znalostne intenzívnych odvetví na Slovensku a v Česku je len mierne pod priemerom EÚ (približne 43,5% v oboch krajinách) a obe krajiny sa v tomto ukazovateli radia medzi lídrov regiónu CEE (mierne vyšší podiel nájdeme len v Slovinsku a Maďarsku).

Graf 7: Podiel high-tech a znalostne intenzívnych odvetví na zamestnanosti (% , 2016)



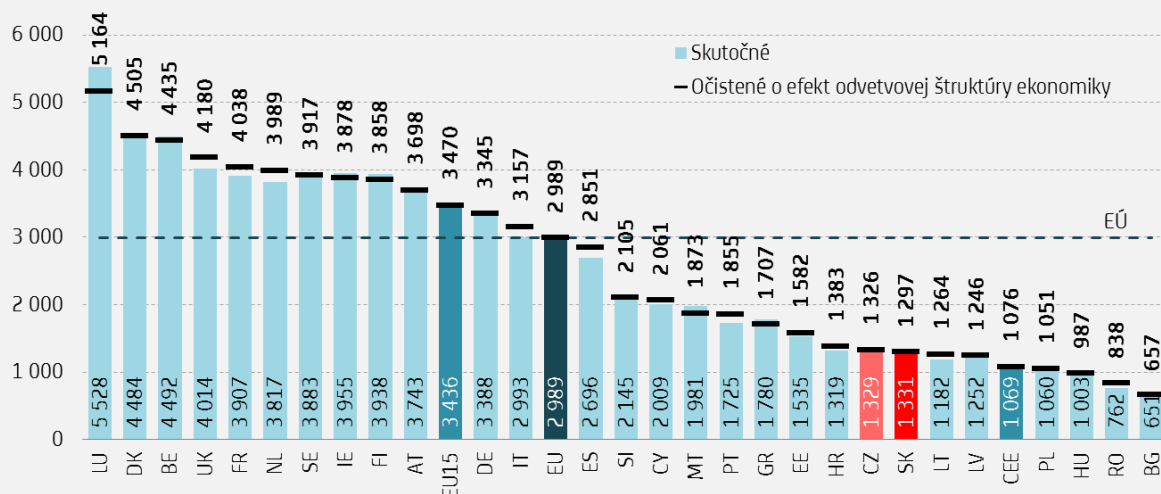
Graf 8: Vplyv štruktúry ekonomiky na náklady práce (% , 2016)



Poznámka: *odvetvia NACE: CE, CI-CL, DA (high-tech priemysel), J, K, M, O a R (znalostne intenzívne služby)
Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov Eurostat a vlastných prepočtov

Druhým krokom za našim cieľom objektívnejšieho porovnania nákladov práce v krajinách EÚ bude teda ich očistenie o rozdielnú štruktúru ekonomiky. Očistenie o efekt štruktúry bude tým presnejšie, čím väčší sektorový detail ekonomiky použijeme. Štatistiky jednotlivých krajín idú v tomto smere do rôznej hĺbky, použili sme preto najjemnejšie členenie, ktoré máme k dispozícii pre všetky krajiny EÚ – konkrétne členenie do 37 sektorov („písmenkový“ NACE). Ignorujeme tak vnútornú štruktúru jednotlivých sektorov, ktorá sa môže naprieč krajinami takisto líšiť a môže mať vplyv na celkovú cenu práce v konkrétnom sektore – napríklad výroba dopravných prostriedkov je na Slovensku sústredená takmer výlučne do výroby áut, v Chorvátsku naopak najmä do výroby ostatných dopravných prostriedkov (v tomto prípade najmä lodí). Čísla konkrétneho odvetvia môže ovplyvniť aj rozdielny podiel subdodávateľského reťazca.

Graf 9: Náklady práce očistené o štruktúru ekonomiky v krajinách EÚ (EUR na mesiac, 2016)



Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov Eurostat a vlastných prepočtov

Podiel jednotlivých odvetví na zamestnanosti sme zafixovali v každej krajine na priemere EÚ, priemerné náklady práce v každej krajine a odvetví sme ponechali na reálne úrovni (samozrejme jedná sa len o teoretické cvičenie s cieľom kvantifikovať efekt štruktúry ekonomiky; rozdielna zamestnanosť v odvetví by sa pravdepodobne prejavila aj na jeho produkcii a priemerných nákladoch práce).

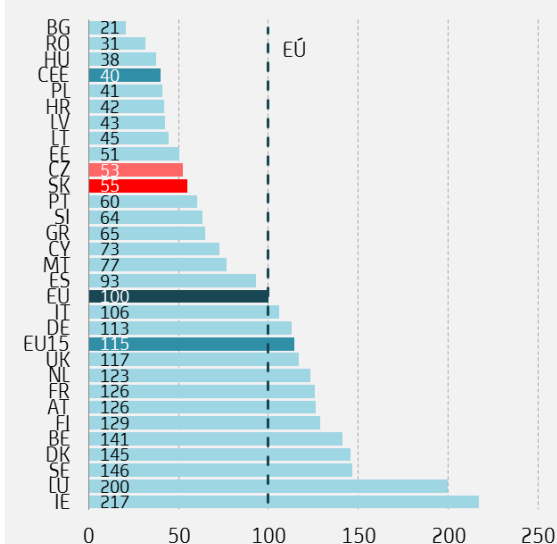
Štruktúra ekonomiky najvýraznejšie znižuje priemerné náklady práce v Rumunsku (o takmer 10%) a Veľkej Británii (14%). Naopak, najvýraznejšie ich navyšuje v Luxembursku (o 7%). Keďže sa jedná o krajiny z kraja rebríčka nákladov práce, rozdiely medzi extrémnymi hodnotami v rámci EÚ sa opäť zredukovali. Po očistení nákladov práce o rozdielnu štruktúru ekonomiky sa cena práce v rámci EÚ pohybuje od 657 EUR v Bulharsku do 5 164 EUR v Luxembursku. Na Slovensku aj v Česku štruktúra ekonomiky pomáha priemerné náklady práce mierne zdvíhať – na Slovensku o 2,6%, v Česku o zanedbateľných 0,2%. Po očistení o štruktúru ekonomiky by sa tak náklady práce znížili na Slovensku z 1 331 na 1 297 EUR, v Česku z 1 329 na 1 326 EUR.

2.3. PRODUKTIVITA PRÁCE

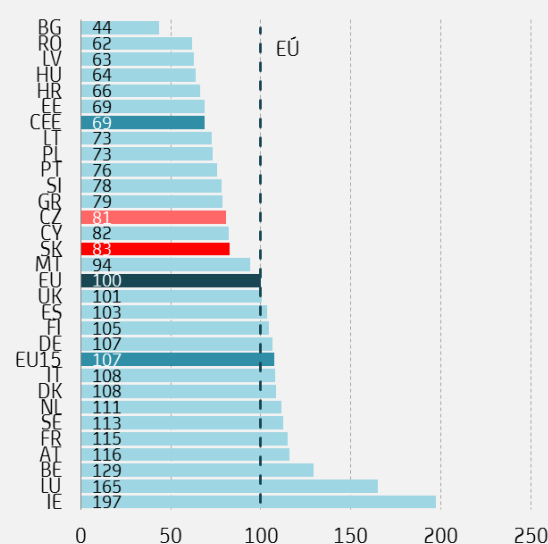
Bez práce nie sú koláče. Aká práca taká pláca. Už tradičné príslovia vravia, že odmena za prácu je úzko prepojená s výkonom. Výkon zamestnanca dokáže pomerne presne popísať ukazovateľ produktivity práce. Existuje viacero jeho variácií ako tržby na zamestnanca, produkcia na zamestnanca atď. Pre naše účely však použijeme jeho verziu vo forme pridaná hodnota na zamestnanca, t.j. aké množstvo pridanej hodnoty (HDP) zamestnanec vytvorí.

Produktivita práce sa naprieč krajinami EÚ značne líši. Kým v Bulharsku dosahuje len niečo málo cez 2 000 EUR na mesiac, v priemere v EÚ necelých 5 000 EUR a v Írsku až takmer 10 000 EUR. Už na prvý pohľad je tak zrejmé, že mzda, ktorá by zodpovedala priemerným nákladom práce v EÚ (cca 3 000 EUR), by v Bulharsku nedávala absolútne žiaden ekonomický zmysel. Podobne ani na Slovensku, či Česku, kde produktivita práce dosahuje 2 500 až 2 600 EUR na mesiac a je približne len polovičná oproti priemeru EÚ. Obe krajiny sa však radia na čelo rebríčka krajín regiónu strednej a východnej Európy, keď mierne vyššiu produktivity práce vykazuje len Slovinsko. Na druhej strane, ani Slovensku ani Česku sa zatiaľ nepodarilo v produktivite práce predstihnúť žiadnu z krajín pôvodnej EÚ15, nižšiu produktivitu práce v EÚ vykazujú výlučne len krajiny regiónu CEE. Samozrejme, cenová hladina v krajine vplýva aj na nominálnu výšku pridanej hodnoty (a produktivity práce). Po jej očistení sa produktivita práce na Slovensku a v Česku zvýši tesne nad 80% priemeru EÚ, je už najvyššia spomedzi krajín regiónu CEE a vyššia aj ako v Portugalsku a Grécku (v prípade Slovenska aj ako na Cypre).

Graf 10: Produktivita práce (2016, EU = 100)



Graf 11: Produktivita práce (PKS, 2016, EU = 100)



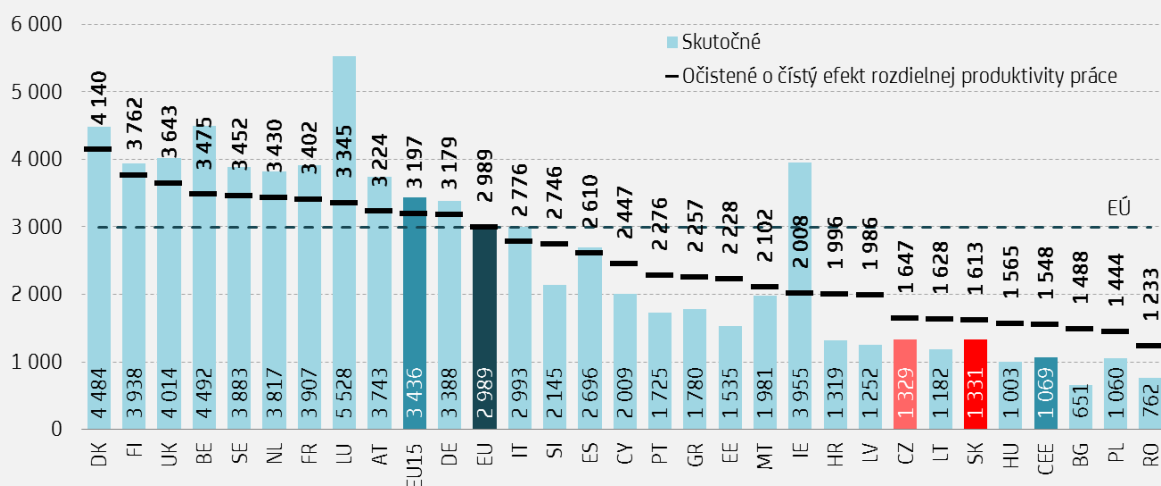
Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov Eurostat a vlastných prepočtov

Posledným krokom za našim cieľom objektívnejšieho porovnania nákladov práce v EÚ tak bude zohľadnenie rozdielného výkonu (produktivity práce), za ktorý zamestnanci dostávajú svoju mzdu. Opäť sme vychádzali z 37 základných odvetví ekonomiky. V každom jednom z nich sme v každej krajine určili pomer medzi nákladmi práce a produktivitou práce (jednotkové náklady práce). Následne sme produktivitu práce v každom odvetví zafixovali na priemere EÚ a spätným prepočtom cez skutočné jednotkové náklady práce sme sa vrátili k upravenej hodnote nákladov práce, ktoré by

teoreticky zodpovedali stavu, ak by produktivita práce v krajine bola totožná s priemerom EÚ. (Samozrejme, opäť sa jedná len o technické cvičenie, ktorého cieľom je kvantifikovať efekt rozdielnej produktivity práce na výslednú cenu práce. Zmenená produktivita práce by v realite pravdepodobne viedla aj k pohybu jednotkových nákladov práce).

Nižšia/vyššia produktivita práce vo viacerých krajinách EÚ vysvetľuje podstatnú časť odchýlky ceny práce od priemeru EÚ. Po očistení nákladov práce o časť, ktorú vysvetľuje rozdielna produktivita práce, sa rozdiel v nákladoch práce medzi krajinami EÚ výrazne zúži a pohybujú sa od 1 820 EUR v Írsku do 3 377 EUR v Slovinsku. Na Slovensku by cena práce vzrástla na 2 419 EUR, v Česku na 2 523 EUR. Rozdiely v produktivite práce majú v sebe implicitne zahrnutú aj rôznu cenovú hladinu, ktorá neovplyvňuje len cenu práce ale aj produktivitu práce. Čistý efekt rôznej produktivity práce (pri rovnakej cenovej hladine) je tak o niečo miernejší. Stále by však relatívne významne redukoval rozdiely medzi krajinami EÚ – cena práce by sa pohybovala od 1 233 EUR v Rumunsku po 4 140 EUR v Dánsku. Na Slovensku by tak očistená cena práce dosahovala 1 613 EUR, v Česku 1 647 EUR (oproti reálnym nákladom práce okolo 1 330 EUR).

Graf 12: Náklady práce očistené o rozdielnu produktivitu práce v krajinách EÚ (čistý efekt, EUR na mesiac, 2016)



Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov Eurostat a vlastných prepočtov

2.4. EÚ NORMOVANÉ NÁKLADY PRÁCE

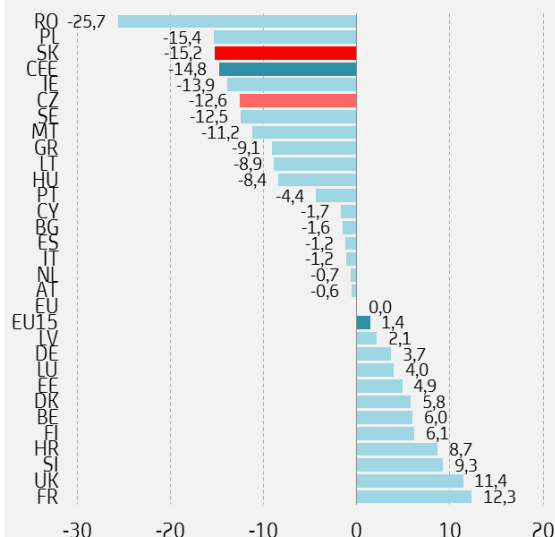
Ani cenová hladina, ani štruktúra ekonomiky, ani produktivita práce samé o sebe nemajú schopnosť vysvetliť celé rozdiely v cene práce medzi krajinami EÚ, každý jeden z nich ich však čiastočne redukuje. Zdá sa pritom, že najväčšiu časť odchýlky vysvetľuje rôzna cenová hladina a rôzna produktivita práce. Štruktúra ekonomiky má zvyčajne len relatívne malý vplyv na priemernú cenu práce.

Očistením o všetky tri vyššie zmienené dôvody sa prepracujeme k „EÚ normovaným“ nákladom práce, t.j. nákladom práce, ktoré by mali byť aspoň teoreticky porovnateľné medzi krajinami EÚ. Samozrejme, kvôli štatistickým nedokonalostiam je aj časť ostávajúceho rozdielu stále možné vysvetliť relatívne objektívnymi faktormi a nižšia cena práce nevyhnutne nemusí znamenať, že je nespravodlivo nízka a naopak. Na cenu práce navyše vplyvajú aj ďalšie faktory, ktoré štatisticky len veľmi ťažko jednoducho popíšeme ako je napríklad legislatívne a daňové prostredie krajiny, kondícia a flexibilita trhu práce, dostupnosť voľnej pracovnej sily, sila zamestnaneckých (odborových) združení, cena práce v blízkom regióne, ale aj veľkostná štruktúra podnikov v ekonomike a ďalšie.

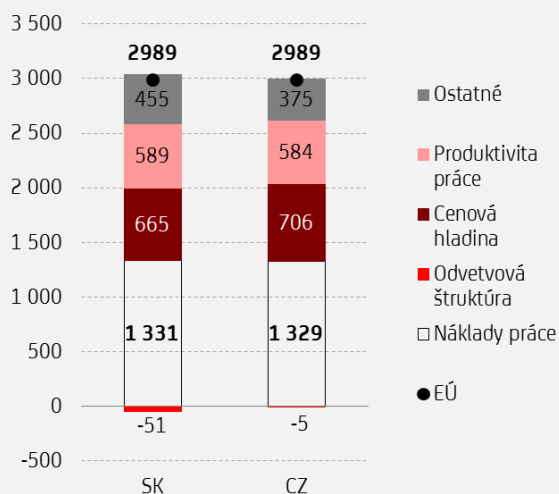
Navonok extrémne rozdiely v cene práce medzi krajinami EÚ, keď sa cena práce v roku 2016 pohybovala od 22% priemeru EÚ (651 EUR v Bulharsku) po 185% priemeru EÚ (5 528 EUR v Luxembursku), sa po očistení na EÚ normované náklady práce výrazne zredukujú. EÚ normované náklady práce sa pohybujú od 74% priemeru EÚ v Rumunsku (2 222 EUR) po 110% priemeru EÚ vo

Veľkej Británii (3 300 EUR) a Francúzsku (3 279 EUR). Vo väčšine krajín pritom odchýlka od priemeru EÚ nepresahuje 15%. EÚ normované náklady práce na Slovensku a v Česku sú v porovnaní s tými skutočnými takmer dvojnásobné – na Slovensku dosahujú 2 534 EUR a sú 15% pod priemerom EÚ, v Česku 2 614 EUR a sú 13% pod priemerom EÚ. Naďalej však platí, že náklady práce v našich krajinách patria aj po očistení k tým nižším v Európe. EÚ normované náklady práce na Slovensku sú po Rumunsku a Poľsku tretie najnižšie v EÚ, v Česku piate najnižšie.

Graf 13: EÚ normované náklady oproti priemeru EÚ (% , 2016)



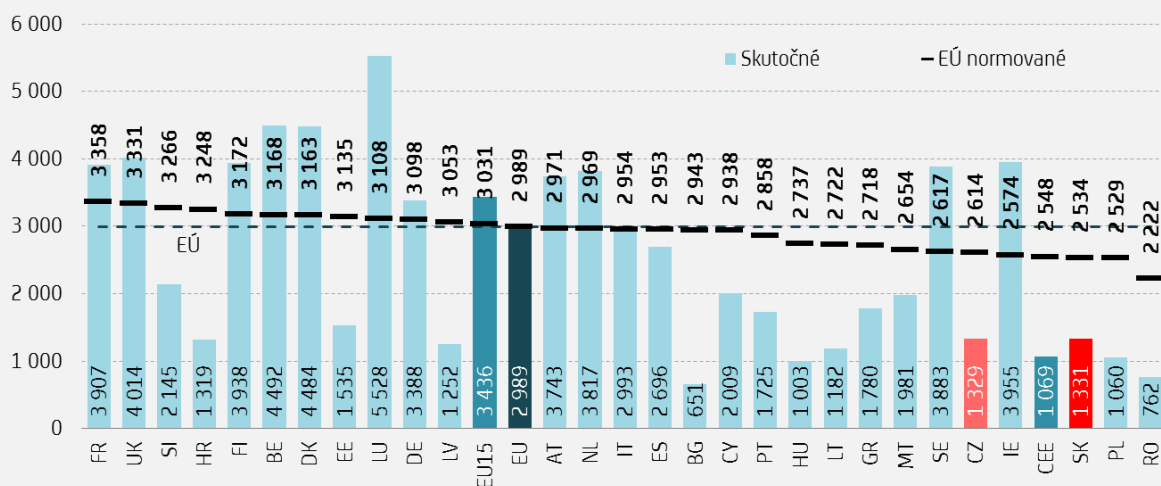
Graf 14: Faktory vysvetľujúce rozdiel oproti priemeru EÚ na SK a v CZ (2016/mesiac, EUR)



Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov Eurostat a vlastných prepočtov

Štruktúra ekonomiky a rozdiely v produktivite práce a cenovej hladine dokážu teda vysvetliť podstatnú časť rozdielov v cene práce medzi krajinami EÚ. Najmenšiu časť odchýlky vysvetľujú v Rumunsku, aj tu však dokážu popísať až 2/3 rozdielu v cene práce oproti priemeru EÚ. Na Slovensku a v Česku pokrývajú približne 3/4 odchýlky. Vo viacerých krajinách sú schopné dokonca popísať viac ako celý rozdiel. A tak, hoci sa cena práce v Rakúsku, Írsku, Holandsku, či Švédsku zdá na prvý pohľad vysoká, EÚ normované náklady práce tu nedosahujú ani priemer EÚ. Naopak, niektoré krajiny regiónu strednej a východnej Európy (Pobaltie, Slovinsko a Chorvátsko) navonok síce vykazujú nízku cenu práce, EÚ normovaná cena práce je tu však vyššia ako je priemer EÚ. V priemere až 60% rozdielu medzi skutočnými a EÚ normovanými nákladmi práce dokáže popísať rozličná produktivita práce. Ďalšiu tretinu vysvetľuje rôzna cenová hladina a ostávajúci 8% pripadá na štruktúru ekonomiky.

Graf 15: EÚ normované náklady práce v krajinách EÚ (EUR na mesiac, 2016)



Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov Eurostat a vlastných prepočtov

Náklady práce aj po očistení o vyššiu cenovú hladinu, produktivitu práce a štruktúru ekonomiky ostávajú v priemere v krajinách pôvodnej EÚ15 nad priemerom EÚ, avšak už len o 1,5%. Naopak, aj napriek tomu, že niektoré ekonomiky regiónu strednej a východnej Európy vykazujú EÚ normované náklady práce nad priemerom EÚ (v Chorvátsku a Slovinsku sú dokonca tretie resp. štvrté najvyššie v EÚ) v priemere sú tu stále o takmer 15% nižšie ako priemer EÚ. Dôvodom je ich nízka úroveň (EÚ normované) vo veľkých ekonomikách regiónu (Rumunsku a Poľsku), ale aj v regióne V4, vrátane Slovenska a Česka.

2.4.1. EÚ NORMOVANÉ NÁKLADY PRÁCE PODĽA ODVETVI

Naše úpravy výrazne zredukujú rozdiely medzi mzdami naprieč krajinami EÚ. Paradoxne však vo vnútri ekonomiky rozdiely medzi mzdami v jednotlivých odvetviach vo väčšine krajín zväčšia. To len potvrdzuje fakt, že mzdy v ekonomike sú naprieč odvetviami prepojené a výška mzdy v jednom odvetví nepriamo vplýva aj na úroveň miezd v inom odvetví, bez ohľadu na produktivitu práce v týchto odvetviach. V realite sa tak potom stáva, že nadpriemerne efektívne odvetvie (podnik) v ekonomike neraz nezohľadňuje vyššiu produktivitu práce v plnom rozsahu aj do ceny práce a naopak málo efektívne odvetvie s nízkou produktivitou práce stráca na konkurencieschopnosti ešte viac, keďže je nútené vyplácať mzdu „nad svoje možnosti“.

Náklady práce sme očisťovali o produktivitu práce len vzhľadom na priemernú produktivitu práce v danom odvetví v EÚ. Rozdiely vyplývajúcej z rozdielnej produktivity práce medzi odvetviami ostali zachované, to znamená, že naše „EÚ normované“ náklady práce stále odzrkadľujú rozdielnú produktivitu práce medzi odvetviami. Vывodzovať závery o výške miezd v odvetví na základe porovnania s iným odvetvím v krajine preto na základe porovnania EÚ normovaných nákladov práce nie je možné. Naše úpravy nám však môžu indikovať, či náklady práce v odvetví sú relatívne nízke alebo vysoké vzhľadom na výšku nákladov práce v odvetví v ostatných krajinách EÚ.

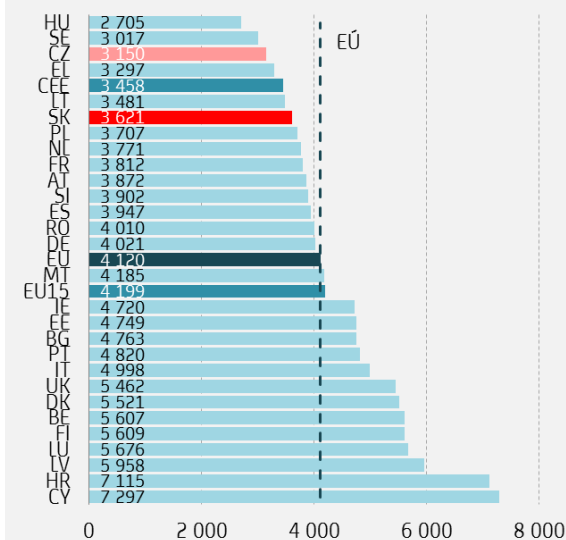
Náklady práce sa v priemere za celú ekonomiku radia k tým nižším v Európe ako na Slovensku, tak aj v Česku a platí to aj pre drvivú väčšinu odvetví v ekonomike, avšak nie automaticky pre všetky. Náklady práce síce nie sú v ani v jednom odvetví slovenskej a českej ekonomiky najvyššie v EÚ, avšak zhodne po 5 odvetví (z 37) na Slovensku aj v Česku vykazujú EÚ normované náklady práce nad priemerom EÚ – ťažba, dodávky vody a spracovanie odpadu a činnosti v oblasti nehnuteľností v oboch krajinách doplnené na Slovensku farmáciou a výrobou strojov, v Česku rafinérskym a textilným/odevným priemyslom. Najvýznamnejšie na Slovensku presahujú náklady práce (EÚ normované) priemer EÚ v odvetví farmácie, až o 79%. Odvetvie, ktoré si na Slovensku v minulých rokoch prešlo zásadnými zmenami vo vlastníckej štruktúre zápasí s problémami klesajúcej produkcie už niekoľko rokov, známky stabilizácie/oživenia sme mohli pozorovať až v minulom roku. Nižšej pridanej hodnote vytvorenej v odvetví sa zamestnanosť v odvetví prispôbila len čiastočne, čo sa prejavilo aj na prudkom poklese produktivity práce, ktorý podniky nedokážu premietnuť do miezd zamestnancov, najmä v prostredí rastúcich mzdových tlakov v ekonomike (prichádzajúcich z ostatných odvetví). Konkurencieschopnosť odvetvia z hľadiska nákladov práce tak v porovnaní s európskou konkurenciou výrazne utrpela a EÚ normované náklady práce tu v roku 2016 boli tretie najvyššie v EÚ (vyššie boli už len na Malte a v Luxembursku).

Na druhej strane, viacero odvetví vykazujú vzhľadom na priemer EÚ výrazne podpriemerné mzdy. V umení, zábave a rekreácii vykazujú Slovensko dokonca najnižšie (EÚ normované) náklady práce v rámci celej EÚ (najmä v dôsledku vysoko nadpriemernej produktivity práce ťahanej predovšetkým stávkovými spoločnosťami). V ďalších 5 odvetviach slovenskej ekonomiky nájdeme nižšie EÚ normované náklady práce len v jednej ďalšej krajine EÚ (poľnohospodárstvo, výroba drevených a papierových výrobkov, výroba z gumy a plastu a ostatných nekovových minerálnych výrobkov (najmä stavebné materiály), stavebníctvo a administratívne a podporné služby). Treba však poznamenať, že najmä v odvetviach priemyslu a poľnohospodárstva môžu čísla produktivity práce i nákladov práce výrazne skresľovať agentúrni zamestnanci. Produktivitu v poľnohospodárstve taktiež skresľujú rôzne výšky subvencií naprieč krajinami EÚ.

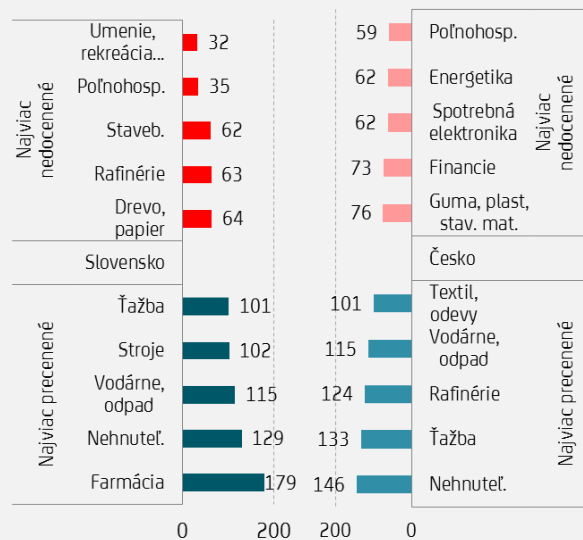
Ťažiskovým odvetvím slovenskej ekonomiky je automobilový priemysel. Náklady práce v odvetví výroby dopravných prostriedkov patria k tým nižším v Európe - EÚ normované náklady práce sú tu v porovnaní s priemerom EÚ nižšie o 12%. Ani zďaleka však nie sú najnižšie v rámci EÚ (6. najnižšie).

Tie nájdeme v Maďarsku, kde sú v porovnaní so Slovenskom až o tretinu nižšie. Medzi TOP3 krajiny s najnižšími nákladmi práce (EU normovanými) v tomto odvetví sa zместili aj Švédsko (o 17% nižšie ako na Slovensku) a Česko (o 13% nižšie). V porovnaní s Nemeckom sú naopak náklady práce (EU normované) v slovenskom auto sektore nižšie o približne 10%.

Graf 16: EU normované náklady práce v automobilovom priemysle (EUR/mesiac, 2016)



Graf 17: Najviac „precenené“ a „nedocenené“ odvetvia (EÚ normované náklady práce, EÚ = 100)



Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov Eurostat a vlastných prepočtov

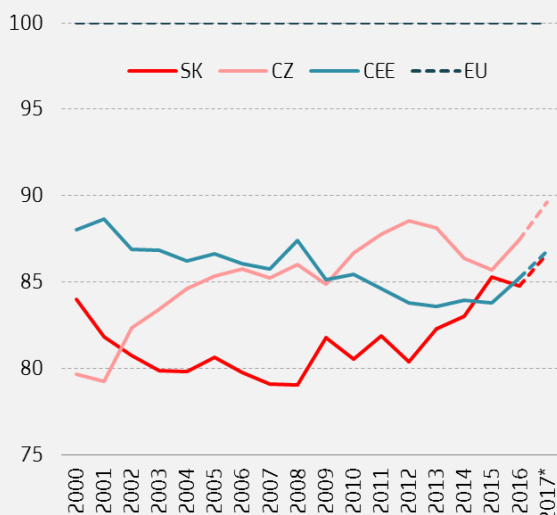
2.4.2. EÚ NORMOVANÉ NÁKLADY PRÁCE V ČASE

Faktory ovplyvňujúce cenu práce nie sú v čase konštantné. A preto ani mzda v čase neostáva nemenná. Citlivosť ceny práce voči rôznym faktorom je rôzna, na ich zmenu často nereaguje okamžite a v plnej miere. Slovensko a Česko patria medzi krajiny EÚ s relatívne nižšími nákladmi práce, a to aj po očistení o rozdielnu cenovú hladinu, produktivitu práce a odvetvovú štruktúru ekonomiky. Ako sa však vyvíjali náklady práce na Slovensku a Česku v čase?

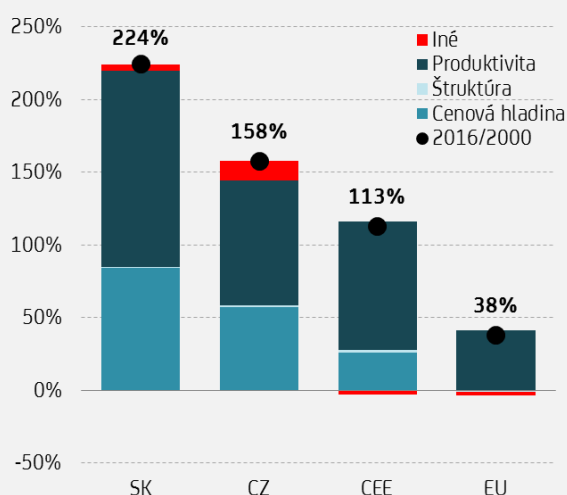
Cena práce sa na Slovensku od roku 2000 zvýšila viac ako 3-násobne, v Česku viac ako 2,5-násobne. V priemere v EÚ pritom narástla „len“ o 38%. Na prvý pohľad by sa tak zdalo, že ako Slovensko, tak aj Česko výrazne stratili zo svojej konkurencieschopnosti v cene práce. Nárast nákladov práce však z veľkej časti išiel ruka v ruke s rastom cenovej hladiny a produktivity práce. S konvergenciou výkonu ekonomík teda konvergovali aj ceny a mzdy. Vyššia cenová hladina navýšila cenu práce na Slovensku oproti roku 2000 až o 60%, v Česku o 42%. V oboch krajinách tak bola zodpovedná za viac ako tretinu celkového nárastu ceny práce. Veľkú časť ostávajúceho nárastu dokáže vysvetliť rastúca produktivita práce, ktorá išla ruka v ruke s modernizáciou ekonomík i vďaka masívnemu prílevu zahraničných investícií, ktorý so sebou priniesol potrebné know-how (a technológie). Len samotná vyššia produktivita práce (očistená o cenovú hladinu a zmenu štruktúry ekonomiky) vytvorila priestor pre navýšenie ceny práce medzi rokmi 2000-2016 na Slovensku o takmer 100%, v Česku o takmer dve tretiny. V oboch krajinách tak vysvetľovala 55-60% celkového zvýšenia ceny práce v danom období. Zmena štruktúry ekonomiky už mala na rast priemerných nákladov práce v ekonomike v oboch krajinách len zanedbateľný vplyv, na Slovensku priemernú cenu práce oproti roku 2000 zvyšovala len o 0,4%, v Česku o 0,8%.

Kým v Česku pozorujeme až na malé výkyvy viac menej dlhodobo stabilný trend pozvoľného zatvárania medzery v EÚ normovanej cene práce oproti priemeru EÚ, na Slovensku môžeme obdobie od roku 2000 rozdeliť na dve polovice – do roku 2008 sa EÚ normovaná cena práce v porovnaní s priemerom EÚ relatívne znižovala, po roku 2008 sa táto medzera začala postupne zatvárať.

Graf 18: EÚ normované náklady práce (EÚ = 100)



Graf 19: Zmena nominálnych nákladov práce oproti roku 2000 a jej dôvody (% , 2016)



Poznámka: *2017 - odhad

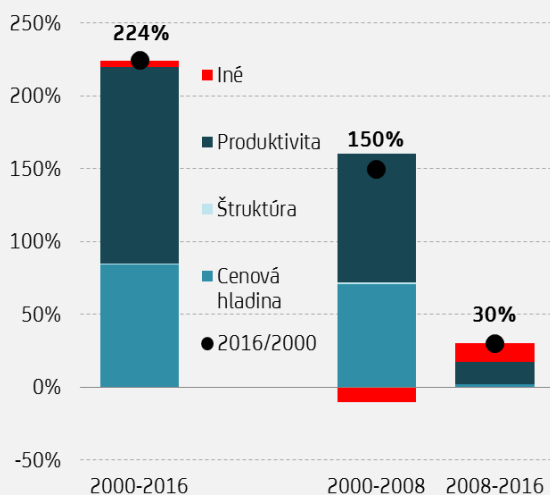
Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov Eurostat a vlastných prepočtov

EÚ normovaná cena práce v Česku zaostávala v roku 2000 za priemerom EÚ o viac ako 20%. Už od roku 2002 sa však medzera začala síce pomaly, ale predsa len kontinuálne zatvárať. Výnimku predstavoval krízový rok 2009, kedy produktivita práce výraznejšie poklesla, avšak v dôsledku tradičnej rigidity miezd smerom nadol sa tento pokles do nákladov práce takmer vôbec nepremietol. Podobný scenár (až na pár výnimiek) zaznamenala i väčšina ostatných krajín EÚ, v kombinácii s oslabením koruny bol však efekt v českej ekonomike predsa len o niečo výraznejší ako v priemere v EÚ, a tak sa EÚ normované náklady práce znížili mierne viac ako v priemere v EÚ. Jednalo sa ale len o dočasnú „krízovú“ odchýlku od dlhodobého trendu. Druhým krátkym obdobím, kedy sa konvergencia nákladov práce v Česku dočasne zastavila bolo obdobie rokov 2013-2015 a pravdepodobne súviselo s oslabením českej koruny, keď jej ČNB bránila posilniť pod hranicu 27 CZK/EUR. Kým náklady práce, vyplácané v českých korunách, sa v eurovom vyjadrení po oslabení koruny automaticky znížili (prepočítali), produktivita práce vyjadrená v eurách v exportne orientovanej ekonomike s vysokým podielom eurových tržieb bola slabšou korunou predsa len zasiahnutá len čiastočne. Priemerné náklady práce vyjadrené v eurách sa tak v roku 2014 oproti roku 2012 znížili o 6,5%, pokles produktivity práce vyjadrenej v eurách bol približne len polovičný (-3,3%). Výraznejší pokles nákladov práce ako produktivity práce tak znižoval aj EÚ normované náklady práce. Tento efekt len čiastočne tlmila nižšia cenová hladina, ktorá poklesla z 70% priemeru EÚ v roku 2012 na 63% v rokoch 2014-2015. Už nasledujúce roky však potvrdili, že pohyb výmenného kurzu má na ekonomiku zvyčajne len krátkodobý efekt. Ekonomika sa postupne adaptuje na nové výmenné relácie. Dovezená inflácia postupne zdvíha naspäť domácu cenovú hladinu, tlačí na nominálny rast miezd v domácej mene a znižuje konkurenčnú výhodu, ktorú so sebou slabšia mena priniesla. Už v roku 2016, t.j. ešte pred opätovným uvoľnením menového režimu, sa EÚ normované náklady práce vrátili na trajektóriu zatvárania medzery voči priemeru EÚ. Dynamický rast nákladov práce navyše podporoval aj napätý trh práce zápasiaci s nedostatkom pracovnej sily, čo tlak na rast miezd len zvýrazňovalo.

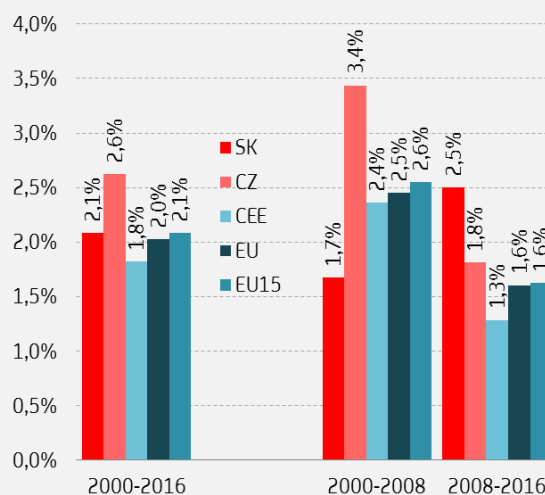
Slovensko otváralo tretie tisícročie s EÚ normovanými nákladmi práce 16% pod priemerom EÚ, t.j. viac ako 5% nad ich úrovňou v susednom Česku. Do nového tisícročia však vstupovalo aj s viacerými štruktúrnymi problémami na trhu práce. Ekonomika vykazovala relatívne vysokú neefektivitu/prezamestnanosť. Nástup novej proreformnej vlády a flexibilnejší zákonník práce viedli aj k zrealneniu zamestnanosti. To sa prejavilo na raste produktivity práce a poklese EÚ normovaných nákladov práce (keďže vyššia produktivita práce sa nepremietla v plnej miere aj do vyšších miezd). Silná korekcia prebiehala najmä do roku 2003, odkedy sa EÚ normované náklady práce na niekoľko rokov stabilizovali na úrovni približne 20% pod priemerom EÚ. Následný prílev zahraničných investícií na trh s vysoko nadpriemernou mierou nezamestnanosti umožňoval držať náklady práce dočasne na nízkych úrovniach. Relatívne dynamický rast produktivity práce, ktorému otvárali priestor aj moderné

technológie prichádzajúce s novými zahraničnými investíciami, sa tak do nákladov práce premietali len v obmedzenej miere. Rast miezd zaostával za rastom produktivity práce, jednotkové náklady práce sa znižovali a rovnakým smerom tak smerovali i EÚ normované náklady práce. Silnejúca koruna a rastúca cenová hladina totiž tento efekt kompenzovali len čiastočne. Svoje minimum dosiahli v roku 2008 21% pod priemerom. Rok 2009 priniesol slovenskej ekonomike hneď dve prelínajúce sa významné udalosti – globálnu krízu a vstup krajiny do eurozóny. Nadhodnotená koruna pri prechode na euro a zdá sa o niečo flexibilnejší trh práce ako vo väčšine ostatných krajín EÚ (zamestnanosť na Slovensku reagovala na krízový pokles produkcie citlivejšie a eliminovala tak výraznú časť poklesu produktivity práce na úkor výraznejšieho nárastu miery nezamestnanosti), tak znamenal skokový nárast EÚ normovaných nákladov práce. Tie v nasledujúcich rokoch výrazne kolísali a len ťažko hľadali novú rovnovážnu hladinu. Zdá sa, že ekonomika sa len pomaly prispôbovala dvojitému šoku z roku 2009. Navyše sa v nej prejavovala dichotómia – dvojrychlostná ekonomika, keď v časti ekonomiky sa pozitívne prejavovali masívne investície pred krízou (najmä v auto sektore), ktoré sa dostávali do svojej produkčnej fázy, prispievali k rastu produktivity práce a otvárali i priestor pre dynamickejší rast nákladov práce, a naopak druhá časť ekonomiky naďalej zápasila s následkami krízového prepadu. Ekonomika sa zároveň prispôbovala novým cenovým reláciami, výrazné nadhodnotenie reálneho efektívneho výmenného kurzu sa postupne zmierňovalo. S reštartom európskej ekonomiky v roku 2013 a silnejúcim cyklickým rastom nakoniec predsa len prevážil smer zatvárania medzery v nákladoch práce voči priemeru EÚ. Spomalenie prílevu investícií (najmä zahraničných) už neumožňovalo pokračovať v dynamickom raste produktivity práce, ekonomický rast sa stal viac náročný na novú pracovnú silu. Na druhej strane, s vyčerpaním zásoby voľnej pracovnej sily na západe krajiny sa postupne zväčšoval tlak na rast miezd, ktoré začali systematicky predbiehať rast produktivity práce. EÚ normované náklady práce začali rásť, pričom najmä od roku 2013 je dynamika ich zvyšovania aj v rámci regiónu CEE vysoko nadpriemerná. Dá sa pritom očakávať, že tlak na rast miezd v budúcich rokoch bude len silnieť a medzera sa bude ďalej zatvárať.

Graf 20: Zmena nominálnych nákladov práce a jej dôvody (Slovensko, %)



Graf 21: Priemerný medziročný nárast EÚ normovaných nákladov práce (%)



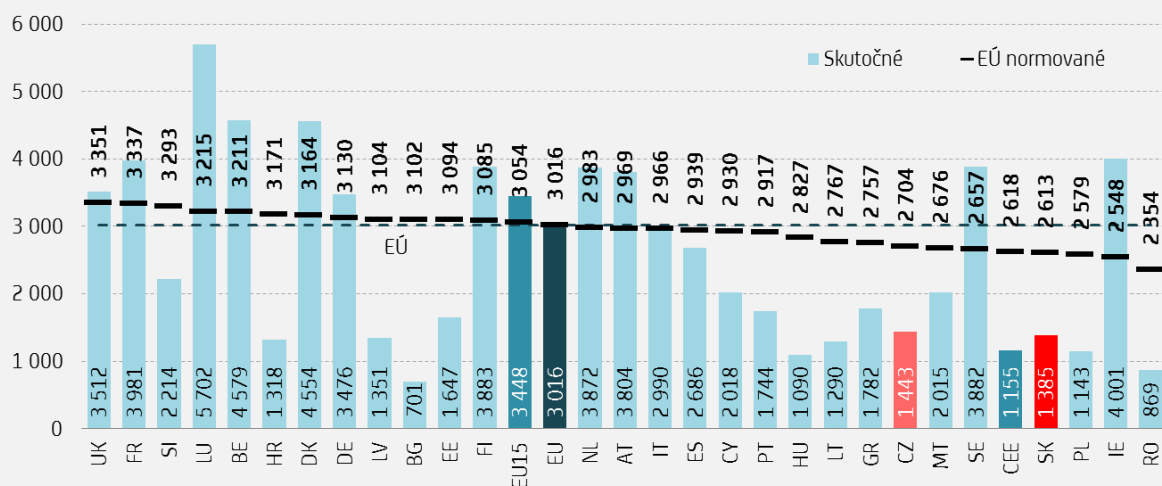
Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov Eurostat a vlastných prepočtov

2.4.3. ODHAD EÚ NORMOVANÝCH NÁKLADOV PRÁCE V ROKU 2017

Potvrdzujú to aj predbežné čísla za rok 2017. K presnému výpočtu EÚ normovaných nákladov práce v roku 2017 nám síce ešte chýbajú detailnejšie dáta za odvetvia ekonomiky EÚ, ktoré Eurostat zverejňuje s väčším oneskorením, podstatnejšie dáta o cenovej hladine, či produktivite a nákladoch práce k dispozícii už máme. Za predpokladu, že odvetvová štruktúra európskych ekonomík sa v porovnaní s predchádzajúcim rokom nezmenila (história hovorí, že zásadnejší posun odvetvovej štruktúry ekonomiky je zvyčajne záležitosťou viacerých rokov až desaťročí, takže sa jedná o relatívne realistický predpoklad), môžeme EÚ normované náklady práce s pomerne vysokou presnosťou

odhadnúť už v súčasnosti. EÚ normované náklady práce v minulom roku pomerne dynamicky rástli vo viacerých krajinách regiónu strednej a východnej Európy. Mzdový rozdiel oproti pôvodnej EÚ15 sa tak ďalej zatváral. Najrýchlejší rast si pripísali dve najchudobnejšie krajiny EÚ – Rumunsko (o 5,9%) a Bulharsko (5,4%). Naopak, EÚ normované náklady práce klesali najrýchlejšie vo Fínsku (-2,8%) a v Chorvátsku (-2,4%), ktoré už v minulých rokoch patrilo medzi krajiny s najvyššími EÚ normovanými nákladmi práce.

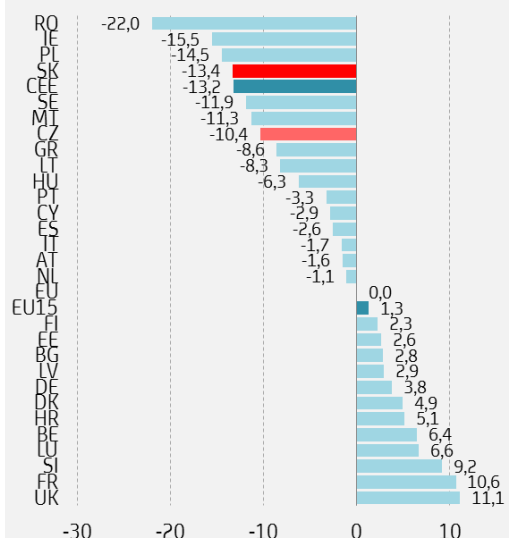
Graf 22: Odhad EÚ normovaných nákladov práce v krajinách EÚ v roku 2017 (EUR na mesiac)



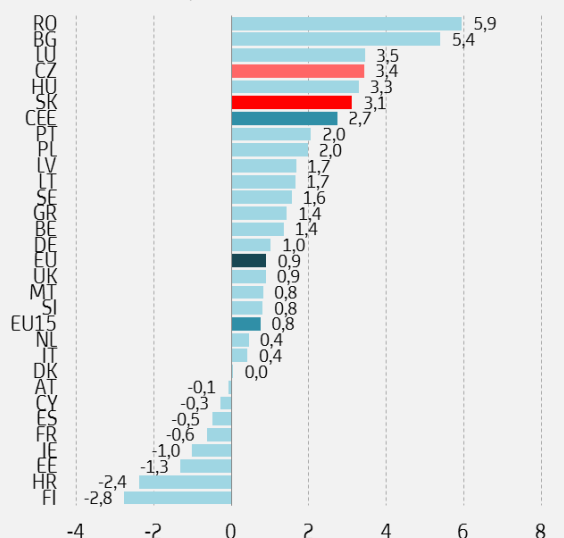
Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov Eurostat a vlastných prepočtov

Slovensko a Česko zaznamenali aj v rámci regiónu EÚ v minulom roku nadpriemerný nárast EÚ normovaných nákladov práce – Slovensko o 3,1%, Česko o 3,4%, zatiaľ čo v priemere v krajinách CEE rástli „len“ o 2,7%. Rozdiel oproti priemeru EÚ sa tak zmiernil v prípade Slovenska na 13,4%, v prípade Česka na 10,4%. V oboch prípadoch môžeme hovoriť o najmenšom rozdieli minimálne od roku 2000.

Graf 23: Odhadované EÚ normované náklady oproti priemeru EÚ v roku 2017 (%)



Graf 24: Odhadovaná medziročná zmena EÚ normovaných nákladov práce (2017, %)



Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov Eurostat a vlastných prepočtov

I napriek tomu, že medziročný rast eurových nákladov práce patril v minulom roku na Slovensku (o 4,1%) v rámci regiónu skôr k tým pomalším (v priemere v regióne CEE vzrástli až o 8,1%), keď miernejší nárast vykázali len dva štáty bývalej Juhoslávie – Slovinsko (o 3,2%) a Chorvátsko (pokles o -0,1%), po očistení o zmenu produktivity práce (a cenovej hladiny) vykázalo Slovensko už aj v rámci regiónu nadpriemerný nárast nákladov práce. Dôvodom bol najmä pomalší rast produktivity práce,

ktorý však bol pravdepodobne z časti technického (dočasného) charakteru a súvisel s novými investíciami v automobilovom priemysle a prednaborom nových zamestnancov. Automobilky začali s naborom pracovníkov do novej výroby už v priebehu roku 2017, aj z dôvodu nevyhnutného zaškolenia nových zamestnancov. V roku 2017 sme tak už mohli pozorovať rast počtu zamestnancov, produkcia sa však spustila až v priebehu roku 2018. To umelo znižovalo rast produktivity práce, nižšia produktivita práce naopak navyšovala EÚ normované náklady práce. V nasledujúcom roku (rokoch) by sme tak mali pozorovať korekciu. Na druhej strane, mzdové tlaky v ekonomike sa zväčšujú, rast miezd naďalej výrazne predbieha rast produktivity práce, a tak skôr ako dočasný korekčný pokles EÚ normovaných nákladov práce budeme pravdepodobne vidieť len ich o niečo pomalší nárast.

2.4.4. EÚ NORMOVANÉ NÁKLADY PRÁCE V REGIÓNOCH

Priemerná cena práce sa nemusí líšiť len medzi krajinami, ale pomerne veľké rozdiely môžeme nájsť neraz aj medzi regiónmi v jednej krajine. V nasledujúcej časti sme sa pozreli na regionálne rozdiely v cene práce okolitých krajínach, t.j. v krajinách V4 (Česko, Maďarsko, Poľsko a Slovensko) a v Rakúsku (V4+1), a to aj napriek všetkým nepresnostiam, ktoré v sebe regionálne štatistiky nesú. V dôsledku dátových obmedzení sme regionálne porovnanie uskutočnili na úrovni NUTS2, t.j. v prípade Slovenska v členení na 4 kraje, Česka na 8 krajov. Údaje pokrývajú len komerčnú časť ekonomiky v roku 2015. Tradičným problémom regionálnych štatistík národných účtov je nejednoznačnosť zaradenia produkcie do jednotlivých regiónov, najmä u podnikov so sídlom (najčastejšie) v hlavnom meste a prevádzkami rozloženými po celej krajine, či podnikov, ktorých činnosť presahuje hranice regiónov (energetické distribučné spoločnosti, maloobchodné reťazce a podobne). Časť zamestnancov je tak formálne vykazovaná v inom regióne ako v skutočnosti pôsobí. Skreslenie pri priemerných nákladoch práce by malo byť aspoň teoreticky menšie ako pri HDP v prepočte na obyvateľa, keďže spolu s nákladmi práce je do nesprávneho regiónu zaradený aj samotný zamestnanec a teda efekt na priemerný náklad práce v regióne prichádza len z rozdielnej výšky priemernej mzdy.

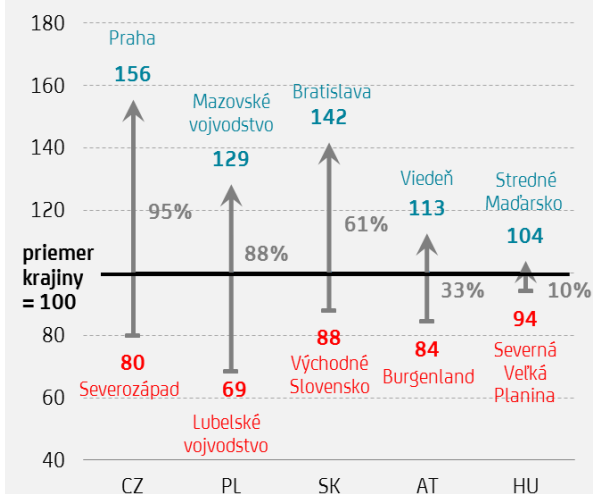
Aj pri regionálnych dátach sme mali ambíciu výpočtu EÚ normovaných nákladov práce. Štatistické obmedzenia nás však prinútili k miernym úpravám. Odvetvovú štruktúru ekonomiky regiónu sme očistili len vzhľadom na 10 hlavných odvetví ekonomiky. Štatistiky cenovej hladiny neumožňujú rozčlenenie do regiónov, a preto sme uvažovali rovnakú cenovú hladinu vo všetkých regiónoch krajiny. Efekt nesprávneho regionálneho zadelenia zamestnancov by mohol byť pri EÚ normovaných nákladoch práce aspoň čiastočne eliminovaný tým, že sa týka oboch strán – pridanej hodnoty i nákladov na zamestnancov.

Hoci sa Slovensko považuje za krajinu s vysoko nadpriemernými regionálnymi rozdielmi, najväčšie disparity vo výške nákladov práce vo vnútri krajiny vykazuje podľa oficiálnych štatistík spomedzi krajín V4+1 susedná Česká republika. Náklady práce v hlavnom meste Praha sú tu takmer dvojnásobné v porovnaní so Severozápadom krajiny (vyššie o 95%). Praha pritom ako jediný región Česka vykazuje priemerné náklady nad priemerom krajiny (56% nad priemerom), v ostatných regiónoch sa pohybujú od 80% priemeru na Severozápade až po 99% priemeru v Stredných Čechách. Slovensko však v regionálnych mzdových disparitách za susedným Českom príliš nezaostáva. I na Slovensku platí, že jediným regiónom s priemernými nákladmi práce nad priemerom krajiny je hlavné mesto. Bratislava vykazuje náklady práce 42% nad priemerom Slovenska. Oproti regiónu s najnižšími nákladmi práce (Východné Slovensko – 88% priemeru Slovenska) sú v Bratislave náklady práce vyššie o 61%.

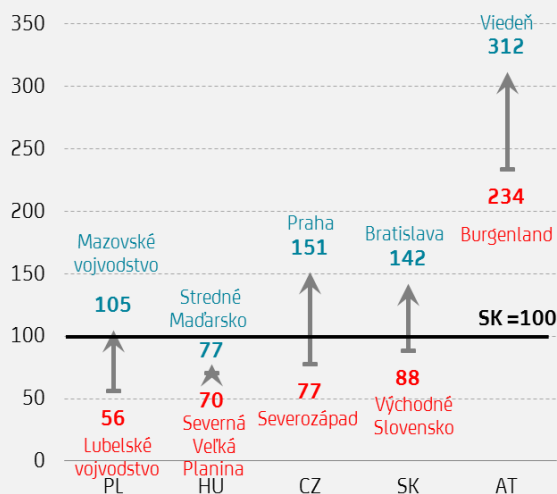
Rozdiely v priemerných nákladoch práce medzi regiónmi v ostatných krajinách V4+Rakúsko sú v porovnaní s bývalým Československom zvyčajne menšie. Aj v ostávajúcích krajinách platí, že najvyššie priemerné náklady práce nájdeme v regióne hlavného mesta – v Poľsku 29%, v Rakúsku 13% a v Maďarsku 4% nad priemerom krajiny. Treba však poznamenať, že Poľsko a najmä Maďarsko majú v členení NUTS2 výrazne širší región hlavného mesta, v prípade Maďarska siaha napríklad až k slovenským hraniciam. Efekt hlavného mesta sa tu teda čiastočne eliminuje. Maďarsko pravdepodobne aj vďaka tomu vykazuje jednoznačne najmenšie regionálne rozdiely v priemerných nákladoch práce, keď tie sú v regióne hlavného mesta v porovnaní s regiónom s najnižšími priemernými nákladmi práce (Severná Veľká Planina - Észak-Alföld pri hraniciach s Rumunskom a Ukrajinou) vyššie len o 10%. Relatívne nízke rozdiely v mzdách medzi regiónmi nájdeme aj v Rakúsku, keď priemerné náklady práce vo Viedni sú „len“ o 33% vyššie ako v regióne Burgenlandu (na hranici

s Maďarskom, tiahnucci sa až k Bratislave), ktorý vykazuje v rámci Rakúska najnižšie náklady práce. Naopak, napriek tomu, že región Varšavy (Mazovské vojvodstvo) nad priemer krajiny až tak nevyčnieva (v porovnaní so Slovenskom, či Českom), rozdiel oproti regiónu s najnižšími nákladmi práce (Lubelské vojvodstvo – s centrom Lublin juhovýchodne od Varšavy) je tu pomerne veľký – a hoci menší ako v Česku, väčší ako na Slovensku, keď dosahuje až 88%.

Graf 25: Regionálne rozdiely v nákladoch práce krajín (2015, priemer krajiny = 100)



Graf 26: Náklady práce v regiónoch okolitých krajín oproti priemeru Slovenska (2015, SK = 100)



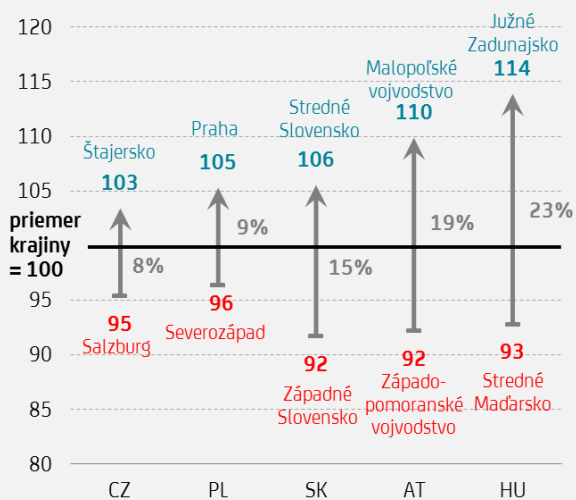
Poznámka: * hodnotu nákladov práce v EUR v Česku v roku 2015 ovplyvňovala umelo oslabovaná česká koruna. Oproti roku 2015 česká koruna spevnela o približne 6%

Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov Eurostat a vlastných prepočtov

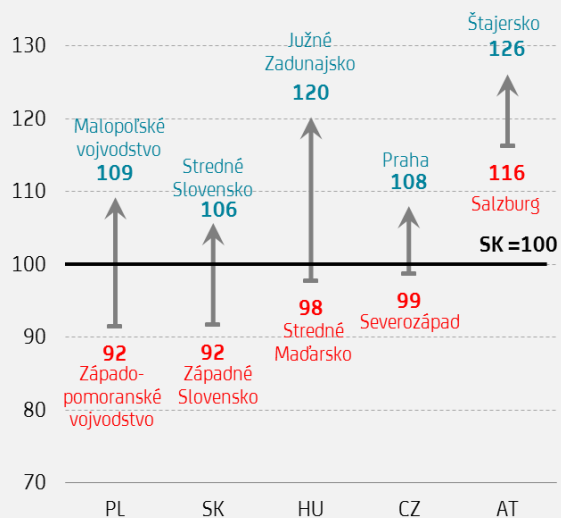
Vo všetkých krajinách s výnimkou Maďarska platí, že významnú časť rozdielov v nákladoch práce medzi regiónmi dokáže vysvetliť rozdielna produktivita práce a štruktúra ekonomiky regiónu. Rozdiely v nákladoch práce sa zredukujú najvýznamnejšie v Česku – z 94% len na 9%. Podobný rozdiel po očistení vykazuje aj Rakúsko (8,5%). O niečo výraznejšie rozdiely, avšak stále výrazne menšie ako v prípade neočistených nákladov práce, nájdeme na Slovensku (15%) a v Poľsku (19%). Dokazuje to, že v krajinách aspoň čiastočne fungujú trhové mechanizmy a cena práce aspoň z časti odzrkadľuje výkon zamestnanca (produktivitu práce). Výnimkou v tomto smere je Maďarsko, kde sa regionálne rozdiely v nákladoch práce po očistení o rozdielnu produktivitu práce a odvetvovú štruktúru ekonomiky zvýraznia. Zatiaľ čo Maďarsko vykazuje jednoznačne najmenšie regionálne rozdiely v nominálnych nákladoch práce, pri EÚ normovaných nákladoch práce je na úplne opačnom konci rebríčka – rozdiely tu vzrastú z 10% na 22%. Zdá sa teda, že viac ako výkon zamestnanca maďarskí zamestnávateľia prihliadajú na iné faktory, medzi nimi napríklad priemerná, či minimálna mzda v krajine. V nákladoch práce tak Maďarsko vykazuje skôr známky riadenej ekonomiky ako trhovej ekonomiky.

Kým nominálne náklady práce sú bez výnimky najvyššie v regióne hlavného mesta, toto pravidlo už neplatí pri očistených EÚ normovaných nákladoch práce. Skôr naopak, najvyššie EÚ normované náklady neraz vykazuje relatívne chudobnejší región, kde sú náklady práce pod priemerom krajiny, avšak v regióne ešte výraznejšie zaostáva produktivita práce. Náklady práce v regióne tak zdvíha „signál“ z okolitých regiónov, či minimálna mzda v krajine. Výnimku v regióne V4+Rakúsko predstavuje Česko, kde aj po očistení vykazuje najvyššie náklady práce hlavné mesto Praha (5% nad priemerom krajiny). Regióny Varšavy a Viedne síce vykazujú aj po očistení mierne nadpriemerné náklady práce, avšak už ani zďaleka nie najvyššie v krajine - v prípade Poľska je to región Malopoľského vojvodstva (región Krakova) 10% nad priemerom krajiny, v prípade Rakúska región Štajerska 3% nad priemerom krajiny. Región Budapešti vykazuje po očistení najnižšie EÚ normované náklady práce v krajine, Bratislava druhé najnižšie (po Západoslovenskom kraji). Najvyššie EÚ normované náklady práce nájdeme v prípade Slovenska v regióne Stredného Slovenska 6% nad priemerom krajiny, v prípade Maďarska región Južného Zadunajska 14% nad priemerom krajiny.

Graf 27: Regionálne rozdiely v EÚ normovaných nákladoch práce (2015, priemer krajiny = 100)



Graf 28: EÚ normované náklady práce v regiónoch okolitých krajín oproti priemeru Slovenska (2015, SK = 100)

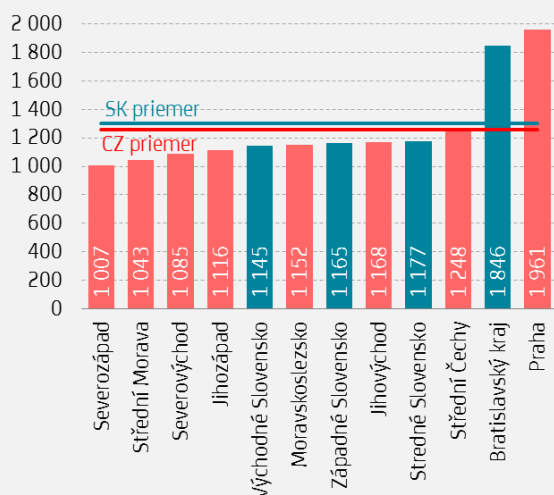


Poznámka: * hodnotu nákladov práce v EUR v Česku v roku 2015 ovplyvňovala umelo oslabovaná česká koruna. Oproti roku 2015 česká koruna spevnela o približne 6%
Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov Eurostat a vlastných prepočtov

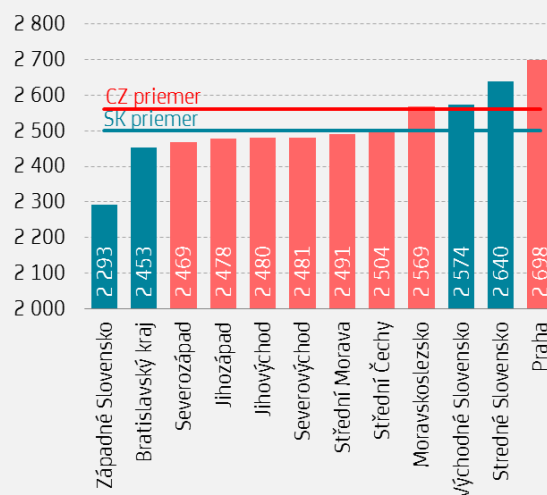
Hoci priemerná mzda na východe a stredne Slovenska dlhodobo zaostáva za západom krajiny, tieto rozdiely majú svoje jadro v relatívne objektívnych faktoroch, najmä nižšej produktivite práce. Zdá sa pritom, že zamestnávateľia na západe krajiny zatiaľ (aj vďaka zásobe pracovnej sily v ostatných regiónoch a všeobecnej úrovni priemernej mzdy v krajine) nemuseli plne premietiť vyššiu produktivitu práce aj do ceny práce. Naopak, vyššia mzda na západe krajiny tlačila menej produktívnych zamestnávateľov na východe a stredne k relatívne vyšším mzdám ako by umožňovala ich produktivita práce, čo ďalej znižuje ich konkurencieschopnosť. Náklady práce v Západoslovenskom kraji sú tak po očistení (EU normované náklady práce) o viac ako 8% nižšie ako priemer Slovenska a v rámci regiónu V4+Rakúska vykazujú nižšie EÚ normované náklady práce len jeden poľský región – Západo-pomoranské vojvodstvo (Štetín). Naopak, EÚ normované náklady práce na strednom a východnom Slovensku sú o 6% resp. 3% vyššie ako priemer Slovenska a sú vyššie ako vo väčšine českých (s výnimkou regiónu Prahy) a poľských (s výnimkou regiónu Krakova) regiónov. S čoraz vypuklejšim problémom nedostatku pracovnej sily v regióne strednej Európy sa tak zdá, že zamestnávateľia v západoslovenskom kraji majú najväčší priestor pre zvyšovanie miezd bez toho, aby tým zásadnejšie utrpela ich „mzdová“ konkurencieschopnosť. Naopak, ak by sa silný rast miezd na západe krajiny pretavil aj do zvýšeného tlaku na mzdy v ostatných regiónoch Slovenska, mohlo by to ešte viac ohroziť ich „mzdovú“ konkurencieschopnosť a budúci ekonomický rast týchto regiónov. Pri zvyšovaní miezd v krajine pri aktuálnom nedostatku pracovnej sily tak bude dôležité, aby rast miezd nebol v rozpore s produktivitou práce. Zmierniť stratu mzdovej konkurencieschopnosti v ekonomicky slabších regiónoch pri zvýšených mzdových tlakoch v ekonomike (prichádzajúcich zo silných regiónov) by mohli aj ciele regionálne daňovo-odvodové úľavy.

Samotné zvyšovanie ceny práce v ekonomike s nedostatkom pracovnej sily (Česko, západ Slovenska) pritom nemusí byť nevyhnutne škodlivé, keďže aspoň teoreticky by mohlo vytláčať málo efektívne odvetvia s nízkou pridanou hodnotou na úkor efektívnejších odvetví s vyššou pridanou hodnotou/produktivitou práce. Tento trend by tak mohol prirodzene viesť k vyššej produktivite práce (v dôsledku zmeny štruktúry ekonomiky), avšak musí ísť aj ruka v ruku so zvyšujúcou sa kvalitou ľudského kapitálu, aby sa nestalo, že nízko kvalifikovaní zamestnanci nebudú atraktívni pre odvetvia s vyššou produktivitou práce a naopak odvetvia s nízkou produktivitou práce budú z trhu vytlačení a takíto nezamestnaní sa stanú štrukturálnym problémom pre nezamestnanosť i ďalší rast ekonomiky. To len zvyrazňuje potrebu kvalitného školstva.

Graf 29: Náklady práce v regiónoch Česka a Slovenska (2015, EUR)



Graf 30: EÚ normované náklady práce v regiónoch Česka a Slovenska (2015, EUR)

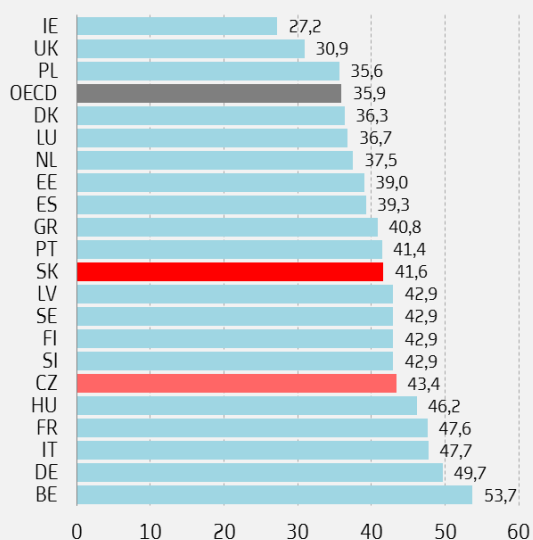


Poznámka: * hodnotu nákladov práce v EUR v Česku v roku 2015 ovplyvňovala umelo oslabovaná česká koruna. Oproti roku 2015 česká koruna spevnela o približne 6%
Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov Eurostat a vlastných prepočtov

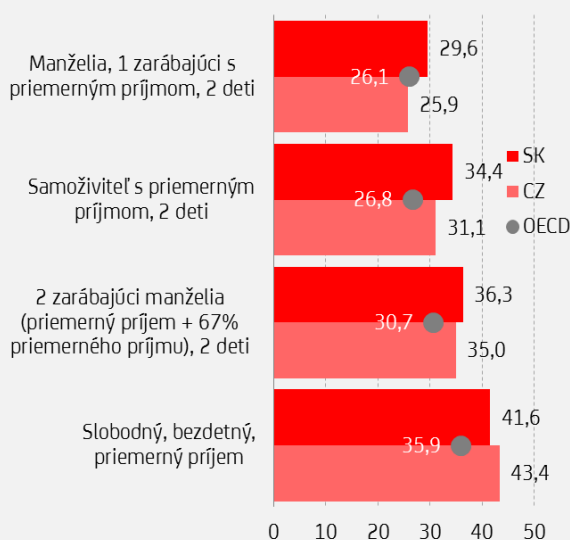
2.5. ZDANENIE PRÁCE

Cena práce, ktorej sme sa vyššie venovali odzrkadľuje celkové náklady, ktoré má zamestnávateľ spojené s vyplatením odmeny za prácu svojim zamestnancom. Zamestnanca však viac zaujíma to aká výplata mu cinkne na účet a tu do hry vstupuje ďalší hráč – štát. Výška zdanenie práce sa naprieč krajinami líši. Každá krajina nastavuje svoje daňové systémy svojim preferenciám, prioritám. V ideálnom svete môže štát správnym daňovým mixom pomáhať motivovať subjekty v ekonomike tak, aby ich správanie bolo pokiaľ možno čo najviac prospešné. Napríklad pre ekonomiku s akútnym nedostatkom pracovnej sily môže dávať zmysel posunúť zdaňovanie smerom od kapitálu k práci. Nižšie zdanenie kapitálu a naopak vyššie zdanenie práce by tak mohlo lákať sofistikovanejšie investície s vyššou pridanou hodnotou s nižšími požiadavkami na množstvo pracovnej sily.

Graf 31: Daňový klin (bezdetný, slobodný zamestnanec s priemernou mzdou, 2017, %)



Graf 32: Daňový klin (2017, %)



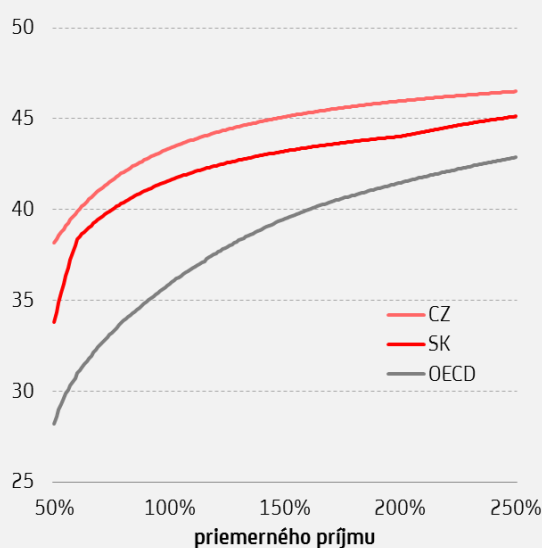
Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov OECD

Intenzita zdaňovania práce však zvyčajne sleduje aj iné, sociálne, ciele. Krajiny rôzne zdaňujú prácu bezdetného slobodného zamestnanca, inak rodiny s deťmi, a inak samoživiteľa s deťmi. Rôzna intenzita zdaňovania sa zvyčajne uplatňuje aj v závislosti od výšky príjmu.

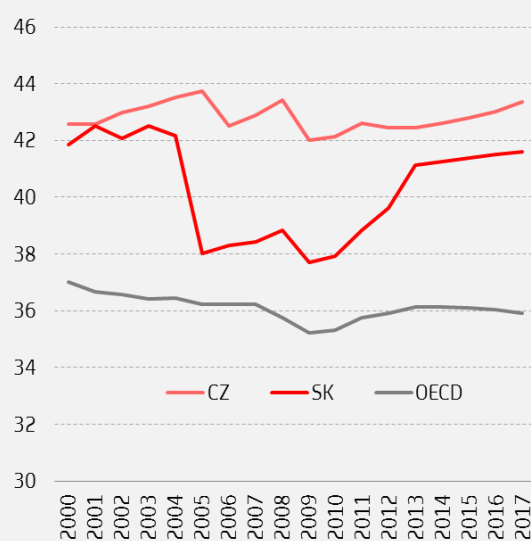
Intenzitu zdanenia práce popisuje tzv. daňový klin, t.j. % z ceny práce, ktoré zamestnanec a zamestnávateľ zaplatia z celkovej ceny práce na dani a odvodoch. Daňový klin na Slovensku aj v Česku je nad priemerom krajín OECD, v Európe však nájdeme viacero krajín, ktoré zdaňujú prácu viac, najmä medzi krajinami západnej Európy. Oproti priemeru OECD Slovensko výrazne viac zdaňuje najmä pracujúcich samoživiteľov (pri priemernom zárobku). Túto sociálne ohrozenú časť populácie niektoré krajiny nezdaňujú vôbec, alebo dokonca je zdanenie ich práce negatívne (napríklad formou daňových bonusov). Odchýlka u ostatných kategórií zamestnancov je v prípade Slovenska oproti priemeru OECD relatívne konštantná. Naopak, v Česku sú nadpriemerne viac zdaňovaní najmä slobodní bezdetní zamestnanci, naopak blízko priemeru OECD sú zdaňované rodiny s jedným žiteľom. Česko aj Slovensko v priemere relatívne viac ako ostatné krajiny OECD pritom pri zdaňovaní práce využívajú odvody ako samotnú daň.

Progresivita zdaňovania príjmov zamestnancov funguje de facto vo všetkých krajinách. Daňový klin sa s narastajúcim príjmom zamestnanca zvyčajne zvyšuje. Kým slobodný bezdetný zamestnanec s mzdou na úrovni polovice priemeru ekonomiky odvedie na dani a odvodoch v priemere v krajinách OECD 28% z celkovej ceny práce, rovnaký zamestnanec s priemernou mzdou už 36% a zamestnanec so mzdou na úrovni dvojnásobku priemeru ekonomiky až 41%. Progresivitu zdanenia práce vykazujú aj daňové systémy Slovenska a Česka. V porovnaní s priemerom OECD je však miernejšia, keď obe krajiny viac ako priemer OECD zdaňujú najmä nízkopríjmových zamestnancov a zamestnancov s príjmom blízko priemeru. S narastajúcim príjmom sa rozdiel v daňovom kline oproti priemeru OECD znižuje.

Graf 33: Daňový klin a príjem (bezdetný, slobodný zamestnanec, 2017)



Graf 34: Daňový klin v čase (bezdetný, slobodný zamestnanec, 2000-17)



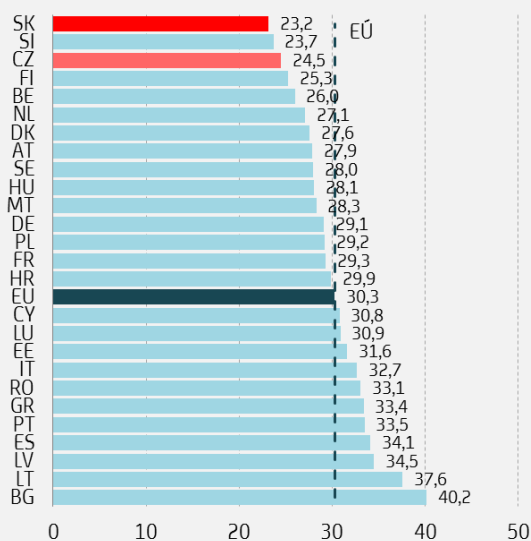
Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov OECD

Daňový klin v Česku je relatívne stabilný, hoci v posledných rokoch vykazuje nepatrne narastajúci trend. Pri bezdetnom slobodnom zamestnancovi s priemernou mzdou sa pohybuje na úrovni okolo 42-43%. Slovensko v posledných desaťročiach zaznamenalo niekoľko podstatných zmien v zdaňovaní práce. Daňová reforma z roku 2004, ktorá zavádzala okrem iného aj rovnú daň (v dôsledku odpočítateľnej položky však v systéme ostávala stále aj progresivita), sa daňový klin bezdetného slobodného zamestnanca s priemernou mzdou znížil z úrovni okolo 42% na približne 38%. Postupné úpravy však po roku 2010 opäť začali daňový klin zdvíhať. V súčasnosti sa už vrátil na úrovne blízko 42%.

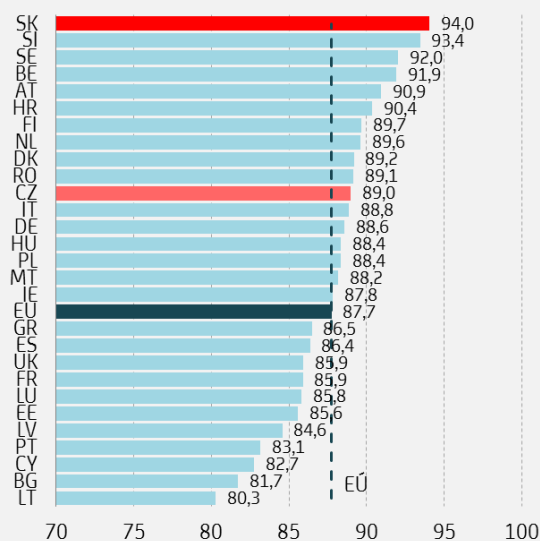
2.6. PRÍJMOVÁ NEROVNOSŤ

Napriek tomu, že Slovensko oproti priemeru OECD menej daňovo zvýhodňuje nízkopríjmových zamestnancov, na distribúcií čistých príjmov sa to zásadnejšie neprejavuje. Príjmové rozdiely na Slovensku totiž patria k najmenším v rámci EÚ. Populárny Giniho koeficient je dokonca najnižší spomedzi všetkých krajín EÚ. Nízke príjmové disparity potvrdzujú aj ďalšie ukazovatele - rozdiel medzi priemerným a mediánovým príjmom je rovnako najmenší spomedzi všetkých krajín EÚ, pomer medzi najvyšším a najnižším príjmovým kvintilom patrí medzi najmenšie v EÚ (štvrtý najnižší po Slovinsku, Česku a Fínsku). Relatívne rovnomernú distribúciu príjmov nájdeme aj v susednej Českej republike. I napriek tomu, že produktivita práce sa naprieč odvetviami ekonomiky líši, trh s pracovnou silou má tendenciu tieto rozdiely čiastočne vyrovnávať. Treba však poznamenať, že aj rozptyl produktivity práce medzi jednotlivými odvetviami je v oboch krajinách v rámci EÚ skôr podpriemerný, čo následne umožňuje aj zmierniť rozdiely v príjmovej distribúcii.

Graf 35: Giniho koeficient (2017)



Graf 36: Podiel mediánového a priemerného čistého príjmu (2016, priemerný príjem = 100)



Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov Eurostat a vlastných prepočtov

3. PRODUKTIVITA PRÁCE

Kľúčovým faktorom, ktorý ovplyvňuje výšku mzdy je produktivita práce. Bez jej zvyšovania je prakticky vylúčené, aby sa mzda na Slovensku vyrovnala napríklad tej v Rakúsku alebo Nemecku. Pridaná hodnota, ktorú v priemere v súčasnosti vytvorí zamestnanec na Slovensku, nie je nižšia len ako ako produktivita práce v Nemecku a Rakúsku, ale je dokonca o takmer štvrtinu nižšia ako náklady práce v Nemecku a takmer o tretinu nižšia ako náklady práce v Rakúsku. Mzda na úrovni priemeru Nemecka, či Rakúska tak jednoducho nedáva ekonomický zmysel. Rozdiel v produktivite práce vysvetľuje podstatnú časť mzdových rozdielov v európskych krajinách. V nasledujúcej časti sme sa preto bližšie pozreli práve na produktivitu práce v krajinách EÚ, jej vývoj, závislosť od veľkosti podniku, či porovnanie produktivity práce v podnikoch s domácim a zahraničným kapitálom. Doplníme tak základný obrázok, o aktuálnych rozdieloch v produktivite práce, ktorý sme už načrtli v časti 2.3. Produktivita práce.

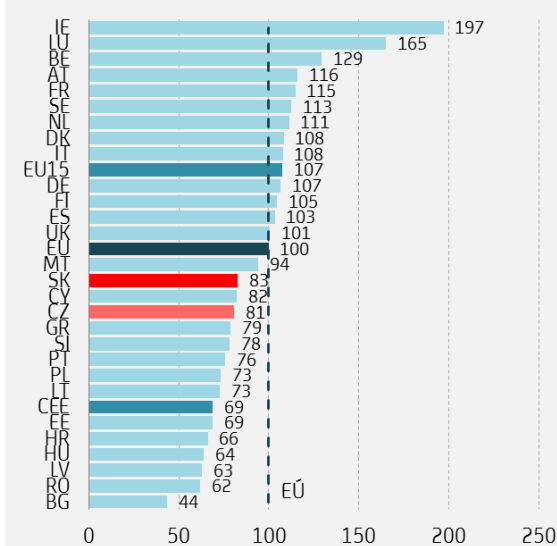
3.1. EÚ NORMOVANÁ PRODUKTIVITA PRÁCE

Produktivita práce sa naprieč krajinami EÚ pomerne značne líši a v roku 2016 sa pohybovala od 21% priemeru EÚ v Bulharsku až po 217% priemeru EÚ v Írsku. V dolnej časti rebríčka nájdeme takmer výlučne krajiny regiónu strednej a východnej Európy, ktoré v priemere dosahujú produktivitu práce len na úrovni 40% priemeru EÚ. Produktivitu práce vyššiu ako niektorá z krajín pôvodnej EÚ15 v rámci regiónu CEE vykazuje zatiaľ len Slovensko (ktoré už preskočilo Portugalsko). Produktivita práce na

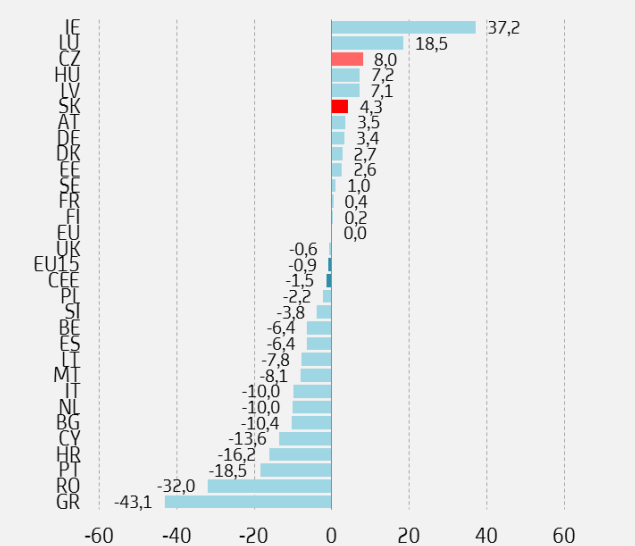
Slovensku a v Česku patří k nejvyšším v regionu (druhá a třetí pozice za Slovinskom), avšak stále dosahují jen 55% resp. 53% průměru EU.

Podobně jako průměrnou cenu práce v ekonomice, aj průměrnou produktivitu práce v ekonomice ovlivňuje odvetvová struktúra ekonomiky, či cenová hladina. Po očistení o cenovou hladinu by se zredukovali aj rozdíly v produktivitě práce mezi krajinami EU a zúžili by sa na pásmo od 44% průměru EU v Bulharsku po 197% průměru v Írsku. Slovensko a Česko by sa vyšvihli na 83% resp. 81% průměru EU, pričom by už vykazovali najvyššiu produktivitu práce v rámci regiónu CEE a predstihli by aj dve krajiny pôvodnej EÚ15 (Portugalsko a Grécko). Obom krajinám pomáha zvyšovať produktivitu práce štruktúra ich ekonomiky, na Slovensku ju navyšuje približne o 4%, v Česku o 8% (oproti scenáru, ak by bola štruktúra ekonomiky rovnaká ako v priemere v EU a produktivita práce v jednotlivých odvetviach by sa nezmenila). Výraznejší pozitívny efekt štruktúry ekonomiky na výšku produktivity práce ako Česko vykazuje v rámci EU už len Luxembursko a Írsko (čísla Írska však často skresľuje daňová optimalizácia nadnárodných spoločností), ako na Slovensku ešte aj Lotyšsko a Maďarsko. Naopak, najväčší negatívny efekt na priemernú výšku produktivity práce v krajine má štruktúra ekonomiky v Grécku, kde ju znižuje až o 43%. Číslo Grécka však skresľuje extrémne vysoká produktivita práce v jednom odvetví – v činnostiach súvisiacich s nehnuteľnosťami. Pri minimálnej zamestnanosti (0,2% gréckej zamestnanosti) toto odvetvie podľa oficiálnych čísel generuje 18% pridanej hodnoty krajiny a je jednoznačne najväčším (z hľadiska pridanej hodnoty) odvetvím gréckej ekonomiky. Podobne, hoci v menšej miere, je táto dátová nedokonalosť viditeľná aj v niektorých ďalších krajinách ako Rumunsko, Chorvátsko, Taliansko, či Belgicko. V realite sa dá predpokladať, že negatívny efekt odvetvovej štruktúry ekonomiky na priemernú pridanú hodnotu v krajine je predsa len miernejší.

Graf 37: Produktivita práce v PKS produktivitu (2016, EU = 100)



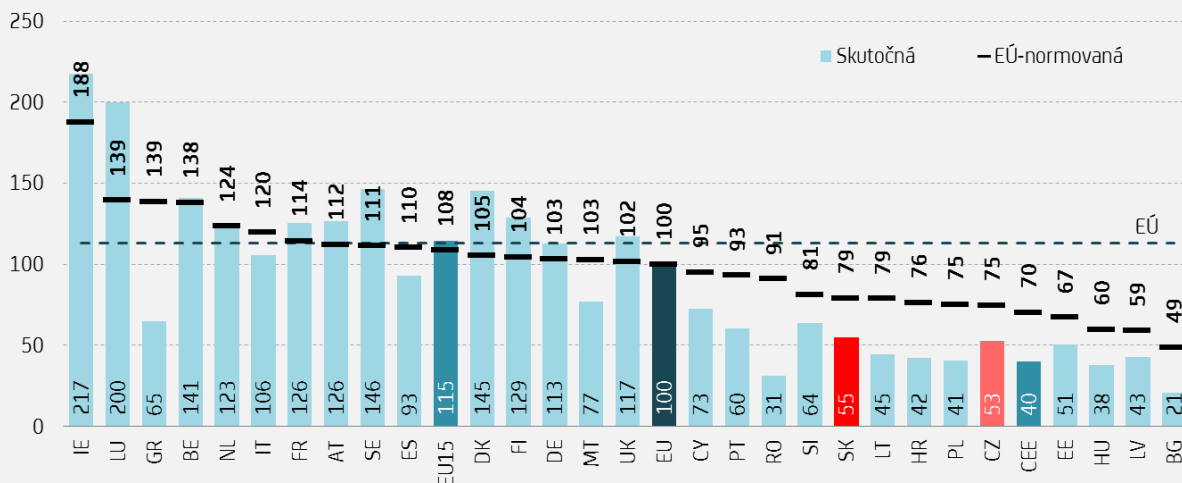
Graf 38: Efekt štruktúry ekonomiky na prácu* (% , 2016)



Poznámka: * produktivita práce oproti produktivite práce pri štruktúre zamestnanosti rovnakej ako priemer EU a nezmenenej produktivite práce v jednotlivých odvetviach ekonomiky
Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov Eurostat a vlastných prepočtov

Po očistení o cenovú hladinu aj štruktúru ekonomiky sa produktivita práce (EU normovaná produktivita práce) v krajinách EU hýbe v pásme od 49% v Bulharsku po 188% v Írsku. Naďalej však platí, že krajiny regiónu CEE zaostávajú za pôvodnými krajinami EÚ15. V priemere dosahujú len 70% průměru EU, pričom sú zoradené na konci rebríčka a žiadna krajina zatiaľ nepredstihla krajinu pôvodnej EÚ15. Po očistení o cenovú hladinu i odvetvovú štruktúru ekonomiku pritom vykazuje najvyššiu produktivitu práce v rámci regiónu Rumunsko (91% průměru EU), pred Slovinskom (81%) a Slovenskom (79%). Česko je len mierne nad průměrom regiónu CEE na 75% průměru EU, keď nižšiu očistenú produktivitu práce v EU vykazujú už len Estónsko, Maďarsko, Lotyšsko a Bulharsko. Dáta za rok 2016 však v Česku stále skresľovala umelo podhodnotená česká koruna.

Graf 39: Produktivita práce a EÚ normovaná produktivita práce v krajinách EÚ (2016, EU = 100)

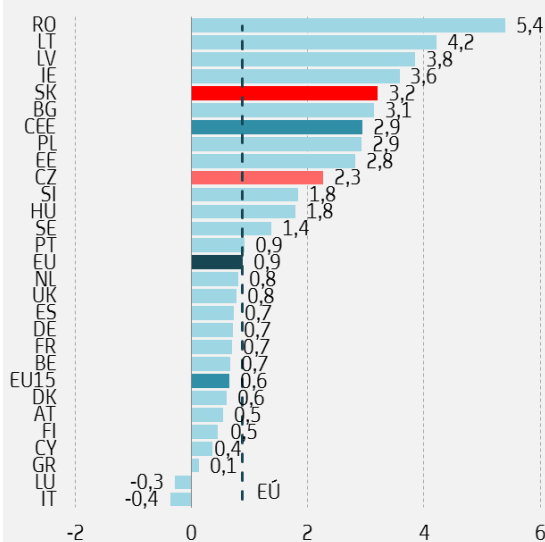


Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov Eurostat a vlastných prepočtov

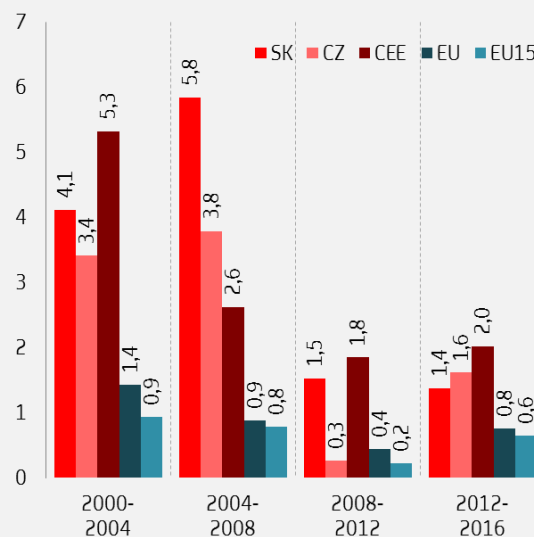
3.2. VÝVOJ PRODUKTIVITY PRÁCE OD ROKU 2000

Medzera v produktivite práce medzi starou (EÚ15) a novou (CEE) EÚ sa pomaly, ale isto zatvára. V posledných dekádach pozorujeme výrazne rýchlejší rast produktivity práce v krajinách regiónu strednej a východnej Európy ako tomu je v pôvodnej EÚ15. Produktivita práce sa v regióne CEE od roku 2000 zvyšovala v stálych cenách v priemere o 2,9% ročne, v krajinách pôvodnej EÚ15 to bolo len 0,6% ročne. Dynamika jej rastu v regióne CEE tak bolo 4,5-krát rýchlejšia ako v EÚ15 a produktivita práce sa tu zvýšila z 23% priemeru EÚ v roku 2000 na 40% v roku 2016, resp. EÚ normovaná produktivita z 57% priemeru EÚ v roku 2000 na 70% v roku 2016.

Graf 40: Priemerný rast produktivity práce (ročne, 2000-2016, stále ceny)



Graf 41: Priemerný rast produktivity práce (ročne, stále ceny)



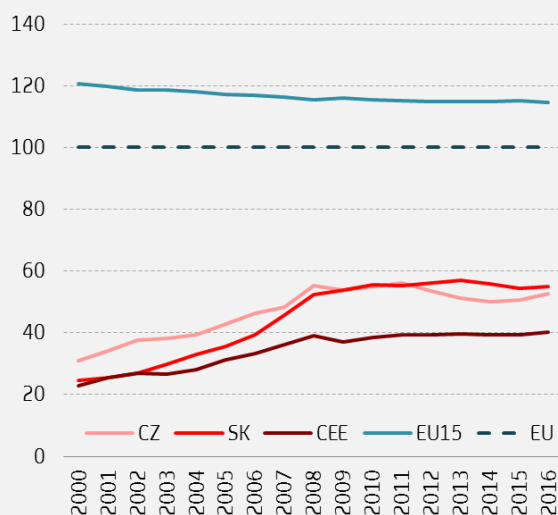
Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov Eurostat a vlastných prepočtov

Paradoxne, najrýchlejší rast produktivity zaznamenali krajiny regiónu CEE ešte pred vstupom do EÚ v rokoch 2000-2004 - o 5,3% ročne (v stálych cenách), pričom k priemeru EÚ sa v tomto období priblížili o 5 pb. – z 23% priemeru EÚ v roku 2000 na 28% v roku 2004. Ešte o niečo výraznejšie sa v tomto období k priemeru EÚ posunula EÚ normovaná produktivita práce, ktorá vzrástla z 57% priemeru EÚ v roku 2000 na 63% v roku 2004, t.j. o 6 pb. Relatívne silný rast zaznamenali krajiny regiónu v tomto období pravdepodobne aj vďaka nízkej úrovni produktivity s viacerými štrukturálnymi

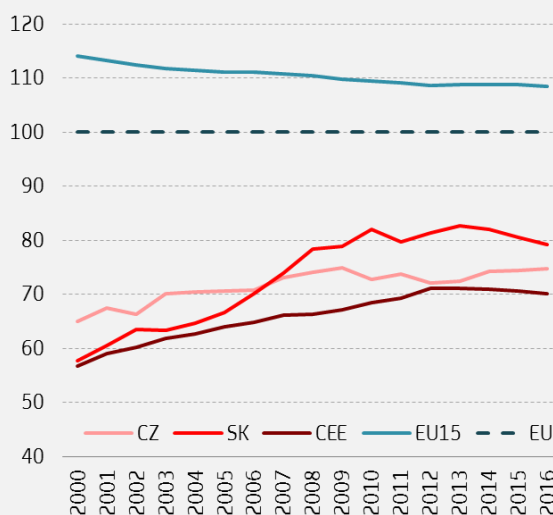
problémami ako napríklad prezamestnanosť, ktorých odstránenie vytváralo priestor pre pomerne „jednoduchý“ rast produktivity práce. Ten bol navyše podporený úsilím krajín regiónu úspešne zaviesť asociačný proces do EÚ. To ich motivovalo uskutočňovať nevyhnutné, hoci neraz i krátkodobu bolestivé, reformy. Tie následne lákali do regiónu okrem iného i zahraničný kapitál, ktorý so sebou prinášal potrebné know-how a modernizoval ekonomiky regiónu, čo sa prejavilo aj na raste produktivity práce.

Pozitívne efekty reforiem z prelomu tisícročí, vstupu do EÚ i relatívne masívneho prílevu zahraničného kapitálu doznievali ešte aj v prvých rokoch po vstupe krajín regiónu do EÚ. V období rokov 2004-2008 rástla produktivita práce v regióne o 2,6% ročne (v stálych cenách). A hoci sa dynamika jej rastu spomalila, konvergencia sa práve v tomto období zrýchlila. Produktivita práce sa medzi rokmi 2004-2008 posunula k priemeru EÚ až o 11 pb., z 28% v roku 2004 na 39% v roku 2008. Väčšiu rolu už však v nominálnej konvergencii hrala cenová konvergencia a zmena štruktúry ekonomiky. Až polovica rastu totiž zabezpečil práve posun ekonomík regiónu smerom k produktívnejším odvetviám. Konvergencia v EÚ normovanej produktivite práce (očistenej o zmeny štruktúry ekonomiky a cenovej hladiny) sa tak už predsa len spomalila a medzi rokmi 2004 a 2008 sa zvýšila o už „len“ o necelé 4 pb. z 63% priemeru EÚ na 66% priemeru EÚ.

Graf 42: Produktivita práce v rokoch 2000-2016 (EÚ = 100)



Graf 43: EÚ normovaná produktivita práce v rokoch 2000-2016 (EÚ = 100)



Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov Eurostat a vlastných prepočtov

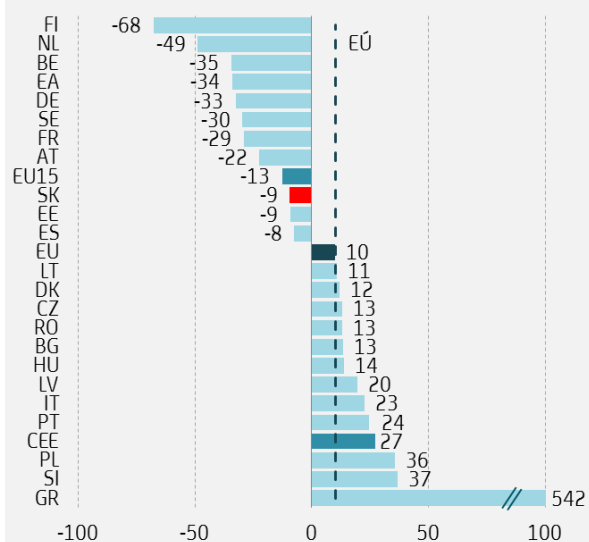
S nástupom krízy v roku 2008 sa spomalil aj rast produktivity práce v regióne CEE, v stálych cenách sa v období rokov 2008 až 2012 zvyšovala v priemere už „len“ o 1,8%. Krajiny CEE síce dokázali vyrovnáť krízový pokles z roku 2009 už v priebehu nasledujúcich dvoch rokov, výraznejšie narásť sa im už však nepodarilo. Na rozdiel od predchádzajúcich rokov im už nepomáhali ani zmeny v odvetvovej štruktúre ich ekonomík. Ich vplyv na rast produktivity práce v regióne bol už zanedbateľný (menej ako 2% rastu). Naopak, rast produktivity práce vo vnútri sektorov sa v porovnaní s obdobím rokov 2004-2008 mierne zrýchlil. Dôvodom mohol byť väčší dôraz na úsporu nákladov v čase po kríze, vrátane tých mzdových, čo sa prejavilo v čase zotavovania ekonomického rastu v opatrnejšom najímaní novej pracovnej sily a silnejšom raste produktivity práce vo vnútri sektorov v rokoch 2010-2012. Ešte výraznejšie spomalenie reálneho rastu produktivity práce v období krízových rokov 2008-2012 však zaznamenali krajiny pôvodnej EÚ-15, a tak reálna konvergencia produktivity práce (EÚ normovanej) v regióne smerom k priemeru EÚ pokračovala aj v období rokov 2008-2012, dokonca sa v porovnaní s predchádzajúcim obdobím ešte nepatrne zrýchlila. EÚ normovaná produktivita práce sa priblížila k priemeru EÚ takmer o 5 pb., z 66% v roku 2008 na 71% v roku 2012. Nominálnu konvergenciu však spomaľovala divergencia v cenovej hladine, najmä z titulu oslabenia domácich mien v čase krízy. Tá sa v priemere v regióne CEE medzi rokmi 2008-2012 znížila z 64% priemeru EÚ na 58% priemeru EÚ. Výnimkou v regióne (kde cenová hladina neklesala) boli len krajiny, ktoré už boli členmi eurozóny (Slovinsko, Slovensko), alebo mali kurz domácej meny fixne

naviazaný na euro (Bulharsko). Nominálna produktivita práce sa tak medzi rokmi 2008 a 2012 k priemeru EÚ priblížila len zanedbateľne (o 0,2 pb.) a ostala tak na úrovni 39% priemeru EÚ.

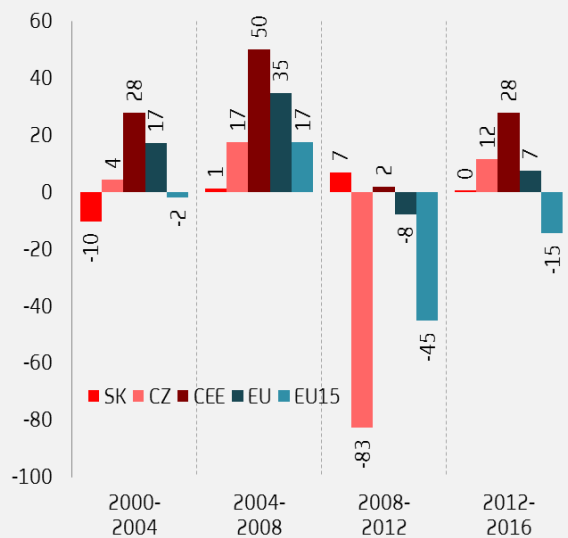
Fáza zotavovania po roku 2013 už zastavila i reálnu konvergenciu produktivity práce v regióne CEE smerom k priemeru EÚ. Reálny rast pridanej hodnoty v krajinách CEE sa síce zrýchlil z 0,5% ročne v rokoch 2008-2012 na 2,8% ročne v rokoch 2012-2016, stále však zaostával za dynamikami rastu spreď roku 2008, kedy sa pohyboval na úrovniach okolo 4-5% ročne. Ekonomický rast sa navyše v porovnaní s minulosťou stal viac náročný na pracovnú silu. Rast produktivity práce v stálych cenách sa teda zrýchlil len mierne z 1,8% ročne v rokoch 2008-2012 na 2,0% ročne v rokoch 2012-2016. A keďže obnovenie rastu ekonomiky i produktivity práce sme videli aj v krajinách pôvodnej EÚ15, nominálna produktivita práce v regióne CEE sa k priemeru EÚ priblížila len nepatrne – o 1 pp z 39% v roku 2012 na 40% v roku 2016. Reálna konvergencia sa zastavila úplne. EÚ normovaná produktivita práce sa od priemeru EÚ dokonca mierne vzdialila – o 1 pb. z 71% v roku 2012 na 70% v roku 2016. Rastu produktivity práce síce už opäť pomáhala zmena štruktúry ekonomiky (zodpovedná za približne štvrtinu rastu produktivity práce v stálych cenách), avšak rast produktivity práce vo vnútri odvetví sa spomalil. Predpokladáme, že dôvodov, ktoré viedli k zastaveniu konvergenie v produktivite práce v regióne CEE v posledných rokoch, je viacero. Od prirodzeného vyčerpania „jednoduché konvergenie“ cez poľavenie v reformnom úsilí po vstupe do EÚ až po nižšie investície v krízových rokoch. Ekonomiky CEE v minulej dekáde ťažili z relatívne masívneho prílevu zahraničného kapitálu, ktorý prinášal potrebné know-how a pomáhal ich modernizovať. Navyše nové podniky často postavené na zelenej lúke vytláčali z trhu neefektívnych hráčov (alebo ich nútili prispôbiť sa) a pomáhali tak znižovať štrukturálne problémy akými bola napríklad prezamestnanosť v štátom riadených podnikoch. Kríza v roku 2008 však prílev nového kapitálu výrazne spomalila. Zároveň rast z vyššej úrovne vytváral už menší priestor pre „jednoduché“ dobiehanie.

Veľmi podobný vývoj produktivity práce, až na pár lokálnych špecifik, ako celý región CEE vykazovali v posledných necelých dvoch dekádach aj Slovensko a Česko. Podobne ako v ostatných krajinách CEE, aj tu ģro konvergenie produktivity práce smerom k priemeru EÚ prebehlo do roku 2008. Na rozdiel od väčšiny ostatných krajín regiónu však Slovensku ani Česku zásadnejším spôsobom nepomáhala zmena odvetvovej štruktúry ekonomiky. Kým v priemere v krajinách CEE bola zodpovedná za viac ako štvrtinu rastu produktivity práce v stálych cenách od roku 2000, v Česku len za približne osminu a na Slovensku dokonca zmena štruktúry ekonomiky rast produktivity práce mierne brzdila (najmä v rokoch 2000-2004, po roku 2004 už mierne pomáhala, avšak len zanedbateľne a približne 98% rastu produktivity práce v období 2004-2016 bolo v dôsledku jej rastu vo vnútri odvetví).

Graf 44: Príspevok zmeny odvetvovej štruktúry ekonomiky k rastu produktivity práce (2000-2016, % prírastku v stálych cenách)



Graf 45: Príspevok zmeny odvetvovej štruktúry ekonomiky k rastu produktivity práce (% prírastku v stálych cenách)



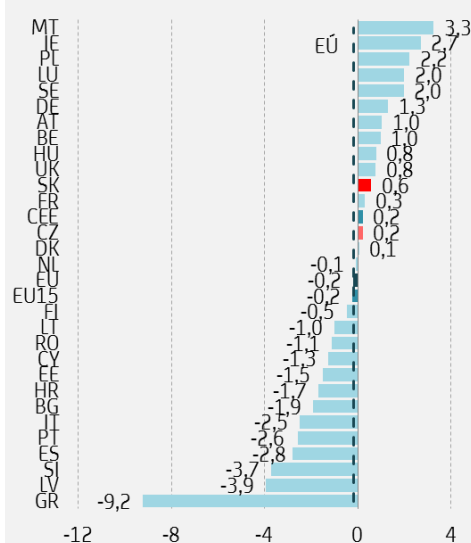
Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov Eurostat a vlastných prepočtov

Vývoj v úvode tisícročia na Slovensku bol oproti priemeru CEE mierne oneskorený, keď sa krajina musela ešte vyrovnáť s obdobím „vlastnej cesty“ z deväťdesiatych rokov. Najsilnejší rast i konvergenciu zaznamenalo Slovensko v rokoch 2004-2008, pričom pozitívne efekty ešte čiastočne doznievali aj v rokoch 2008-2012. Podobne ako v prípade väčšiny ostatných krajín regiónu CEE, aj Slovensko zaznamenáva v posledných rokoch už skôr reálnu divergenciu v produktivite práce (EÚ normovanej), dokonca o niečo rýchlejšiu ako priemer CEE. Jednou z mála výnimiek v regióne, kde produktivita práce (EÚ normovaná) po roku 2012 dobiehala priemer EÚ je Česko. Aj tu sa však dá polemizovať o tom, do akej miery sa jedná len o korekciu poklesu z obdobia krízy (2008-2012), kedy sa na rozdiel od ostatných krajín CEE produktivita práce (EÚ normovaná) od priemeru EÚ vzdalovala. Oproti roku 2008 tak ostala EÚ normovaná produktivita práce voči priemeru EÚ takmer na nezmenenej úrovni, a to ako v Česku (+0,6 pb), tak aj na Slovensku (+0,8 pb).

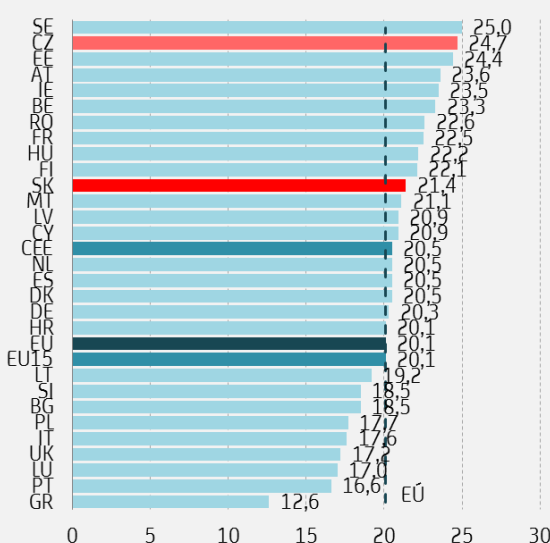
3.2.1. FIXNÉ INVESTÍCIE A ICH KVALITA

Zdá sa, že relatívne silný rast nákladov práce v regióne CEE v posledných rokoch z väčšej časti len využíva medzeru (oproti produktivite práce), ktorá vznikla v minulosti (v minulej dekáde). Súčasný pomalší rast produktivity práce totiž už priestor pre konvergenciu v nákladoch práce výrazne zužuje. Vyčerpávanie dostupnej pracovnej sily však bude pravdepodobne aj v najbližších rokoch tlačiť na dynamický rast miezd v regióne, čo viaceré krajiny postaví pred ťažký rébus ako zabezpečiť ekonomický rast menej závislý na pracovnej sile a zároveň si udržať už etablované zahraničné investície aj napriek vyšším mzdovým nákladom. Jednou z ciest sú vyššie investície do znalostnej ekonomiky postavenej na inováciách, ktoré by otvorili priestor pre rýchlejší rast produktivity práce (a miezd). Kvalita investícií tak zrejme bude v nasledujúcich rokoch rovnako dôležitá (ak nie viac) ako ich objem.

Graf 46: Fixné investície (CAGR 2007-2017, %, stále ceny)



Graf 47: Fixné investície – miera investícií (% HDP, 2017)

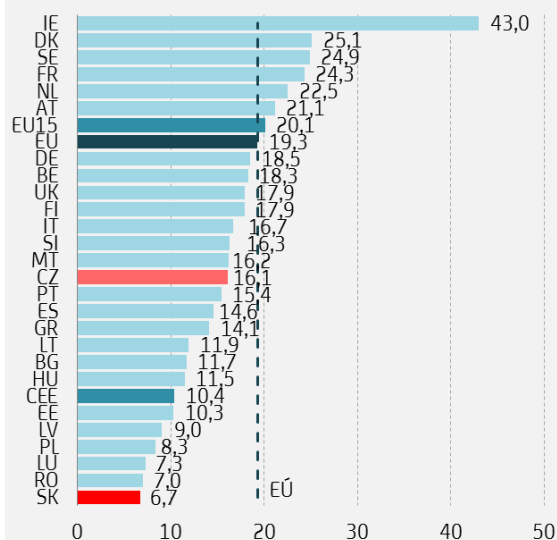


Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov Eurostat a vlastných prepočtov

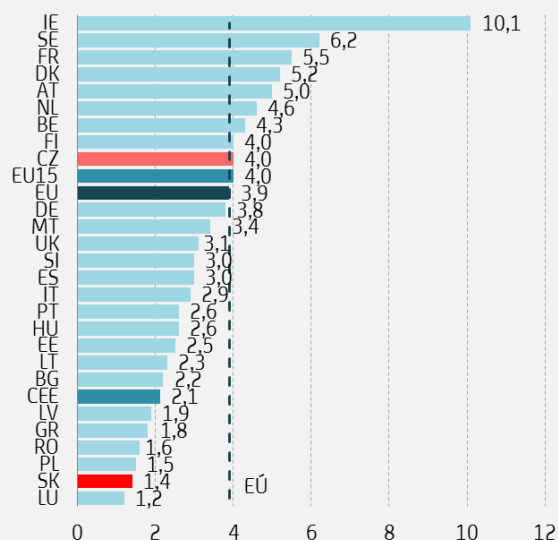
Investičná aktivita sa v krajinách EÚ po kríze v roku 2008 prirodzene prepadla. Neistota i nevyužitie kapacity viedli k prehodnocovaniu investícií naprieč sektormi a krajinami EÚ. Tvorba hrubého fixného kapitálu sa medzi rokmi 2008 a 2010 v priemere v krajinách EÚ prepadla o 12%. Výraznejší pokles pritom zaznamenali krajiny regiónu CEE (o -18%), ktoré patrili k investičným lídrom pred krízou, a niektoré krajiny juhu Európy ako Grécko, či Španielsko, ktoré kríza zasiahla zvlášť citeľne. Slovensko a Česko patrili v rámci regiónu CEE medzi krajiny s relatívne miernejším poklesom investičnej aktivity počas krízových rokov, na Slovensku poklesla o -13%, v Česku dokonca len o -9%. Po roku 2010 sa investície v Európe začali naspäť zotavovať, avšak do roku 2017 sa v priemere len priblížili k úrovniam pred krízou. Za poslednú dekádu medzi rokmi 2007 a 2017 fixné investície v EÚ v priemere klesali o -0,2% ročne, v priemere v krajinách CEE len nepatrne rástli o 0,2% ročne. Na Slovensku fixné investície za posledných desať rokov v priemere ročne vzrástli o 0,6%, v Česku o 0,2%.

Aj napriek nominálne nepatrne vyšším investíciám v regióne CEE (vrátane Slovenska a Česka) ako v roku 2007 je vzhľadom na dynamický ekonomický rast v posledných rokoch miera investícií (fixné investície k HDP) v súčasnosti preda len nižšia ako pred desiatimi rokmi. Miera investícií bola na Slovensku v roku 2017 v porovnaní s rokom 2007 nižšia až o 5,4 pp, v Česku o 4,8 pp. Región V4 pritom zaznamenal v rámci CEE jednoznačne najmiernejší pokles miery investícií oproti roku 2007. Najmiernejší pokles vykázalo Maďarsko (len 1,4pp), Poľsko zaznamenalo rovnaký pokles ako Česko. V rámci EÚ však s výnimkou Maďarska i tieto krajiny vykazovali nadpriemerné poklesy investičnej aktivity, keď v priemere v krajinách EÚ sa miera investícií znížila „len“ o 2,5 pp na 20,1% HDP. Miera investícií bola pritom v porovnaní s rokom 2007 vyššia len v štyroch krajinách EÚ – v Nemecku, Belgicku, Rakúsku a Švédsku.

Graf 48: Fixné investície do intelektuálneho vlastníctva (% fixných investícií, 2017)*



Graf 49: Fixné investície do intelektuálneho vlastníctva (% HDP, 2017)*



Poznámka: *CEE a EU priemer bez Chorvátska, RO za rok 2016
Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov Eurostat a vlastných prepočtov

Napriek v porovnaní s predkrízovým obdobím nižšou mierou investícií patria Slovensko ale najmä Česko stále medzi najviac investujúce ekonomiky EÚ. Miera investícií v Česku dosahovala v roku 2017 až 24,7% HDP a bola po Švédsku druhá najvyššia v rámci celej EÚ. Aj Slovensko vykázalo v rámci EÚ stále mierne nadpriemernú mieru investícií na úrovni 21,4% HDP. Investičná náročnosť rôznych odvetví a výrobných je však rozličná. Len porovnanie miery investícií tak môže byť zavádzajúce. Dôležitá pre budúci rast ekonomiky a najmä produktivity práce je nielen samotná úroveň investícií v ekonomike, ale aj ich kvalita. A práve tu sa črtá veľký problém pre slovenskú ekonomiku. V kvalite investícií Slovensko zaostáva nielen za priemerom EÚ, ale aj za svojou regionálnou konkurenciou. Štruktúra investícií v krajine totiž v poslednom období len potvrdzuje nálepku slovenskej ekonomiky ako montážnej dielne. Väčšina investícií smeruje do budov, či strojového vybavenia, ekonomike chýbajú inovácie. Kvalitnejšie (a náročnejšie) investície do intelektuálneho vlastníctva, ktoré by v budúcnosti mohli priniesť aj vyšší ekonomický rast a rast produktivity práce, výrazne zaostávajú. V roku 2017 tvorili len 6,7% všetkých fixných investícií na Slovensku, čo bol najnižší podiel spomedzi všetkých krajín EÚ. Je pravda, že Slovensko vykazuje vyššiu celkovú mieru investícií ako niektoré iné krajiny EÚ, ale ani v porovnaní investícií do intelektuálneho vlastníctva k veľkosti ekonomiky Slovensko nežiari – ich výška vyjadrená k HDP dosahuje len 1,4%, čo je po Luxembursku (kde podiel k HDP skresľuje vysoký podiel investične menej náročných finančných služieb na ekonomike, ktoré nafukujú aj luxemburské HDP) druhá najnižšia hodnota spomedzi 26 krajín EÚ, pre ktoré je k dispozícii tento údaj. Smutnou správou pritom je, že kým vo väčšine krajín EÚ i regiónu CEE sa v poslednej dekáde objem investícií do intelektuálneho vlastníctva zvyšoval (v priemere v stálych cenách o 2,4% ročne) a ich podiel na celkových investíciách i HDP narastal, na Slovensku sa vydali opačným smerom. Slovensko sa zaradilo medzi štyri krajiny EÚ, kde sa investície do intelektuálneho vlastníctva v posledných desiatich rokoch nezvyšovali. Naopak, klesli v priemere o 2,0% ročne. Výraznejší pokles zaznamenalo len Grécko (-3,9%) a Fínsko (-2,5%). O niečo priaznivejší je pohľad na investície do intelektuálneho vlastníctva v susednom Česku - ich podiel na celkových investíciách je

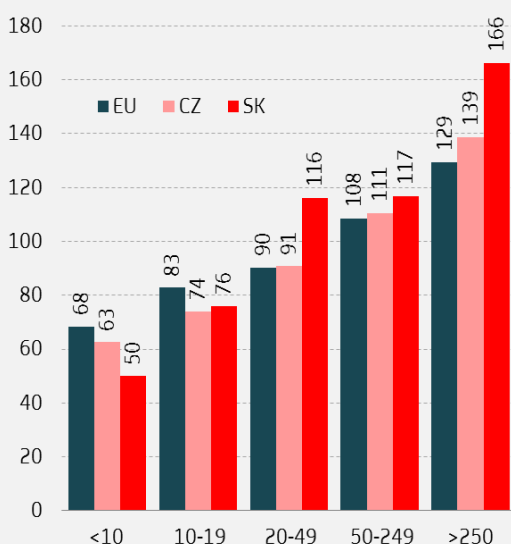
síce v rámci EÚ podpriemerný, vo vyjadrení k HDP je už Česko jemne nad priemerom EÚ, a predovšetkým, za posledných 10 rokov sa tu tento druh investícií medziročne zvyšoval o 3,0% ročne (v stálych cenách), t.j. mierne rýchlejšie ako priemer EÚ (2,4%).

3.3. PRODUKTIVITA PRÁCE A VEĽKOSŤ PODNIKU

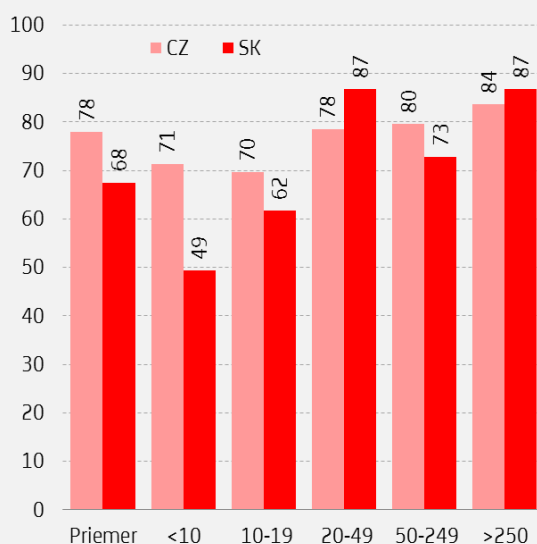
Ekonomika je súčtom subjektov v nej pôsobiacich. A platí to aj pre produktivitu práce, ktorá sa naprieč subjektmi v ekonomike môže aj pomerne značne líšiť. Abstrahujúc od odvetvia, v ktorom ekonomický subjekt pôsobí, má na výšku produktivity práce vplyv aj veľkosť podniku. Čím väčší je podnik, tým lepšie vie využiť výnosy z rozsahu, efektívnejšie prerozdeliť činnosti, čo by aspoň teoreticky malo viesť i k vyššej produktivite práce. Výhodou menších podnikov môže byť naopak jednoduchšia organizačná štruktúra, nezaťažaná zložitými vnútornými procesmi, čo im pomáha byť flexibilnejšími a neraz aj inovatívnejšími.

Priamu úmeru medzi produktivitou práce a veľkosťou podniku potvrdzujú aj tvrdé čísla. Kvôli dátovým obmedzeniam sme porovnávali ekonomiky v roku 2015 a len v jej časti opomínajúc finančný a verejný sektor, ale i sektory domácnosti a poľnohospodárstva. Údaje pochádzajú z podnikového prieskumu, u ktorého používajú štatistické úrady rôzne metódy získavania informácií a nie sú plne porovnateľné so štatistikou národných účtov (ktorú sme používali v predchádzajúcich častiach). Pre naše účely porovnania produktivity práce podľa veľkosti podnikov sa však dajú považovať za postačujúce. Takmer vo všetkých európskych krajinách platí, že s rastúcou veľkosťou podniku (meranou počtom zamestnancov) rastie aj produktivita práce. V priemere v EÚ dosahuje produktivita práce malých podnikov s menej ako 10 zamestnancami len 68% priemeru európskej ekonomiky. Pri podnikoch s 10 až 19 zamestnancami narastie produktivita práce na 83% priemeru, pri podnikoch s 20 až 49 zamestnancami na 90% priemeru. Podniky s viac ako 50 zamestnancami už vykazujú v priemere produktivitu práce vyššiu ako je priemer európskej ekonomiky, s menej ako 250 zamestnancami o 8%, s viac ako 250 zamestnancami o 29%. Podobný vzťah platí aj u slovenských a českých firiem. Najmä v prípade Slovenska je ale vplyv veľkosti podniku na produktivitu práce viditeľnejší ako v priemere v EÚ.

Graf 50: Produktivita práce (ekonomika* = 100, PKS, 2015)



Graf 51: Produktivita práce (EÚ = 100, PKS, 2015)*



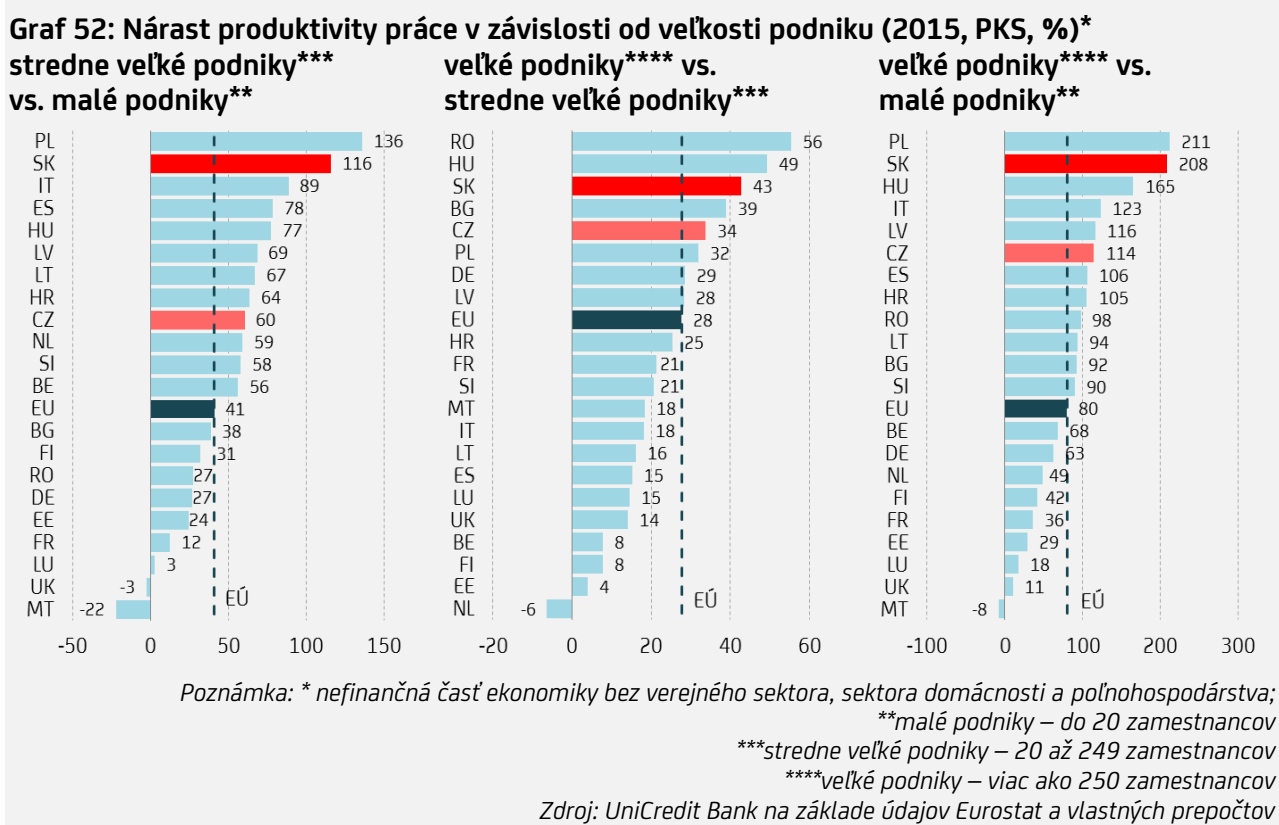
*Poznámka: * nefinančná časť ekonomiky bez verejného sektora, sektora domácnosti a poľnohospodárstva
Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov Eurostat a vlastných prepočtov*

Na rozdiel od priemeru EÚ sa v prípade Slovenska produktivita práce v priemere preklápa nad priemer ekonomiky už pri stredne veľkých podnikoch od 20 do 49 zamestnancov. Pri slovenských firmách môžeme takisto pozorovať akési zlomy medzi malými (do 20 zamestnancov) a stredne veľkými podnikmi (20 až 49 zamestnancov), ale aj stredne veľkými (50 až 249 zamestnancov) a veľkými podnikmi (nad 250 zamestnancov). Produktivita práce medzi malými podnikmi do 20 zamestnancov

a stredne veľkými podnikmi (20-249) sa viac ako zdvojnásobí (narastie v priemere o 116%). Väčší rozdiel vykazuje v rámci EÚ už len susedné Poľsko (136%). V Česku narastie produktivita práce medzi rovnakými veľkostnými kategóriami v priemere o 60%, v priemere v EÚ o 41%. V rámci EÚ dokonca nájdeme aj dve výnimky potvrdzujúce pravidlo, kde malé podniky vykazujú vyššiu produktivitu práce ako stredne veľké podniky – Maltu a Veľkú Britániu. V rámci dvoch veľkostných kategórií stredne veľkých podnikov (do 50 a nad 50 zamestnancov) je pritom produktivita práce na Slovensku takmer identická, v priemere v EÚ rastie o takmer 20%.

Podobne, nárast produktivity práce (o 43%) medzi stredne veľkými podnikmi (50-249 zamestnancov) a veľkými podnikmi (nad 250 zamestnancov) patrí k najväčším v EÚ, keď výraznejšie zvýšenie medzi týmito dvomi veľkostnými kategóriami podnikov nájdeme len v Rumunsku (56%) a Maďarsku (49%). V Česku je to o 34%, v priemere v EÚ o 28% a opäť v rámci EÚ nájdeme aj výnimku potvrdzujúcu pravidlo, kde je produktivita práce u veľkých podnikov nižšia ako v prípade stredne veľkých podnikov – Holandsko.

Rozdiel v produktivite práce medzi malými (do 20 zamestnancov) a veľkými podnikmi (nad 250 zamestnancov) je tak na Slovensku priam priepastný. Produktivita práce u veľkých podnikov je až dvakrát vyššia ako u tých malých (o 208%). Nepatrne väčší rozdiel v EÚ nájdeme už len v Poľsku (o 211%). V priemere v EÚ je produktivita práce u veľkých podnikoch vyššia oproti malým podnikom v priemere len o 80%, v Česku o 114%.



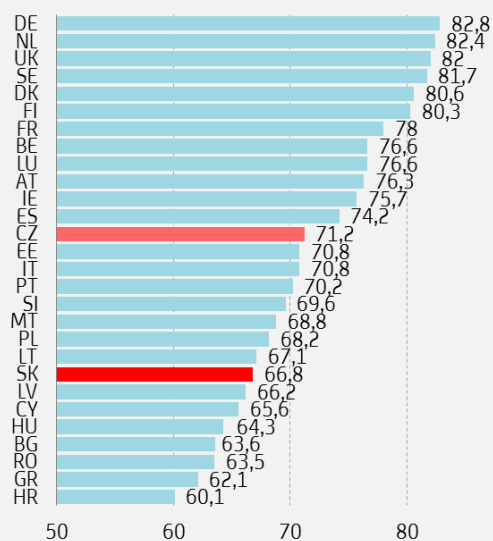
Veľké rozdiely v produktivite práce medzi malými a veľkými firmami v ekonomike môžu znamenať pomerne významný problém pre životaschopnosť malých firiem. Veľké spoločnosti často vysielajú signál o úrovni mzdových nákladov v ekonomike, ktorému sa malé podniky, najmä na trhu s nedostatkom ponuky voľnej pracovnej sily, musia prispôbiť. Ich produktivita práce je však neraz natoľko nízka, že takáto výška mzdy môže byť pre nich likvidačná. Bohužiaľ, rozdelenie nákladov práce podľa veľkostných kategórií nemáme zo zdrojov Eurostatu k dispozícii, a tak neviem ani túto hypotézu potvrdiť, t.j. hypotézu, že malé podniky naozaj vykazujú vzhľadom na produktivitu práce, nadpriemerne vysoké mzdy.

Zdá sa teda, že Slovensko zaostáva v produktivite práce za priemerom EÚ najmä u malých podnikov často vlastnených najmä domácim kapitálom. Produktivita práce očistená o cenovú hladinu u veľmi malých podnikov do 10 zamestnancov na Slovensku nedosahuje ani polovicu priemeru EÚ v tejto veľkostnej kategórii podnikov. Naopak, produktivita práce u veľkých podnikov nad 250 zamestnancov

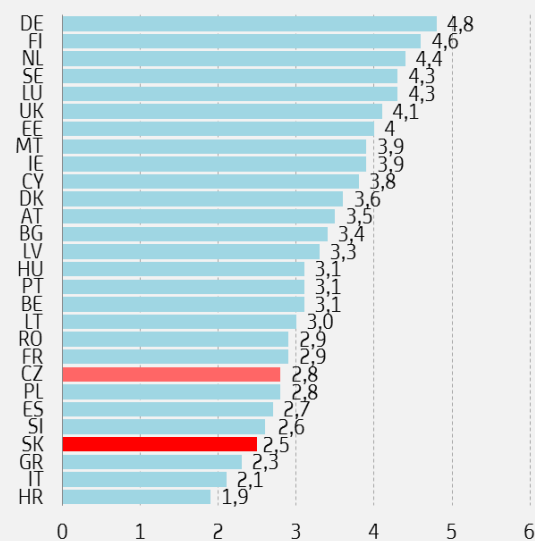
dosahuje až 87% priemeru EÚ v tejto veľkostnej kategórii. Zdá sa pritom, že nadpriemerne produktívne sú na Slovensku aj stredne veľké podniky od 20 do 49 zamestnancov, ktoré takisto dosahujú produktivitu práce na úrovni 87% priemeru EÚ v tejto veľkostnej kategórii.

Podiel malých podnikov na výkone slovenskej ekonomiky nie je zanedbateľný, podniky s menej ako 20 zamestnancami vytvoria 26% pridanej hodnoty, len mierne menej ako v priemere v EÚ (27,5%). Malé podniky na Slovensku sa však zdajú v priemere ako relatívne málo produktívne. Dôvody môžu byť rôzne a žiadali by si hlbšiu analýzu. Bez ohľadu na príčiny, štát môže stále tlak na malé podniky zvoľniť a tento segment podporiť napríklad nižším administratívnym zaťažením, na ktoré sú práve malé podniky veľmi citlivé. The Global Competitiveness report Svetového ekonomického fóra z roku 2018 síce radí Slovensko v celkovej konkurencieschopnosti na 41. miesto na svete, v kategórii zaťaženia vládnymi reguláciami mu však patrí až 129. pozícia spomedzi 140. hodnotených krajín, z EÚ sú na tom horšie len Grécko, Taliansko a Chorvátsko.

Graf 53: Konkurencieschopnosť podľa Svetového ekonomického fóra (2018)*



Graf 54: Zaťaženie vládnymi reguláciami podľa Svetového ekonomického fóra (2018)*



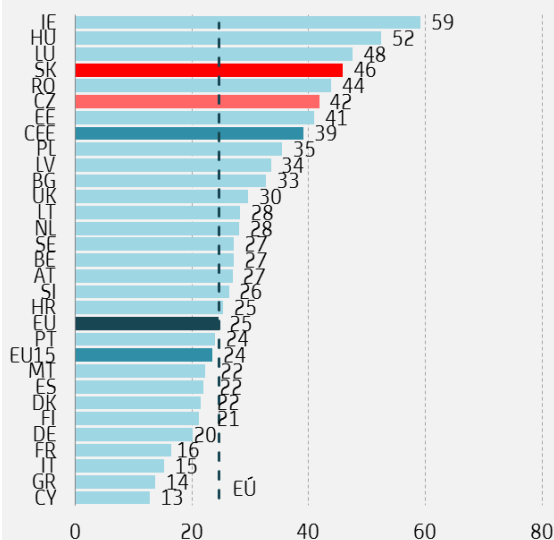
Poznámka: * The Global Competitiveness report 2018 nadobúda hodnoty od 0 (najhoršie) do 100 (najlepšie); čiastkový index zaťaženie vládnymi reguláciami nadobúda hodnoty od 1 (najhoršie) do 7 (najlepšie)
Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov Svetového ekonomického fóra (WEF)

3.4. PRODUKTIVITA PRÁCE A ZAHRANIČNÝ KAPITÁL

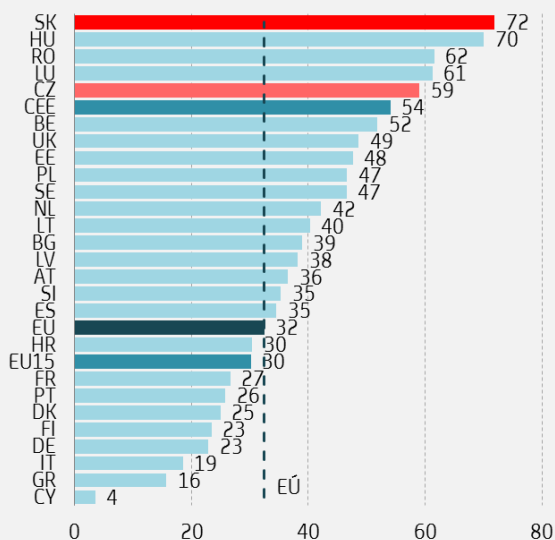
Ako sme už ukázali, produktivita práce na Slovensku rastie výrazne rýchlejšie ako v priemere v EÚ smerom od malých k veľkým firmám. Rovnakým smerom zvyčajne narastá aj zastúpenie podnikov pod kontrolou zahraničného kapitálu. V nasledujúcej časti sa preto pozrieme na vzťah produktivity, ale i nákladov práce, vo väzbe na zahraničné vlastníctvo spoločností. Ako dátový zdroj nám opäť poslúžili údaje z podnikového prieskumu, ktoré sú staršieho dáta (2015) a pokrývajú len nefinančnú časť ekonomiky bez verejného sektora, poľnohospodárstva a sektora domácnosti, a ktoré nie sú plne porovnateľné s dátami z národných účtov (HDP).

Podniky pod kontrolou zahraničného kapitálu vytvárajú v priemere v krajinách EÚ štvrtinu pridanej hodnoty jej podnikového sektora. Zastúpenie zahraničného kapitálu na ekonomike sa však naprieč krajinami EÚ pomerne značne líši, keď sa pohybuje od 13%, resp. 14% na Cypre a v Grécku až po 52% v Maďarsku, či 59% v Írsku. Česko a Slovensko sa radia medzi krajiny s vysoko nadpriemerným zastúpením zahraničného kapitálu. Podiel 46% (Slovensko), resp. 42% (Česko) na pridanej hodnote podnikového sektora je v rámci EÚ štvrtý, resp. šiesty najvyšší. Podobne sú na tom aj Rumunsko a Estónsko. Pre stredne veľké ekonomiky západnej Európy sú typické o niečo nižšie podiely medzi 20-30%, rovnako ako z veľkých ekonomík pre Veľkú Britániu. Nemecko sa nachádza na spodnej hranici uvedeného pásma, zatiaľ čo Francúzsko a Taliansko majú svoje podiely len medzi 15-17%.

Graf 55: Podiel zahraničných spoločností na pridanej hodnote podnikového sektora (% hrubej pridanej hodnoty, 2015)*



Graf 56: Podiel zahraničných spoločností na pridanej hodnote spracovateľského priemyslu (% hrubej pridanej hodnoty, 2015)*^



Poznámka: * nefinančná časť ekonomiky bez verejného sektora, sektora domácnosti a poľnohospodárstva
 ^ priemer EÚ bez Írska a Malty, priemer EU15 – bez Írska
 Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov Eurostat a vlastných prepočtov

Štatistiky o raste HDP za posledných 10 rokov pritom naznačujú, že otvorenosť ekonomík voči zahraničnému kapitálu sa im vypláca. Kvôli porovnávaniu porovnateľného sme rozdelili krajiny EÚ z pohľadu veľkosti a regiónu do homogénnejších skupín. Závety sa zdajú byť pomerne jednoznačné – krajiny zaostávajúce z hľadiska zahraničného kapitálu v jednotlivých skupinách (Taliansko, Fínsko/Portugalsko/Grécko a Slovinsko/Chorvátsko) sú zároveň aj krajinami dlhodobo zaostávajúcimi z hľadiska rastu, a to aj keď si odmyslíme krajiny, ktoré postihla citeľne dlhová kríza (Portugalsko, Grécko). Najmenšiu závislosť pritom vykazujú ekonomiky CEE, kde je stupeň konvergencie predsa len rozdielny a skresľuje i ekonomický rast. Neriešime pritom kauzalitu, teda či slabý prienik zahraničného kapitálu podkopáva rastový potenciál ekonomiky alebo či naopak nízky rastový potenciál obmedzuje atraktivitu pre prílev zahraničného kapitálu.

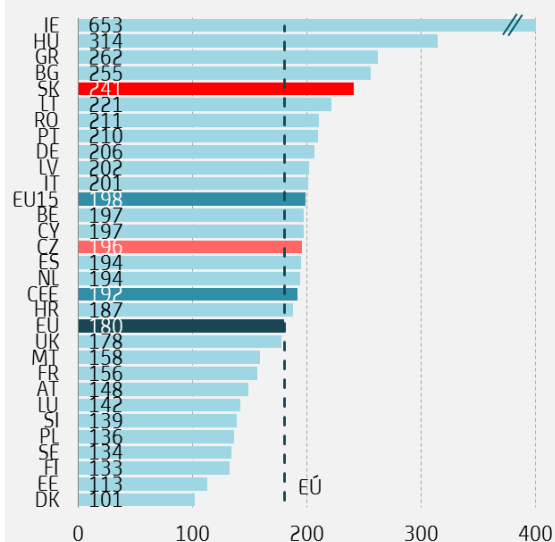
Graf 57: Priemerný rast ekonomík a podiel zahraničných spoločností na pridanej hodnote*
Veľké ekonomiky EÚ15 **Menšie ekonomiky EÚ15** **Menšie ekonomiky CEE**



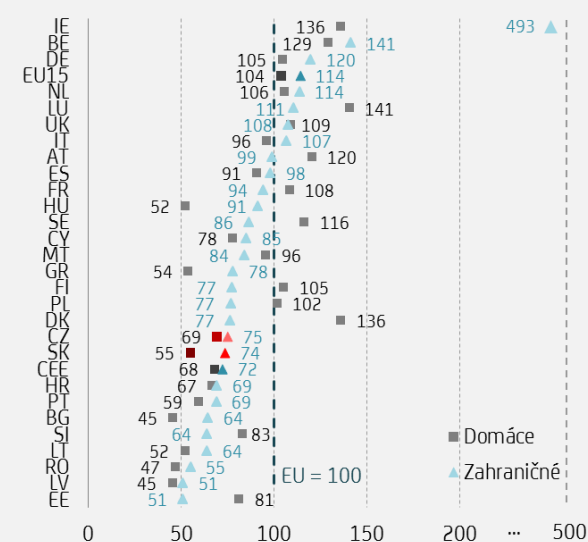
Poznámka: * nefinančná časť ekonomiky bez verejného sektora, sektora domácnosti a poľnohospodárstva
 Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov Eurostat a vlastných prepočtov

Isté je, že zahraničný kapitál si svoje akvizičné ciele starostlivo vyberá. Pre investora musí mať investícia v zahraničí zvyčajne nejakú dodatočnú pridanú hodnotu, ktorú mu domáca ekonomika už nedokáže poskytnúť. Dôvody investícií v zahraničí môžu byť rôzne, od priblíženia sa koncovým odberateľom (zníženie logistických nákladov) cez dostupnejšiu a lacnejšiu pracovnú silu (zníženie personálnych nákladov) až po priaznivejšie podnikateľské prostredie (zníženie daňových, resp. administratívnych nákladov). V konečnom dôsledku je však hlavnou motiváciou drvivej väčšiny zahraničných investícií zvýšenie návratnosti kapitálu. V zahraničí pritom zvyčajne investujú najmä úspešné domáce podniky, ktoré majú ambície expandovať a majú dostatok voľného kapitálu. Neprekvapí teda, že podniky so zahraničným kapitálom vykazujú nadpriemernú produktivitu práce. Tá za celú EÚ v priemere prevyšuje produktivitu domácich podnikov o ohromujúcich 80%, pričom v jednotlivých krajinách pozorujeme pomerne široké rozpätie od zanedbateľného 1% v Dánsku až po 214% v Maďarsku. Írsko, kde produktivita zahraničných spoločností prevyšuje domáce spoločnosti až 6,5-násobne, radšej opomenieme, keďže čísla tu výrazne skresľuje daňová optimalizácia nadnárodných spoločností. Vyššia produktivita práce pritom isto nespočíva vo vyššom nasadení zamestnancov v zahraničných podnikoch. Ani vyššia organizácia, či lukratívnejšia zákazková náplň pravdepodobne ani zďaleka nevysvetlia podstatu týchto rozdielov. Hlavný kľúč k vysvetleniu vidíme v zameraní sa zahraničného kapitálu prevažne na efektívnejšie fungujúce odvetvia ekonomiky, resp. odvetvia, v ktorých má krajina nejakú konkurenčnú výhodu. V slovenskom či českom prípade je to najmä spracovateľský priemysel. V rámci neho sa zahraničné podniky podieľajú na pridanej hodnote vysoko nadpriemernými 72% (Slovensko), resp. 59% (Česko). Neprekvapí, že v rámci spracovateľského priemyslu dominuje zahraničný kapitál v oboch krajinách najmä automobilovému priemyslu, kde sa podiel zahraničných podnikov na pridanej hodnote sektora blíži 100% (98% na Slovensku, 92% v Česku).

Graf 58: Produktivita práce v zahraničných podnikoch (domáce podniky = 100, 2015)*



Graf 59: Produktivita práce podľa druhu vlastníctva (EÚ = 100, PKS, 2015)*



Poznámka: * nefinančná časť ekonomiky bez verejného sektora, sektora domácnosti a poľnohospodárstva
Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov Eurostat a vlastných prepočtov

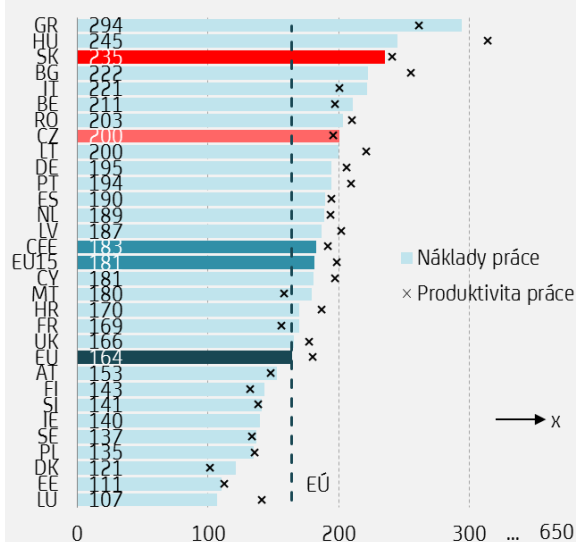
Podobne ako už naznačili porovnania podľa veľkosti podnikov aj medzi domácimi a zahraničnými podnikmi vykazuje Slovensko v rámci EÚ nadpriemerné rozdiely v produktivite práce. Produktivita práce v zahraničných spoločnostiach je takmer 1,5-krát vyššia ako v domácich podnikoch. Väčší rozdiel v rámci EÚ nájdeme len v štyroch krajinách - v Bulharsku, Grécku, Maďarsku a (daňovom) Írsku. Potvrďuje sa tak, že zahraničné podniky sú pre slovenskú ekonomiku kľúčovým faktorom, ktorý ho ťahá k lídrom v produktivite práce v rámci regiónu CEE. Bohužiaľ, domáce podniky im s dychom ani zďaleka nestačia a dlhodobo vykazujú aj v rámci regiónu CEE podpriemernú produktivitu práce. Dôvody môžu byť viaceré – od chýbajúcej tradície podnikania (z čias socializmu) cez vyššie zastúpenie malých podnikov medzi domácimi hráčmi, ktoré prirodzene vykazujú nižšie výnosy z rozsahu (a tým aj produktivitu) až po koncentráciu v menej sofistikovaných odvetviach s relatívne nižšou pridanou hodnotou.

3.4.1 NÁKLADY PRÁCE A ZAHRANIČNÝ KAPITÁL

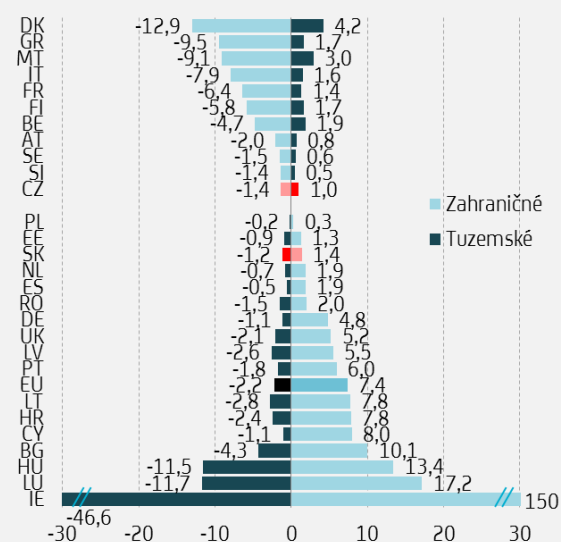
Produktivita práce zahraničných spoločností je jednoznačne vyššia ako u domácich spoločností. Ako je to však s ich mzdami? Jednou z častou zmieňovaných motivácií pre umiestnenie zahraničných investícií do nášho regiónu sú totiž práve nižšie náklady práce. Zahraničné spoločnosti neraz čelia kritike, že vyplácajú výrazne nižšie mzdy ako v svojich domovských krajinách. Je táto kritika oprávnená alebo nižšie mzdy u nás naozaj len odzrkadľujú nižšiu produktivitu práce?

Štatistiky Eurostatu (podnikový prieskum, 2015) ukazujú, že zahraničné spoločnosti platia svojim zamestnancom viac ako ich domáca konkurencia. Náklady práce v zahraničných spoločnostiach sú v priemere až o 64% vyššie ako u domácich spoločností. Vyššie mzdy pritom nájdeme vo všetkých krajinách EÚ, pričom navýšenie sa pohybuje od 7% v Luxembursku až po 194% v Grécku. Produktivita práce v zahraničných spoločnostiach je však oproti domácim v priemere vyššia až o 80%. Letný pohľad na priemerné čísla EÚ by teda mohol naznačovať, že zahraničné podniky naozaj neraz využívajú prostredie na trhu práce v krajine investície na získanie konkurenčnej výhody v podobe nižšej mzdy ako by odpovedala produktivite práce. Pohľad na individuálne čísla v jednotlivých krajinách však hovorí, že to nemusí byť pravidlom. A práve naopak, vo viacerých krajinách EÚ (až v 11 z 28, vrátane Česka) platia zahraničné spoločnosti svojim zamestnancom oproti domácej konkurencii relatívne viac ako by odpovedalo ich produktivite práce. Naopak, nižšie mzdy v zahraničných spoločnostiach nájdeme často najmä v krajinách, ktoré sa snažia lákať zahraničný kapitál okrem iného daňovými systémami vhodnými pre daňovú optimalizáciu (najmä Írsko, ale čiastočne napríklad aj Maďarsko), či zákonmi umožňujúcimi zakrytie vlastníckej štruktúry podnikov (Cyprus). Vykazovaná pridaná hodnota v krajine má tak často čiastočne fiktívny, účtovný charakter. Keďže zo sebou neviaže aj zamestnancov v krajine, výrazne zdvíha priemernú produktivitu práce v krajine, avšak nemá už vplyv na priemerné náklady práce. Len samotné Írsko tak vysvetľuje približne polovicu rozdielu medzi vyšším nárastom produktivity práce oproti nárastu nákladov práce v zahraničných spoločnostiach (oproti domácej konkurencii) v EÚ. Podpriemerné ohodnotenie (relatívne vzhľadom na produktivitu práce) v zahraničných spoločnostiach oproti domácej konkurencii však nájdeme aj v niektorých ekonomikách so silným domácim sektorom, ktoré patria skôr k vývozcom kapitálu ako k jeho dovozcom – v Nemecku, či Veľkej Británii. Dá sa predpokladať, že zahraničné investície prichádzajúce do týchto krajín smerujú najmä do sektorov s vyššou pridanou hodnotou a nižšími jednotkovými nákladmi práce. Rozdiel je tu pravdepodobne najmä dôsledkom rozdielnej odvetvovej štruktúry domácej a zahraničnej časti ekonomiky.

Graf 60: Náklady práce v zahraničných podnikoch (domáce podniky = 100, 2015)*



Graf 61: Ako by sa zmenili náklady práce, ak by ULC boli rovnaké pre domáce aj zahraničné podniky (% , 2015)*^

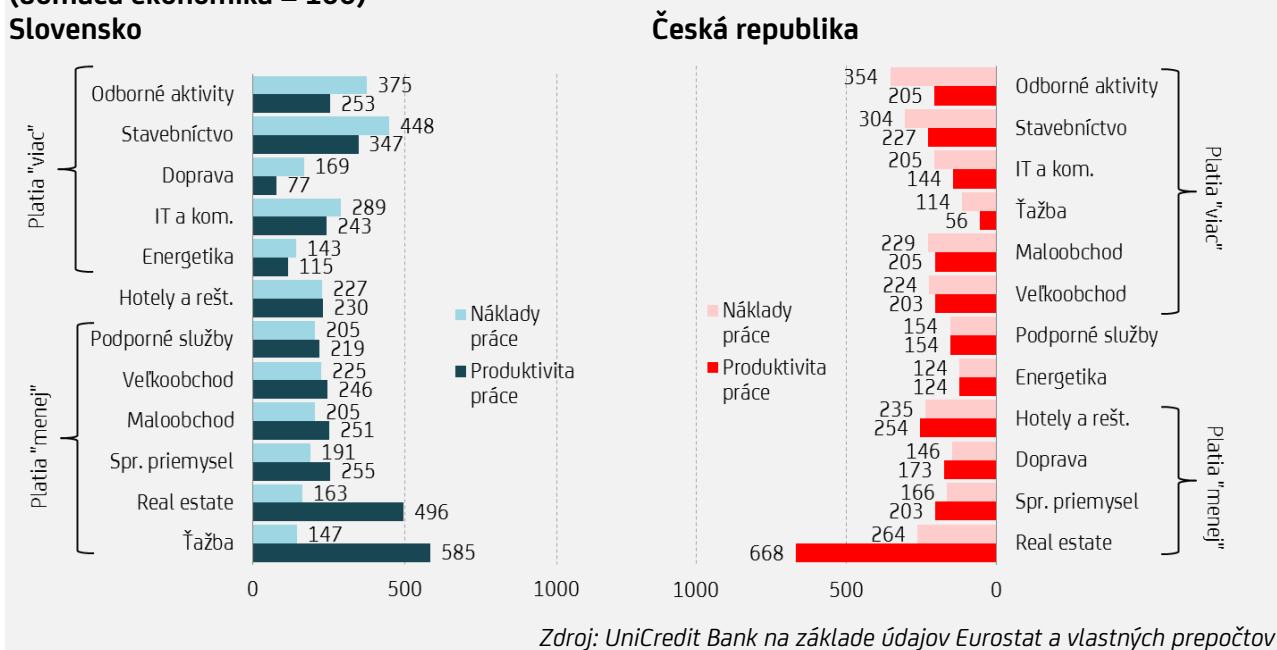


Poznámka: * nefinančná časť ekonomiky bez verejného sektora, sektora domácnosti a poľnohospodárstva
 ^ ULC - jednotkové náklady práce: podiel produktivity a nákladov práce.
 Zdroj: UniCredit Bank na základe údajov Eurostat a vlastných prepočtov

Nárast nákladov práce v zahraničných spoločnostiach (oproti domácej časti ekonomiky) na Slovensku a v Česku v zásade kopíruje vyššiu produktivitu práce. Na Slovensku je len mierne nižší (135% vs. 141%), v Česku dokonca mierne vyšší (100% vs. 96%). Hoci sme dáta neočisťovali o vplyv odvetvovej štruktúry ekonomiky, ktorá je takmer s istotou iná v domácej a zahraničnej časti ekonomiky, zdá sa, že zahraniční investori ani na Slovensku, ani v Česku nezneužívajú vyššiu produktivitu práce oproti domácej konkurencii na neodôvodnenú úsporu v nákladoch práce a premietajú ju v plnej (alebo takmer plnej) miere aj do miezd svojich zamestnancov. Ak by mali domáce a zahraničné podniky vykazovať rovnaké priemerné jednotkové náklady práce (v rovnakej miere zohľadňovať produktivitu práce vo výške mzdy) na úrovni súčasného priemeru ekonomiky, museli by zahraniční investori na Slovensku zvýšiť cenu práce o 1,4% a naopak domáce podniky znížiť o 1,2%. V Česku pre zmenu domáce zvýšiť cenu práce o 1,0% a zahraničné o znížiť o 1,4%. Takáto odchýlka miezd od akéhosi „spravodlivého“ priemeru by sa dala považovať za zanedbateľnú na úrovni štatistickej nepresnosti.

Čo platí pre priemer ekonomiky už neplatí pre všetky jeho sektory. V niektorých sektoroch predsa len nájdeme aj výraznejšie odchýlky v relatívnej cene práce (vzhľadom na produktivitu práce) medzi zahraničnými a domácimi podnikmi. Činnosti v oblasti nehnuteľností sú toho ukázkovým príkladom v oboch krajinách. Zatiaľ čo firmy v odvetví vlastnené tuzemským kapitálom zamestnávajú 50 tisíc (CZ), resp. 30 tisíc (SK) zamestnancov, z hľadiska vytvorenej pridanej hodnoty o približne polovicu (CZ), resp. o 2/3 (SK) menšia časť odvetvia so zahraničnými vlastníkami funguje takmer bez zamestnancov (4 tisíc v CZ, 2 tisíc na SK) a pre podstatnú časť dopytovaných služieb využíva outsourcing. Nепрекvapí teda, že produktivita práce druhej skupiny výrazne prevyšuje prvú skupinu, v Česku viac ako 6-násobne, na Slovensku takmer 5-násobne. V porovnaní s tým sa o polovicu (Slovensko), resp. 2,5-násobne vyššie mzdy tej hŕstky zamestnancov zahraničných firiem zdajú byť neprímerane nízke. V odvetviach priemyslu sa už odchýlky zdajú porovnateľnejšie, avšak i tu nájdeme rozdiely. V automobilovom priemysle napríklad vykazujú firmy zo zahraničnými vlastníkami viac ako 2-násobnú produktivitu ako firmy s tuzemskými vlastníkami, ale len o polovicu vyššie mzdy. Nie je pochyb, že za uvedenými rozdielmi stojí plné zahraničné vlastníctvo u finálnych výrobcov áut s odlišným charakterom výroby oproti výrobcom komponentov. Navyše, čísla môže skresľovať i malá veľkosť tuzemskej časti odvetvia, či masívne využívanie agentúrnych pracovníkov, ktoré nafukuje produktivitu a naopak znižuje mzdové náklady (presúva ich do odvetvia služieb – personálne agentúry). V odmeňovaní podľa jednotlivých odvetví sa teda vyskytujú menšie rozdiely medzi tuzemskými a zahraničnými vlastníkami. Vo všetkých odvetviach bez výnimky však zahraniční vlastníci platia lepšie. Ich prítomnosť teda zdvíha úroveň ekonomiky i životnú úroveň obyvateľov.

Graf 62: Produktivita a náklady práce v zahraničných spoločnostiach podľa sektorov (domáca ekonomika = 100)*



UniCredit Bank Special N.o.t.e.s pripravili Makroekonomické analýzy trhu:

Pavel Sobišek, hlavný ekonóm UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia
+420 955 960 716; Pavel.Sobisek@unicreditgroup.cz

Ľubomír Koršňák, hlavný ekonóm UniCredit Bank pre Slovensko
+421 2 4950 2427; Lubomir.Korsnak@unicreditgroup.sk

KONTAKTY:

Jaroslav Habo, Veľké Nadnárodné Spoločnosti, Malé a Stredne Veľké Firmy
+421 2 4950 4319; Jaroslav.Habo@unicreditgroup.sk

Roman Hajduk, Privátni klienti
+421 2 5942 8022; Roman.Hajduk@unicreditgroup.sk

Tento materiál bol pripravený UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a. s. a môže byť reprodukován len s jej predchádzajúcim písomným súhlasom. Dokument obsahuje názory autorov, ktoré sa nemusia nevyhnutne zhodovať s názormi UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a. s. Informácie a názory obsiahnuté v tomto dokumente boli získané zo zdrojov, ktoré boli považované za spoľahlivé, ale UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a. s. neposkytuje záruku za ich správnosť a úplnosť. UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a. s. nezodpovedá za prípadné škody alebo iné ujmy, ktoré môžu vzniknúť tretím osobám, ak sa rozhodnú využiť informácie obsiahnuté v tomto dokumente.

Tento dokument nemôže byť považovaný za náhradu poskytovania individuálneho investičného poradenstva. Investori musia uskutočňovať vlastné posúdenie vhodnosti a primeranosti investície do akéhokoľvek v tomto dokumente uvedeného finančného nástroja založené na jeho podstate a rizikách spojených s príslušným finančným nástrojom, ich vlastnej investičnej stratégii a ich osobných pomeroch a finančnej situácii. Tento dokument nie je investičným odporúčaním alebo priamym osobným odporúčaním, ani tento dokument ani akákoľvek jeho časť nie je podkladom na uzavretie akejkoľvek zmluvy alebo dojednanie záväzku akéhokoľvek druhu, ani sa naň nemožno spoliehať v súvislosti s uzavretím akejkoľvek zmluvy alebo dojednaním akéhokoľvek záväzku a nemá za cieľ pôsobiť ako presvedčanie alebo odporúčanie na uzavretie akejkoľvek zmluvy alebo dojednanie záväzku akéhokoľvek druhu. Dôrazne upozorňujeme investorov, aby kontaktovali ich vlastných investičných poradcov za účelom poskytnutia potrebných vysvetlení a individuálneho investičného poradenstva.

Tento materiál slúži len na informačné účely a (i) nepredstavuje žiadnu ponuku na predaj alebo upísanie alebo výzvu na podávanie návrhov na kúpu alebo upísanie akýchkoľvek finančných nástrojov alebo cenných papierov (ii) nie je akoukoľvek ich propagáciou. Investičné možnosti uvádzané v tomto dokumente nemusia byť vhodné a primerané pre určitých konkrétnych investorov, a to v závislosti na ich špecifických investičných cieľoch a časovom horizonte investície alebo v súvislosti s ich celkovou finančnou situáciou. Investície do finančných nástrojov sú spojené s rizikom a hodnota investície a výnos z nej plynúci môže rásť alebo klesať, a to aj v dôsledku menových výkyvov. Výkonnosť v minulosti nie je spoľahlivým ukazovateľom pre budúce výkonnosti. Akékoľvek predpovede o výkonnosti v budúcnosti nie sú spoľahlivým ukazovateľom výkonnosti v budúcnosti. Na tento dokument sa nemožno spoliehať ako na vysvetlenie všetkých rizík spojených s investovaním do finančných nástrojov, nástrojov peňažného trhu, investičných nástrojov alebo cenných papierov tu uvedených.