



Frankfurtské hárky

marec 2021



NÁRODNÁ
BANKA
SLOVENSKA
EUROSYSTÉM

www.nbs.sk/frankfurtske-harky

Zrýchlenie inflácie a rýchlejší nákup dlhopisov v eurozóne sú len dočasné

V januári mohlo viacerých prekvapiť zrýchlenie rastu spotrebiteľských cien. Kde sa vzal taký silný inflačný impulz, keď je ekonomika ťažko skúšaná pandemiou? Aké sú dôvody? Výhľad tempa rastu cien na ďalšie roky sa pritom podľa ECB zásadne nemení. Rizikom pre hladké oživenie je v poslednej dobe okrem pomalej vakcinácie aj nárast dlhodobých úrokových sadzieb v USA, ktorý sa môže rozšíriť aj do eurozóny. Aj preto ECB dočasne zrýchliła nákupy vládnych dlhopisov. Snaží sa tak uvoľniť podmienky financovania nielen pre vlády, ale zachovať ich aj pre banky, firmy či domácnosti. Tie tak budú môcť preklenúť aj ďalšiu fázu krízového obdobia bez výraznejších strát na zamestnanosti či príjmoch.



Ceny ropy, zmeny v daniach a spôsob, ako sa inflácia počíta zvýšili cenový rast

Potom ako od augusta 2020 ceny v porovnaní s predošlým rokom klesali, vzrástla inflácia začiatkom tohto roka na takmer 1%. Na svetových trhoch výraznejšie rástli ceny ropy, čo sa premietlo do cien energií. Ich medziročný pokles sa tak významne spomalil a menej tlmil celkovú infláciu (**graf 1**, modrá farba). Okrem toho na infláciu pôsobili vplyvy ako napríklad zmena nepriamych daní, či zloženie „nákupného košíka“, na základe ktorého sa inflácia počíta.



Nepriame dane v Nemecku vzrástli

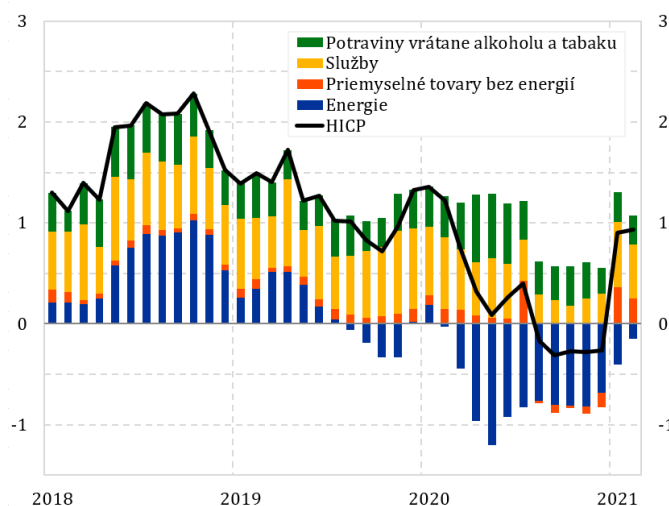
V lete minulého roku nemecká vláda dočasne znížila daň z pridanej hodnoty (DPH). Táto forma pomoci ekonomike a spotrebiteľom platila do konca roka 2020. Od januára sa teda vrátila pôvodná, vyššia DPH. Ceny tovarov a služieb sa tak zvýšili. Súčasne, na ceste k zelenejšej ekonomike sa v Nemecku zaviedla uhlíková daň. Ceny energií rástli aj preto vyšším tempom. Váha Nemecka v harmonizovanom indexe spotrebiteľských cien (HICP) eurozóny je veľká. Tieto opatrenia preto významne ovplyvnili inflačné čísla za celú eurozónu (**graf 2**).



Slabšie novoročné výpredaje

Protipandemické opatrenia zamerané na obmedzenie sociálnych kontaktov, často znamenali aj zavreté obchody s odevmi a obuvou. To výrazne obmedzilo intenzitu sezónnych výpredajov. Kým obvykle v januári klesajú ceny odevov a obuvi takmer o 15%, tak tento rok to bolo približne len 10%. Práve preto sa zrýchlil rast cien priemyselných tovarov bez energií, čo ovplyvnilo aj celkový rast inflácie (**graf 1**, červená farba). Už vo februári tento vplyv takmer vyprchal.

Graf 1: Inflácia a príspevky jednotlivých komponentov v eurozóne (v percentách/percentuálnych bodoch)



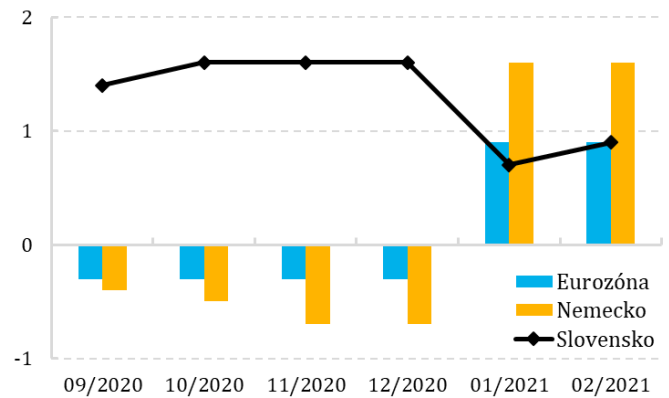
Zdroj: Eurostat a výpočty NBS



Pandémia zmenila správanie spotrebiteľov, nové váhy cenového koša zvýšili infláciu

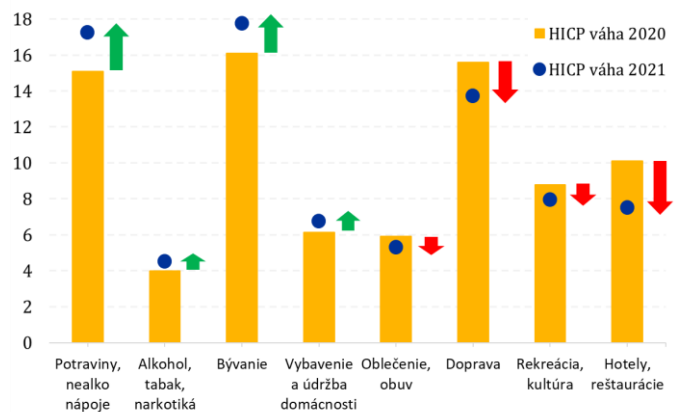
Ako dôsledok prijatých opatrení a zlej pandemickej situácie ľudia obmedzili návštevy reštaurácií, služby cestovných kancelárií, či využívanie verejnej dopravy. Naopak, viac prostriedkov míňali na potraviny alebo bývanie. Od januára 2021 toto správanie spotrebiteľov zohľadnili nové váhy jednotlivých položiek v cenovom koši (graf 3). Ceny služieb, o ktoré je v dôsledku pandémie malý záujem rastú pomaly, alebo dokonca klesajú, čím tlmia celkovú infláciu. Keďže ich váha v cenovom koši poklesla, tlmia ju od januára menej. Naopak, rýchlejšie rastúce ceny potravín, či bývania, dostali vyššiu váhu a viac tak prispievajú k celkovému cenovému rastu. Na Slovensku sa však váhy v cenovom koši výraznejšie nezmenili. Tu naopak inflácia v januári mierne klesla v dôsledku poklesu regulovaných cien energií.

Graf 2: Inflácia (v percentách)



Zdroj: Eurostat

Graf 3: Váhy v cenovom koši (v percentách)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS



Inflácia sa po čase vráti k pôvodne očakávaným hodnotám

[Najnovšia predikcia ECB](#) predpokladá zrýchlenie inflácie v roku 2021 až k 2 percentám, ale práve kvôli uvedeným dočasným dôvodom. V ďalších rokoch by sa cenový rast mal vrátiť k pôvodne odhadovaným úrovňam. Očakávania finančných trhov aj analytikov ohľadom inflácie o dva či tri roky sú naďalej mierne, pod [cieľom ECB](#). Nie je teda dôvod, aby ECB reagovala na dočasne vyššiu infláciu. Naopak, Rada Guvernérov v marci rozhodla o [dočasnom zvýšení tempa nákupov](#) v rámci pandemickeho programu nákupu aktív (PEPP). Dôvodom bol práve utlmený inflačný výhľad, v prostredí prelievania rastúcich výnosov z dlhopisov v USA na trhy eurozóny. Tie spôsobili mierne zhoršenie podmienok financovania najmä pre vlády, čomu sa bližšie venujeme v boxe.

Podmienky na finančných trhoch znova uvoľnené

Pandémia koronavírusu a s ňou spojené opatrenia spomalili ekonomickú aktivitu, čo skomplikovalo finančnú situáciu domácnostiam, firmám aj vládam. Rozsiahle zatváranie ekonomiky znížilo tržby mnohých firiem, čo skomplikovalo platby za prenájom priestorov, splátky úverov, či mzdové náklady. Bez vládnych opatrení by boli inak zdravé firmy nútené prepúšťať, čo by mohlo nenávratne narušiť dlho budované dodávateľské siete, nahromadené vedomosti a skúsenosti, či vzťahy so zamestnancami. Domácnostiam v období znížených a neistých príjmov hrozí zhoršená schopnosť splácať hypotéku, prenájom, či bežné výdavky. Rekordné deficity vlád vytvorili dodatočný tlak na udržateľnosť verejných financií a v niektorých krajinách sa pridali k už aj tak vysokým úrovňam verejného dlhu. Okrem bezprostredných faktorov boli investície a ekonomická aktivita navyše ochromené veľkou neistotou ohľadom budúceho vývoja ekonomiky.

Podmienky na finančných trhoch sa v marci a apríli minulého roku prudko zhoršili, čo zachytáva index podmienok na finančnom trhu (graf 4). Panika na trhoch a zvýšený tlak na udržateľnosť verejných financií mal za následok nárast úrokových sadzieb, za ktoré si požičiava vláda. Tie tvoria základ, od ktorého sa potom odvíja úročenie pôžičiek firiem a domácností. Tie napokon ostali v blízkosti historických miním (viac vo [februárovom vydaní](#)). Vďaka dostupnému financovaniu od ECB, vládnych opatreniam v podobe úverových záruk, a ochote bánk poskytovať úvery sa samotné objemy úverovania hýbali v súlade s rastúcim dopytom po nich. Podmienky, za ktorých domácnosti a firmy získali prístup k úverom (úverové štandardy) sa však sprísňovali aj na jeseň roku 2020 vzhľadom na obavy bánk o schopnosť klientov splácať záväzky.

Rýchla reakcia ECB, opatrenia vlád a postupný nárast optimizmu v ekonomike vrátili koncom roka 2020 podmienky financovania na predkrízové úrovne. Nákupy dlhopisov centrálnymi bankami eurozóny rýchlo upokojili finančné trhy.

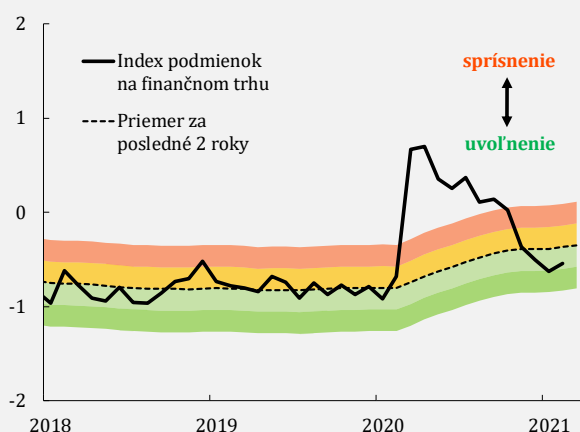
Opatrenia vlád ako napríklad tzv. kurzarbeit¹ podporili firmy pri skrátení úväzkov zamestnancom bez nutnosti prepúšťania. Odklady splátok úverov zasa predišli vyššie spomínaným problémom so splácaním záväzkov tak firmám ako aj domácnostiam. Úverové štandardy však naďalej ostávajú na sprísnených úrovniach, a to aj napriek dlhodobo nízkym sadzbám počas celého obdobia pandémie.

Zvýšenie úrokových sadzieb v USA sa od konca minulého roka začína prejavovať v mierne zvýšených nákladoch na financovanie vládných dlhov aj v eurozóne (graf 5). Globalizácia a prepojenie finančných trhov má za následok, že akciové a dlhopisové trhy vyspelých svetových ekonomík sú značne prepojené. Rastúce očakávania ohľadom ekonomického oživenia v USA sa pretavili do rastu úrokových sadzieb aj v eurozóne. Najsilnejšie sú americké dlhopisy prepojené s nemeckými, keďže spoločne patria medzi najbezpečnejšie formy investovania. Slovenské úrokové sadzby zase zaznamenali podobný vývoj ako tie nemecké.

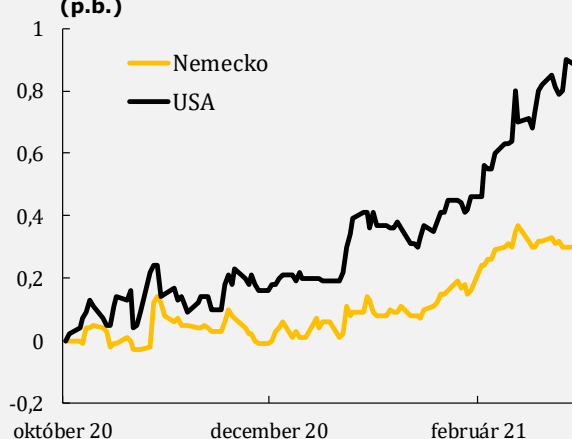
Rast výnosov v USA kopíroval rast inflačných očakávaní. V eurozóne sme tento súbeh nezaznamenali. Silnejší rast v USA, podporený rozsiahlymi vládnymi stimulmi, má v nasledujúcich rokoch priniesť vyššiu zamestnanosť a tlak na mzdové a iné náklady. To sa v konečnom dôsledku premietne do cien. Naopak, v eurozóne nebol rast úrokových sadzieb sprevádzaný zvýšenými inflačnými očakávaniami na nasledujúce roky v rovnakej miere. Keďže od vládných dlhopisov sa odvíjajú ďalšie sadzby v ekonomike, môžu sa tak v eurozóne zvýšiť reálne úrokové miery nielen na financovanie vlád, ale aj firiem a domácností.

Aby nedošlo k zastaveniu oživenia v eurozóne, ECB pristúpila k ešte rýchlejšiemu nákupu vládných dlhopisov. Predčasný rast reálnych úrokových mier v celej ekonomike by mohol spôsobiť utlmenie dobiehania predkrízovej životnej úrovne. Aby sa vývoj úrokových sadzieb v eurozóne oddelil od vývoja v USA, ECB začala prechodne kupovať európske vládne dlhopisy vo vyšších objemoch. Konečným cieľom je, aby sadzby pre firmy a domácnosti zostali izolované od terajšieho diania na globálnych finančných trhoch.

Graf 4: Index finančných podmienok v eurozóne



Graf 5: Zmena výnosov 10-ročných vládných dlhopisov (p.b.)



Zdroj: Macrobond, výpočty NBS

Poznámka: Index podmienok na finančnom trhu zhŕňa 22 premenných z kategórií vládných výnosov, úverových štandardov, dostupnosti likvidity, úrokových sadzieb úverov a nastavenia menovej politiky. V prípade, že pre niektoré premenné nie sú dostupné hodnoty za február, boli použité januárové hodnoty. Pohyb indexu, ktorý presahuje všetky farebné pásma, zodpovedá prípadom, ktoré sa historicky vyskytujú ojedinele, cca v 5% prípadov.

¹ Dohoda medzi zamestnancom, zamestnávateľom a štátom, kde sa zamestnanec skráti pracovná doba a ušlý príjem mu uhradí štát. Zamestnávateľ sa zároveň zaviazal, že takéhoto zamestnanca neprepustí. Kurzarbeit fungoval v niektorých krajinách už počas globálnej finančnej krízy a teraz sa znova začal používať počas koronakrízy, mimo iného aj na Slovensku.



Slovník

HICP (harmonizovaný index spotrebiteľských cien)

V eurozóne sa inflácia spotrebiteľských cien meria pomocou harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (Harmonised Index of Consumer Prices - HICP). Tento index zachytáva zmenu cien tovarov a služieb spotrebovaných domácnosťami eurozóny. Pojem „harmonizovaný“ označuje skutočnosť, že všetky krajiny Európskej únie používajú rovnakú metodiku. To zaisťuje, že údaje za jednu krajinu je možné porovnávať s údajmi za inú krajinu.

Reálna úroková miera

Nominálna úroková miera nám udáva, koľko percent ročne zaplatíme z požičanej sumy či zarobíme z investície. Ak rastú v ekonomike ceny, splátka hypotéky vo výške 400 eur má dnes väčšiu hodnotu ako o rok, kedy budú ceny vyššie. Reálny úrok teda dostaneme odčítaním inflačných očakávaní od nominálneho úroku. Z tohto dôvodu je veľký rozdiel, či úrokové miery na vládny dlh rástli kvôli očakávanej inflácii alebo sú splátky naň reálne drahšie.



Frankfurtské hárky 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“.