



Frankfurtské hárky

február 2022



NÁRODNÁ
BANKA
SLOVENSKA
EUROSYSTÉM

www.nbs.sk/frankfurtske-harky

ECB zostruje tón

- Inflačný vývoj na prelome rokov mení tón ECB – v porovnaní s decembrovou predikciou bude obdobie vyššej inflácie trvať dlhšie a riziká sú nahor. Naďalej však očakáva postupný pokles inflácie v priebehu tohto roka.
- Prekvapili najmä ceny energií, ktoré centrálna banka nedokáže ovplyvniť, obavy sa však týkajú vyššieho rizika rastu inflačných očakávaní a ich prenosu do miezd, nákladov a opäť do inflácie.
- Mzdový vývoj je zatiaľ utlmený, najbližšie predikcie ECB by mali priniesť hlbšiu analýzu.
- Rast inflačných očakávaní za posledný rok a pol poháňajú vplyvy súvisiace s globálnym vývojom na trhoch komodít a v logistike. Predtým to boli najmä oživenie ekonomiky a menová politika.
- Trhmi očakávaná inflácia o dva roky sa tak po dlhšom čase na nízkych úrovniach ustálila v okolí dvoch percent.
- Situácia a očakávania v USA sa líšia najmä kvôli napätému trhu práce a rozsiahlym fiškálnym opatreniam vlády.



ECB mení tón

Inflácia zostane na vyšších úrovniach dlhšie, ako sa pôvodne očakávalo. Rovnako nahor sú vychýlené aj riziká budúceho vývoja inflácie, najmä v kratšom časovom horizonte. Februárové zasadnutie Rady guvernérov vzbudilo pozornosť nielen odbornej verejnosti aj týmito konštatovaniami. Rada guvernérov potvrdila decembrové nastavenie nástrojov menovej politiky. Zmenila však tón, ktorým komunikovala súčasný vývoj inflácie. Okrem toho naznačila, že ak dôjde k zmene v menovej politike, bude to zmena smerom k prísnejšiemu nastaveniu nástrojov.



Aké veľké prekvapenie? A pre koho?

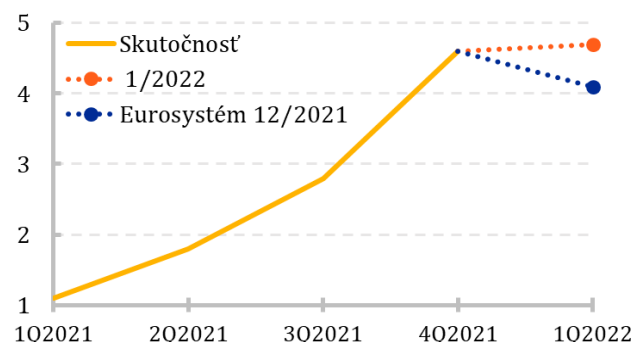
Inflácia vzrástla v januári na nové maximum 5,1%. Decembrová predikcia eurosystému pritom očakávala, že v 1. štvrtroku by malo dôjsť k spomaleniu inflácie. Ak by sa do konca štvrtroka už ceny nemenili, v porovnaní s predikciou by bola inflácia vyššia o viac ako pol percentuálneho bodu (červený bod v **grafe 1**). Najnovší cenový vývoj nebol prekvapením len pre ECB, na čo poukazuje aj porovnanie prieskumov medzi menovými analytikmi (**graf 2**).



Čo prekvapilo?

Prekvapili najmä ceny energií. Ich medziročný rast sa zrýchlil takmer na 30% a je zodpovedný za viac ako polovicu celkovej inflácie¹. Ceny energií veľmi rýchlo reagujú na zmeny cien ropy. Ich vývoj je veľmi ťažké predpovedať najmä v súčasnosti. V čase zostavovania decembrovej predikcie eurozóny sa ceny ropy pohybovali okolo 80 USD/barel a trhové očakávania naznačovali ich postupný pokles. Obavy z variantu Omicron síce ceny ropy dočasne stlmili, ale neskôr ich silný dopyt a obmedzené zásoby vyhnali až k úrovniam okolo 90 USD/barel. Navyše, eurozóna je výrazne závislá na dovoze zemného

Graf 1: Inflácia HICP priemer za štvrtrok – dopad januárového prekvapenia na výšku inflácie v 1. štvrtroku 2022 za predpokladu zafixovaných cien vo februári a marci.



Zdroj: Macrobond.

¹ Okrem cien energií je súčasný cenový vývoj ovplyvňovaný aj rastúcimi cenami potravín, nedostatkom komponentov, vysokými cenami dopravy a pod. Bližšie sa tomu venovali [FH 11/21](#).

plynu. Nedostatočné dodávky, nízka úroveň zásob (zásobníky v Európe sú naplnené na menej ako 36% kapacity) sa rovnako prejavili vo zvýšení cien. A keďže veľkoobchodné ceny elektriny sú v súčasnosti v Európe určované najmä cenami plynu, tlak na ceny sa stupňuje.



Inflácia je rast cien, nie ich úroveň

Keby aj ceny energií zostali na súčasných vysokých úrovniach, inflácia sa postupne zníži. Inými slovami, keďže ceny energií rástli dlhšie ako sa čakalo, tak aj celková inflácia bude vyššia dlhšie obdobie. V priebehu roka by sa však mal príspevok energií k celkovej inflácii znižovať.



Čo môže robiť centrálna banka s cenami energií?

V skutočnosti toho nie je veľa, čo by centrálna banka mohla urobiť s cenami energií. Centrálna banka však budú zaujímať nepriame dopady vyšších cien energií na ekonomickú aktivitu a infláciu v dlhšom časovom horizonte. Hľadajú odpovede predovšetkým na tieto otázky. Dôjde k výraznejšiemu zvýšeniu inflačných očakávaní a premietnu sa tieto do miezd? Povedie to k ďalšiemu nárastu nákladov v podnikovej sfére a rastu predajných cien? Úlohou centrálnej banky je teda sústrediť sa na tieto druhotné vplyvy, pozorne analyzovať trh práce, vývoj miezd a obchodných marží.



Čo hovoria čísla o trhu práce?

V treťom štvrtroku sa zamestnanosť, odpracované hodiny, ako aj počet osôb aktívne sa zúčastňujúcich na trhu práce viac-menej vrátil na predpandemické úrovne. Nezamestnanosť ku koncu minulého roka poklesla na 7%, historicky najnižšiu úroveň. Trh práce je teda v predkrízovej kondícii. Ukazovateľ dojednaných miezd naznačuje umiernené mzdové tlaky. Niektoré prieskumy však poukazujú na nedostatok pracovnej sily (graf 3). Budúci vývoj inflácie je tak spojený s určitou mierou neistoty. Hlbšie analýzy poskytnú najbližšie strednodobé predikcie ECB.



Riziká dlhodobu vysokej inflácie v USA sú vážnejšie

V decembri pracovalo v USA o 2,9 milióna ľudí menej ako pred krízou. Časť odišla na predčasný dôchodok, iní si zas uvedomili, že ich stará práca nenapĺňala. Vďaka fiškálnej podpore vlády a väčšiemu pocitu bohatstva v dôsledku nárastu akciových trhov si tak mohli dovoliť ostať doma.

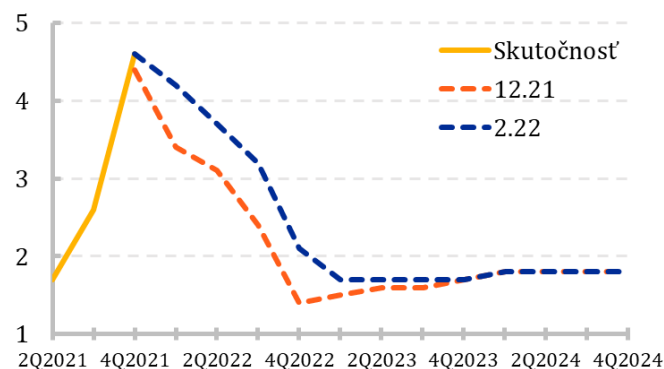
Nízke zapájanie ľudí na trhu práce tak spôsobilo nedostatok pracovnej sily. Zamestnávateľia sú nútení za prácu priplatiť a medziročný rast hodinovej mzdy v súkromnom sektore bol v decembri na úrovni 5,7%. Takýto rýchly rast vytvára riziko vzniku tzv. cenovo-mzdovej špirály. Situácia v eurozóne je zatiaľ odlišná a mzdové tlaky nepozorujeme. Môže to byť aj dôsledok rozdielnej reakcie vlád v oblasti pomoci občanom. Kým v USA sa vybrali cestou zvýšenia príspevkov v nezamestnanosti a priamych šekov s hotovosťou pre všetky domácnosti, schémy na udržanie zamestnanosti v eurozóne (tzv. Kurzarbeit) pravdepodobne prispeli k menšiemu odchodu pracovníkov z trhu práce.



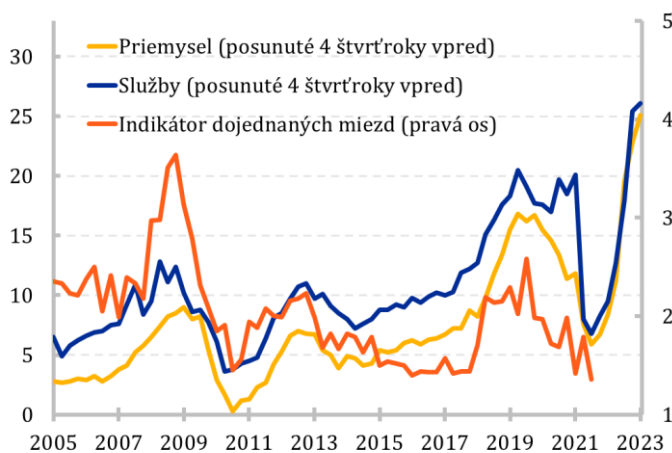
Jadrová inflácia v eurozóne je viac pod kontrolou v porovnaní s USA

Spotrebiteľské ceny v USA rástli za posledný rok tempom 7,5%, pričom jadrová inflácia, do ktorej sa nezapočítavajú ceny energií a potravín, sa vyšplhala už na 6% (graf 4). Pod prudký rast cien sa v USA podpísal aj silný dopyt v dôsledku rozpočtových opatrení vlády. Naopak, napriek prekvapivo vysokej inflácii v eurozóne nateraz jadrová inflácia výrazne nepresahuje inflačný cieľ.

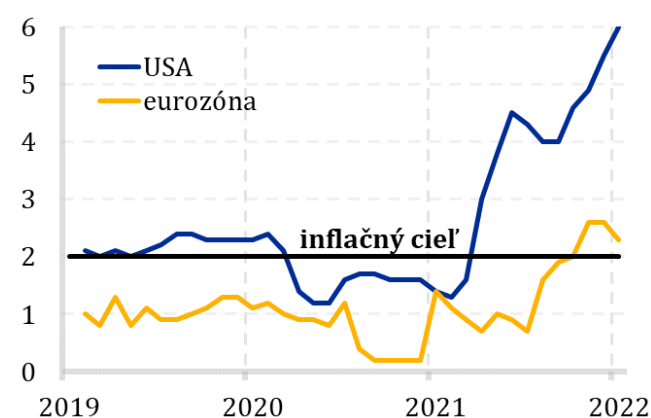
Graf 2: Prieskumy menových analytikov - odhad celkovej inflácie (medziročná zmena, %)



Graf 3: Indikátor dojednaných miezd vnímaný nedostatok pracovnej sily (medziročný rast v %, saldá odpovedí v %)



Graf 4: Jadrová inflácia pre USA a eurozónu (v %)



Zdroj (Graf 2, Graf 3, Graf 4): Macrobond.

Box: Čo stojí za nárastom inflačných očakávaní

Dlhodobo nízke odhady očakávanej inflácie v eurozóne sa v nedávnom období po dlhom čase priblížili k cieľu ECB (graf 5, žltá čiara). Pokles predpovedí inflácie (medziročnej v nasledujúcom roku) nastal už v roku 2012, kedy finančné trhy začali postupne znižovať inflačný výhľad z okolia cieľa 2% k hodnotám v blízkosti 1%. Očakávania dosiahli historické dno v marci 2020, kedy trhový aktéri pod tlakom nástupu globálnej pandémie predikovali infláciu v marci 2022 len na úrovni v okolí 0,5% (graf 5). Vývoj v priebehu roka 2021 predznamenal obrat a očakávania sa na prelome rokov 2021 a 2022 ustálili v blízkosti cieľa. Inflácia v blízkosti cieľa je často považovaná za barometer zdravého ekonomického vývoja.

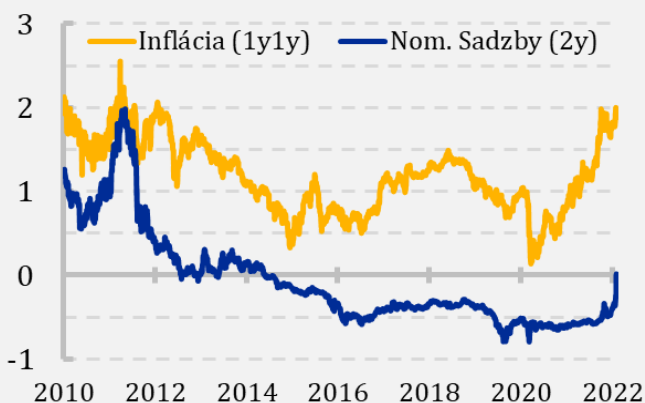
Tento vývoj bol sprevádzaný výrazným poklesom úrokových sadzieb (graf 5, modrá čiara). Dvojročné úrokové sadzby klesli z hodnôt v okolí dvoch percent v roku 2012 najprv k blízkosti nuly a v nasledujúcich rokoch dokonca mierne pod nulu. Tento vývoj v sebe zahŕňa jednak zníženia oficiálnej sadzby pre vklady bánk v ECB (depozitnej sadzby) ako aj očakávania trhov vyplývajúce zo signalizácie budúceho nastavenia nástrojov ECB. Prísľuby dlhodobo nízkych sadzieb podporujú priaznivé podmienky financovania investičných projektov v ekonomike a znižujú motiváciu domácností odkladať spotrebu do budúcnosti.

Z pohľadu reakcie menovej politiky hrá dôležitú úlohu povaha vplyvov spôsobujúcich inflačný vývoj. V prípade prevládania nedostatočného dopytu býva nízky inflačný vývoj sprevádzaný slabou ekonomickou aktivitou. V prvom roku pandémie neistota ohľadom budúcnosti viedla mnohých Európanov k rozhodnutiu radšej preventívne šetriť a menej spotrebúvať. To v roku 2020 tlmilo ekonomickú aktivitu a rast cien a čiastočné rozpúšťanie nahromadených úspor v nasledujúcom roku tlačilo ekonomiku aj ceny nahor. K tomu sa pridala aj zmena spotrebného koša domácností smerom k produktom, ktorých cena viac reaguje na rastúci dopyt. Ponukové vplyvy ako rast cien ropy, nedostatok súčiastok alebo pracovnej sily a z toho vyplývajúce výrobné obmedzenia zase zároveň oslabovali výkon ekonomiky a pôsobili proinflačne.

Vplyvom zo strany ponuky je možné pripísať výraznú časť rastu inflačných očakávaní, predovšetkým od septembra minulého roka. Dopytové tlaky hrali hlavnú úlohu už skôr. Výrazný podiel na raste inflačných očakávaní mala aj menová politika. Graf 6 zobrazuje detailný rozklad rastu inflačných očakávaní na ekonomické vplyvy, pričom okrem inflačných očakávaní a nominálnych sadzieb berie do úvahy aj ekonomický vývoj reprezentovaný akciovým trhom.

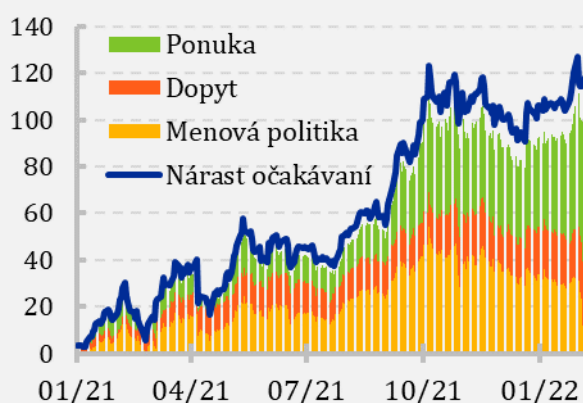
V aktuálnom období, po poslednom zasadaní Rady guvernérov ECB a ohlásení najnovších čísel inflácie, nastal nárast dlhodobých sadzieb. Ten sa dá vnímať ako pokles podpory inflácie menovou politikou (pokles vplyvu menovej politiky v grafe 6) no očakávaný inflačný vývoj zotrval v blízkosti 2%. Z tohto pohľadu sa dá hovoriť o ukotvenom inflačnom vývoji, kedy ekonomickí aktéri dôverujú schopnosti centrálnej banky udržať inflačný vývoj v blízkosti cieľa.

Graf 5: Očakávaná inflácia a nominálne úrokové sadzby (percentá).



Poznámka: Údaje sú odvodené z cien inflačných a úrokových swapov. Denné dáta od začiatku roka 2010 po 8.2.2022.
Zdroj: Bloomberg.

Graf 6: Rozklad rastu inflačných očakávaní od januára 2021 (v základných bodoch od januára 2021).



Poznámka: Graf je založený na predpokladoch ohľadom vzájomného vývoja úrokových mier, nominálnych sadzieb a ekonomického vývoja. Údaje od začiatku roka 2010 po 8.2.2022.
Zdroj: Bloomberg, výpočty NBS.



Cenovo-mzdová špirála

Ak sa väčšej časti zamestnancov podarí vyjednať vyššie mzdy, rastúce mzdy zvýšia náklady zamestnávateľov a taktiež kúpnu silu zamestnancov. Zamestnávateľia môžu premietnuť rastúce mzdové náklady do cien a zvýšený dopyt zamestnancov tiež pomôže k rýchlejšiemu rastu cien. Rastúce ceny prinútiť zamestnancov znova žiadať navýšenie mzdy, čím sa kruh uzatvorí.

Jadrová inflácia

Celková inflácia bez rastu cien energií a potravín.

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