



# Frankfurtské hárky

november 2021



NÁRODNÁ  
BANKA  
SLOVENSKA  
EUROSYSTÉM

www.nbs.sk/frankfurtske-harky

## Prečo nepanikáriť pri rekordne vysokej inflácii v eurozóne?

- Inflácia v eurozóne dosahuje historicky najvyššie úrovne aj preto, lebo minulý rok bola veľmi nízka.
- Ceny energií sú hlavnou príčinou zrýchlenia inflácie. Ich vplyv v priebehu budúceho roka odznie.
- Na ceny tlačí aj nedostatok surovín, súčiastok a dopravnej kapacity. Ale trvalý tlak na infláciu z týchto dôvodov zrejme nebude.
- Mzdový vývoj zatiaľ nevytvára nadmerný tlak na rast cien.
- Očakávaná inflácia na ďalšie roky sa z príliš nízkych úrovní až teraz ustala u okolo 2% cieľa.



### Inflácia je dnes vysoká aj preto, lebo pred rokom bola príliš nízka

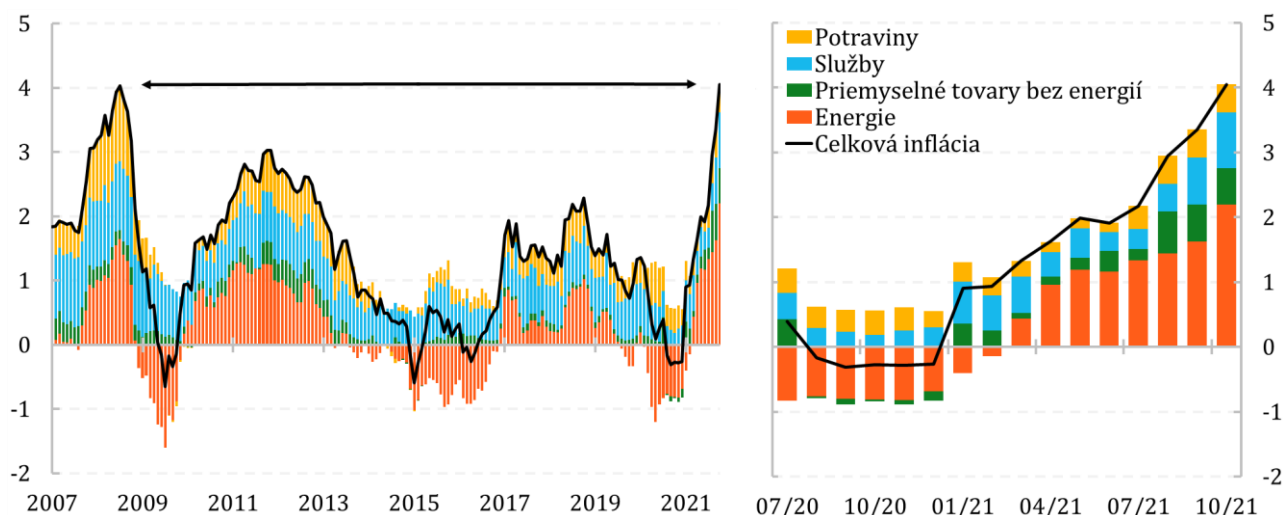
Inflácia v eurozóne dosiahla v októbri 4,1% – najvyššiu úroveň od vzniku eurozóny<sup>1</sup>. Vo významnej miere to ide na vrub dočasných faktorov, ktoré spôsobili spomalenie cenového rastu v druhej polovici minulého roka. Inflácia sa vtedy dokonca nachádzala mierne v záporných hodnotách. Medzi dočasné faktory patrí najmä prechodné minuloročné [zníženie DPH v Nemecku](#). Tento vplyv by mal odznieť v januári 2022 a predvídateľne bude tlačiť mieru inflácie dole. Druhým faktorom sú nízke ceny energetických surovín spred roka. Tie začali rýchlejšie rásť začiatkom tohto roka. Ich vplyv na infláciu by sa mal postupne od začiatku budúceho roka zmiernovať.



### Za polovicu inflácie môžu energie

Ceny energií v októbri prispeli k celkovej inflácii viac ako 2 percentuálnymi bodmi (**Graf 1**). Spolu s uvoľňovaním protipandemických opatrení a zvyšovaním mobility prirodzene rástol v priebehu tohto roka dopyt po ropu. Na druhej strane ponuka, teda objem ťažby ropy, nereagovala dostatočne pružne. To bolo ešte umocnené vysokými cenami zemného plynu, čo zintenzívnilo úvahy výrobcov elektriny o nahrádzaní plynu ropou.

Graf 1 Inflácia HICP a príspevky vybraných komponentov (medziročne, %, perc. body)



Zdroj: Macrobond.

<sup>1</sup> Rovnakú úroveň dosiahla aj v júli 2008.



## Menej plynu pre Európu

Pre nehody s Austráliou prestala Čína dovážať uhlie z tejto krajiny, ktorá bola jej najväčším dodávateľom. Viac sa preto orientovala na zemný plyn a skvapalnený zemný plyn. Aj iné ázijské ekonomiky boli ochotné za skvapalnený zemný plyn ponúkať stále vyššie ceny. Navyše sa dopyt po plyne zvyšuje aj v dôsledku postupného prechodu na zelenšiu ekonomiku, keď je práve plyn vnímaný ako určitý medzistupeň na ceste k obnoviteľným zdrojom. Vyššie ceny plynu sa následne premietajú do drahšej výroby elektriny. Podobne ako pri ropе aj v prípade plynu ponuka reagovala nedostatočne. Objem prepraveného plynu z Ruska do Európy nestačil na doplnenie zásobníkov pred zimnou sezónou. Ku koncu októbra však zazneli informácie z ruskej strany o zvýšení dodávok plynu pre Európu. Okamžite sa to prejavilo v cenách týchto komodít, ale aj elektrickej energie (**Graf 2**).



## Otváranie ekonomiky potiahlo ceny služieb

Postupné otváranie ekonomiky sa premietlo do rastu cien služieb, ktoré boli najviac zasiahnuté pandémiou. Oživenie dopytu podporilo najmä cenový rast zájazdov a ubytovania. Napriek tomu sa v súčasnosti ich ceny len priblížili úrovniam z rovnakého obdobia roku 2019. Na ceny služieb spojených s dopravou už vplývali aj ceny ropy.



## Mzdový vývoj zatiaľ netlačí na ceny

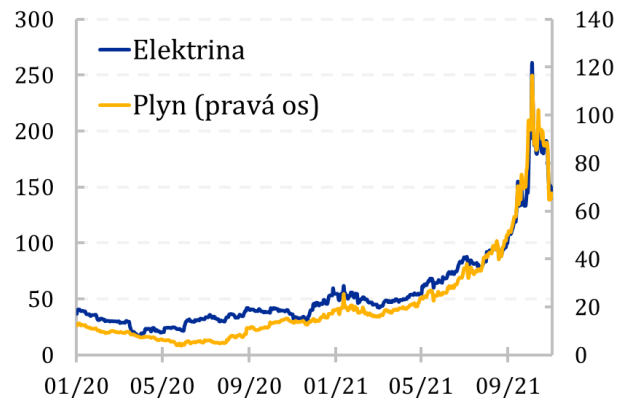
Na rozdiel od roku 2008, kedy inflácia dosahovala porovnateľné hodnoty, je rast dojednaných miezd približne polovičný (**Graf 3**). Ekonomika eurozóny sa z pandémie zatiaľ nezotavila, slabým miestom je predovšetkým sektor služieb. V porovnaní s predpandemickým obdobím ešte veľa ľudí nepracuje alebo pracuje v skrátených úväzkoch. Ich postupný návrat do zamestnania by mal tmiť tlak na mzdy. Riziko pre budúci vývoj inflácie spočíva predovšetkým v prenesení súčasného inflačného vývoja do inflačných očakávaní a následne do miezd. Ak budú domácnosti očakávať dlhodobo vysoký rast cien, vyjednávajú si v práci vyššie mzdy a zvýšia sa tak náklady firiem. Tie v snahe udržať si maržu, ak to spotrebiteľské nálady umožňujú, môžu preniesť tento nárast do cien a inflácia tak rastie. Preto aj ECB zdôraznila, že práve [mzdový vývoj](#) je potrebné pozorne analyzovať.



## Chýbajúce súčiastky a drahá doprava

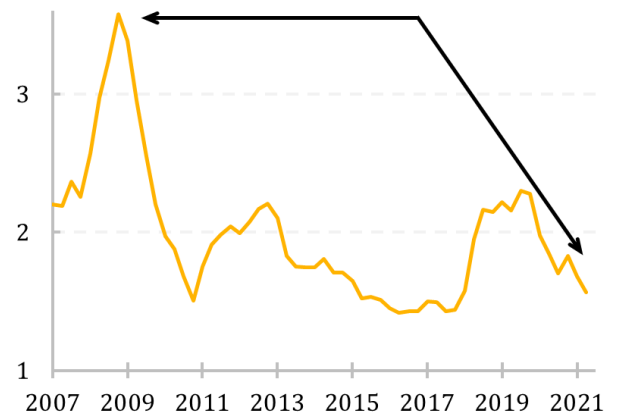
Počas pandémie bola veľká časť sektoru služieb uzavretá a spotreba sa tak vo vyššej miere orientovala na tovary. Výrazne tak vzrástol globálny dopyt po spotrebných tovaroch, čo spôsobilo nápor na dostupnosť niektorých komponentov a materiálov. Vznikol silný tlak aj na dopravné výkony, ktoré takisto zdraželi. Poruchy na strane ponuky sa postupne začínajú odrážať aj v cenách niektorých spotrebiteľských tovarov (**Graf 4**). Zvyšujú sa napríklad ceny nových áut, čo potiahlo aj rast cien ojazdených vozidiel. Obnovenie plynulých tokov dodávok a zlepšenie situácie v doprave zatiaľ vyzerá na dlhobohjši problém, ale trvalý tlak na infláciu ani z tohto zdroja nemožno čakať.

Graf 2: Nemecko – ceny futures pre plyn a elektrinu



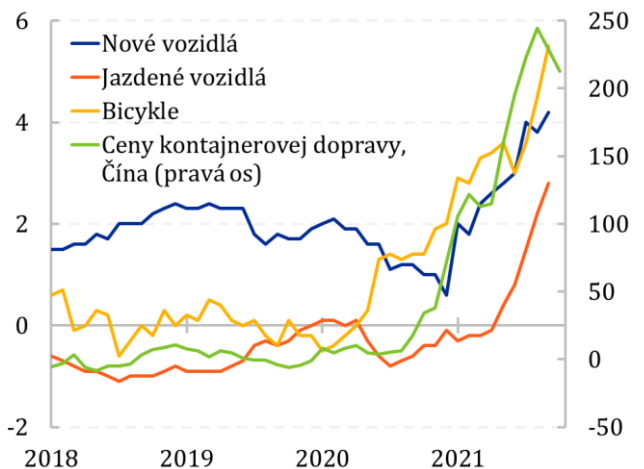
Zdroj: Macrobond.

Graf 3: Rast dojednaných miezd (medziročne, %, kľúčový priemer za dva štvrtroky)



Zdroj: Macrobond.

Graf 4: Ceny vybraných tovarov (HICP EA) a kontajnerovej dopravy (medziročne, %)

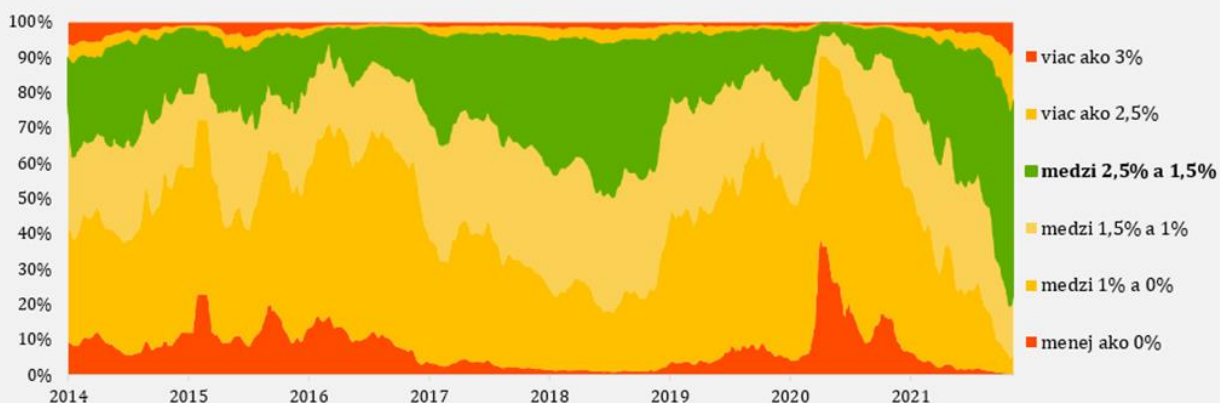


Zdroj: Macrobond.

## Ako to vidí trh?

**Inflačné očakávania na nasledujúce roky v posledných mesiacoch rástli, no finančné trhy očakávajú, že sa inflácia usadí v okolí dvojpercentného cieľa.** Dáta z finančných trhov ukazujú, že zmeny nálad odzrkadľovali nízku pravdepodobnosť návratu inflácie pod 1,5% (Graf 5, žlté pásma medzi 0% a 1,5%). Kým trhy pripisujú nízkej inflácii stále nižšiu pravdepodobnosť, oveľa viac veria scenáru, že inflácia sa bude najbližších 5 rokov pohybovať v úzkom okolí inflačného cieľa (Graf 5, zelené pásma). Nadalej platí, že obavy z vysokej a pretrvávajúcej inflácie vyššej ako 3% (Graf 5, horné červené pásma) sú nízke.

**Graf 5: Pravdepodobnosti budúceho vývoja inflácie v eurozóne vyplývajúce z cien inflačných opcí (očakávaná priemerná inflácia za obdobie najbližších 5 rokov)**

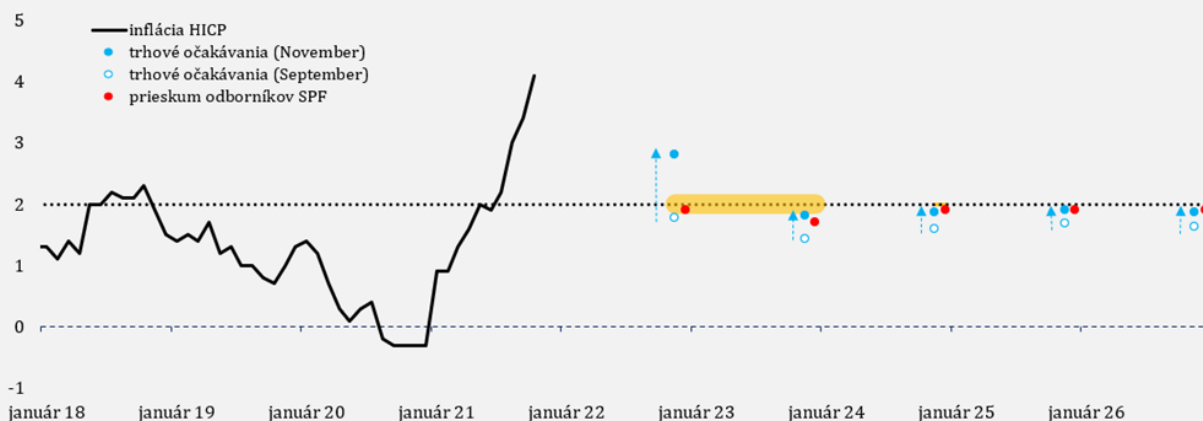


Zdroj: Bloomberg, výpočty NBS

Poznámka: Graf pracuje s údajmi z trhu s inflačnými opciami (opcie naviazané na index HICP v Eurozóne). Hrúbka jednotlivých farebných pásiem predstavuje pravdepodobnosť, s akou trhoví aktéri predpokladajú, že priemerná inflácia za najbližších 5 rokov sa ocitne v danom intervale. Ďalšie detaily prístupu sú popísané vo [Frankfurtských hárkoch](#).

**Trhmi očakávaný vývoj inflácie sa posúva ku splneniu cieľa ECB (Graf 6).** Inflácia by mala na jar 2022 dosiahnuť vrchol a následne spomaľovať smerom ku [cieľu ECB](#). Z pohľadu naplňovania mandátu cenovej stability a prípadných opatrení na jej udržanie je však dôležitejší výhľad na ďalšie roky. V dnešnej situácii je kľúčové to, či inflácia klesne pod 2% v najbližších rokoch<sup>1</sup> (Graf 6, žltá hranica). Odhady budúceho vývoja inflácie [Survey of Professional Forecasters](#) (Graf 6, červené bodky) aj odhady finančných trhov vypočítané z inflačných swapov (Graf 6, modré bodky) sa ku cieľu už priblížili, no stále ostávajú mierne pod ním. Aktuálny nárast inflácie nad cieľ neznamená automaticky, že by ECB mala začať zvyšovať sadzby. V súlade so stratégiou menovej politiky sa môže inflácia počas prechodného obdobia ocitnúť aj mierne nad úrovňou stanoveného cieľa. Smerodajné v tomto smere budú predikcie centrálnych bánk Eurosystemu, ktoré ECB najbližšie zverejní v decembri tohto roku.

**Graf 6: Vývoj inflácie HICP a očakávaní ohľadom jej budúceho vývoja (%)**



Zdroj: ECB SDW, Survey of Professional Forecasters.

Poznámka: Trhové očakávania sú vypočítané na základe swapov naviazaných na infláciu s rôznou splatnosťou. Zo swapov sa následne vypočíta forwardová krivka, ktorá popisuje očakávaný vývoj inflácie v budúcnosti. Žlté pásmo znázorňuje časové obdobie, ktoré je pre ECB rozhodujúce pri vyhodnocovaní inflačných očakávaní. [Signalizácia budúceho vývoja menovej politiky](#) je naviazaná na toto časové obdobie. Septembrová predikcia ECB predpovedá vývoj ekonomiky v súčasnosti od dnes až po koniec roku 2023. Pásmo teda začína približne v polovici tohto horizontu a končí v roku 2023. Modré šípky znázorňujú zmenu trhových očakávaní ohľadom budúcej inflácie od septembra do novembra 2021.

<sup>2</sup> ECB pravidelne predikuje vývoj ekonomiky v horizonte 2-3 rokov. V súčasnosti predpovedá ekonomický vývoj do konca roka 2023.



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