

Infláciu zrážajú ceny energií a silné euro

- ✂ ECB v novej prognóze očakáva infláciu dočasne pod dvojpercentným cieľom
- ✂ Nadol ju tlačí zlacnenie energií plynúce z obáv o výkonnosť svetovej ekonomiky spolu so silnejším eutom
- ✂ Ceny energií a výmenný kurz vplyvajú na cenový vývoj s viac než ročným oneskorením
- ✂ Analytici aj finančné trhy predpovedajú, že neskôr sa inflácia stabilizuje okolo 2 percent

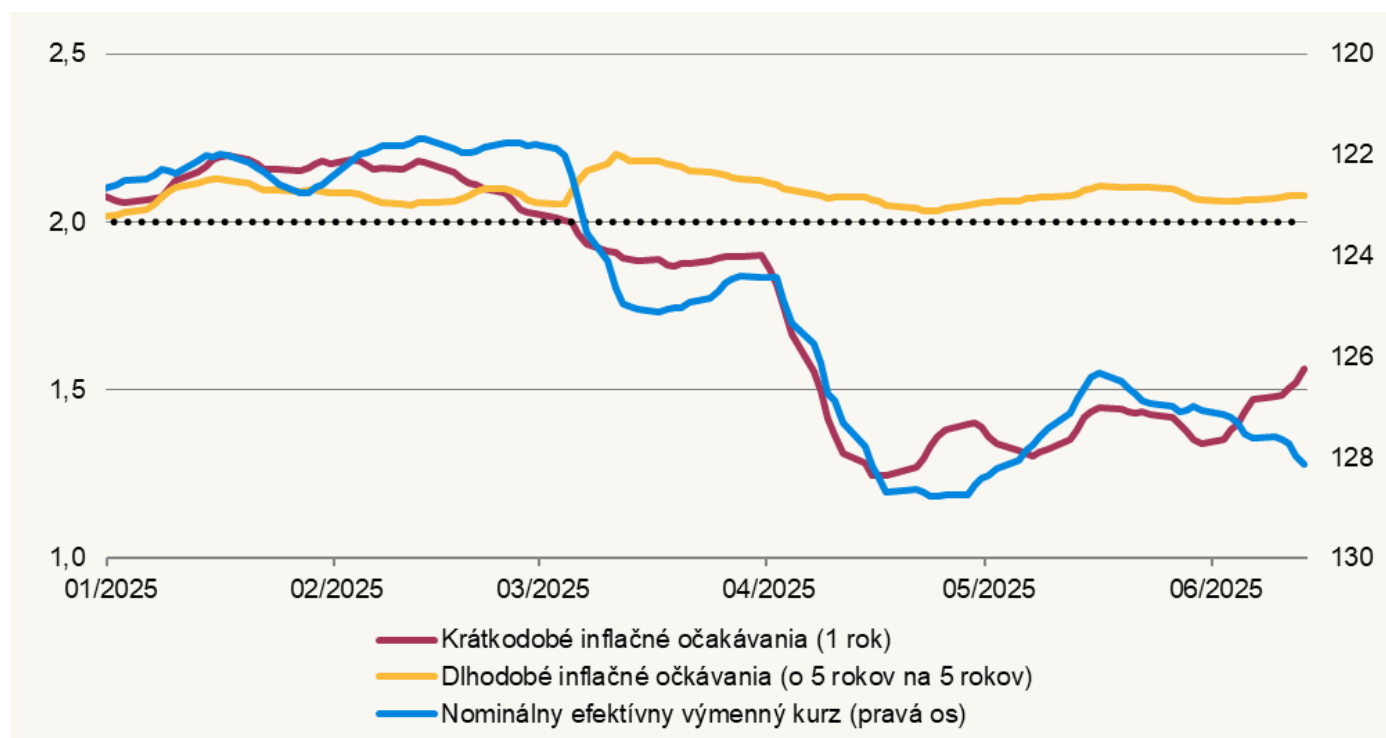
Silnejšie euro a lacnejšie energie budú najbližší rok tlačit' infláciu v eurozóne pod dvojpercentný cieľ. V roku 2026 sa podľa predikcií ECB dostane až k hodnote 1,4 % a aj podľa finančných trhov bude najbližší rok nižšia (graf 1, červená čiara). Kľúčovú úlohu však hrá neistota okolo amerických cieľ. O tom, že neistota ohľadom amerických cieľ je veľká, svedčí aj skutočnosť, že ECB pripravila viacero scenárov od postupného zmiernenia napätia, cez dlhšie

trvajúcu neistotu až po zhoršenie situácie s možnou reakciou zo strany EÚ.

Euro je voči doláru najsilnejšie od roka 2021 a voči širokému košu mien si od začiatku roka tiež polepšilo. Jeho sila zlacňuje importy, zmiernuje cenové tlaky a výrazne ovplyvňuje nálady finančných trhov voči inflácii najbližší rok. Jednou z možných interpretácií posilnenia eura je aj upevnenie jeho pozície ako bezpečného prístavu uprostred neistoty a nedôvery časti investorov voči USA. Podobný efekt na infláciu majú aj energie, ktoré v posledných mesiacoch zlacneli pre oslabený globálny dopyt a obavy z dopadov obchodného napätia.

Napriek tomu sa čaká návrat inflácie k 2 %. Očakávania cenového rastu v dlhšom horizonte sú pevne ukotvené (graf 1, žltá čiara) a jadrová inflácia bez vplyvu energií sa bude naďalej hýbať blízko 2 %. Analytici vidia riziká, že inflácia bude kolísat' nad alebo pod cieľom ako približne vyrovnané. Dôveru v návrat inflácie k cieľu podporuje aj menová politika ECB. V júni znížila úrokové sadzby na 2 %, čím ukázala ochotu prispôbiť sa aktuálnym podmienkam. ECB však zdôrazňuje opatrnosť a rozhodnutia bude naďalej prispôsobovať podľa vývoja ekonomických dát.

Graf 1
Silné euro a lacnejšie energie tlačia infláciu nadol. Napriek poklesu krátkodobých očakávaní sú tie dlhodobé ukotvené.



Zdroj: Bloomberg, SDW

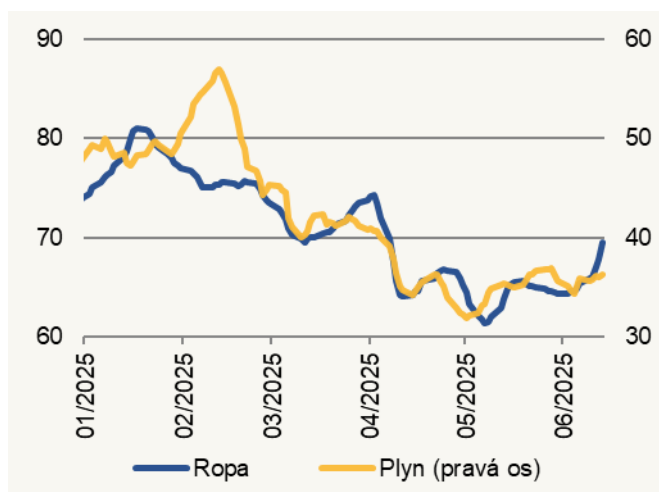
Očakávaná inflácia klesá pod cieľ

Rast cien v eurozóne sa spomalí pod 2 % už v druhom štvrtroku 2025 a do začiatku roka 2026 sa inflácia môže dostať až k približne 1,4 %. Na nízkych úrovniach zotrvá niekoľko štvrtrokov a až potom sa pomaly vráti späť k cieľu. Dôvodov je viac: euro sa posilnilo, energie sú lacnejšie, rast miezd sa spomaľuje a ekonomika ochladzuje. Jej oživenie v prvom štvrtroku 2025 bolo len výnimočné, keďže firmy sa predzásobili pre obavy z amerických ciel a tento efekt čoskoro vyprchá. Obchodné spory a zvýšená globálna neistota naďalej negatívne vplyvajú na finančné trhy a americké clá môžu na určitý čas spomaliť export aj rast HDP eurozóny. Na základe tohto vývoja sa ECB rozhodla znížiť základnú úrokovú sadzbu na 2 %, čo je najmenej od decembra 2022.

Za spomalením inflácie stoja lacnejšie energie a silnejšie euro

V dôsledku globálnej nadprodukcie a slabšieho dopytu v posledných mesiacoch klesli ceny ropy a plynu (graf 2). To sa takmer okamžite prejavilo v nižších účtoch za elektrinu, kúrenie aj pohonné hmoty. V Nemecku k tomu prispelo aj administratívne zníženie cien elektriny. Druhým faktorom je silnejšie euro. To znamená, že za rovnaké množstvo eura nakúpime viac zahraničného tovaru, čo zasa tlačí dovozné ceny nižšie. Jadrová inflácia, ktorá odhliada od cien energií a potravín, však zatiaľ klesá pomalšie. To ukazuje, že domáci dopyt stále drží ceny niektorých služieb a tovarov vyššie. Avšak aj tento inflačný ukazovateľ postupne smeruje pod cieľ, najmä vďaka slabnúcej inflácii v službách. Na druhej strane, v budúcnosti sa môžu objaviť nové tlaky na rast cien, ako sú plánované fiškálne stimuly v Nemecku a vyššie výdavky na obranu v celej EÚ. ECB zároveň očakáva, že v roku 2027 ceny ovplyvní aj prechod na zelenú ekonomiku a inflácia sa postupne vráti k cieľu.

Graf 2
Ceny ropy a zemného plynu

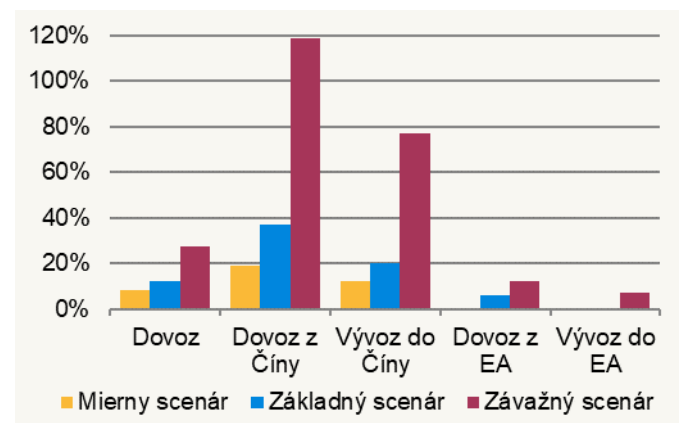


Zdroj: Bloomberg

Scenáre ukazujú, že clá ovplyvňujú výhľad inflácie aj rastu

Neistota ohľadom amerických ciel brzdí obchod a znižuje dôveru firiem aj spotrebiteľov. ECB preto v júni pripravila alternatívne scenáre vývoja ciel, ktoré sa stali súčasťou jej makroekonomických projekcií (graf 3). Základný scenár počítá s trvalými clami na úrovni 10 % bez odvetu zo strany EÚ. Neistota síce zostane zvýšená, ale bude sa postupne zmierňovať. Mierny scenár predpokladá, že už v treťom štvrtroku 2025 sa USA a EÚ dohodnú na zrušení vzájomných ciel. To by viedlo k rýchlemu poklesu neistoty a miernemu oživeniu rastu aj inflácie. Závažný scenár, naopak, predpokladá ďalšie zvýšenie ciel, symetrickú odvetu zo strany EÚ a pretrvávajúcu vysokú neistotu. To by oslabilo rast a ešte viac utlmilo cenové tlaky. Tieto scenáre ukazujú, ako veľmi sú výhľady eurozóny závislé od globálneho prostredia. V časoch častých externých šokov sa tak scenáre stávajú dôležitou súčasťou rozhodovania o menovej politike.

Graf 3
Efektívne sadzby ciel na importy tovarov a služieb



Zdroj: ECB

Ďalší postup menovej politiky bude opatrný

Zníženie sadzieb ECB zdôvodnila tým, že ekonomické podmienky sa menia a menová politika sa im musí prispôbiť. Cieľom je zabrániť tomu, aby inflácia klesla príliš nízko a zostala pod cieľom príliš dlho. Zároveň však zdôraznila, že menová politika stále tlmí dopyt v ekonomike. Sadzby v blízkosti súčasnej úrovne poskytujú menovej politike manérovací priestor. K budúcemu vývoju úrokových sadzieb sa ECB vyjadrila jasne: ďalšie kroky budú závisieť od aktuálneho vývoja inflácie, rastu, či trhu práce. Prezidentka ECB zároveň naznačila, že priestor na ďalšie znižovanie sadzieb je obmedzený a v prostredí vysokej neistoty je dôležité postupovať s rozvahou. Finančné trhy v súčasnosti predpokladajú, že do konca roka by mohla znížiť sadzby ešte raz alebo dvakrát. V druhej polovici roka zároveň ECB zverejní aktualizáciu svojej stratégie, ktorá môže načrtnúť, ako sa menová politika prispôbí novým výzvam a meniacim sa podmienkam.

BOX: POKLES ENERGIÍ A POSILNENIE EURA SA DO JADROVEJ INFLÁCIE DOSTANE MENEJ A POMALŠIE

Ceny energií za posledného pol roka klesli o zhruba pätinu (graf 2). Modelové simulácie ukazujú, že ich pokles o 20 % mohol znížiť infláciu až o 0,8 p. b. (graf 4 vľavo, modrá čiara). Podobná simulácia ukazuje, že posilnenie výmenného kurzu mohlo infláciu znížiť o niečo vyše 0,5 p. b. (graf 4 vpravo, modrá čiara). Prenos do inflácie je veľmi priamočiary, keďže ceny energií priamo vplyvajú na naše výdavky, podobne ako silnejšie euro tiež pomerne priamo zlacňuje dovozy. Výmenný kurz však môže byť v najbližšom období kolísavejší, pretože trhy citlivo reagujú na každú novú informáciu. Ceny energií sa rovnako neustále vyvíjajú, aj v kontexte s aktuálnym konfliktom medzi Izraelom a Iránom. Na to, aby sa takáto simulácia naplnila, by pokles cien energií musel vytrvať dlhší čas.

Prenos šokov do jadrovej inflácie, ktorá je pre ECB dôležitá z pohľadu nastavenia menovej politiky, býva oveľa postupnejší (graf 4, žltá čiara). Na jadrovú infláciu bude v najbližšom čase naďalej tlačiť napätý trh práce a zdravý rast miezd, a preto sa jej výrazný pokles neočakáva. Ak by aj mierne poľavila, simulácie naznačujú, že sa tak stane pomalšie.

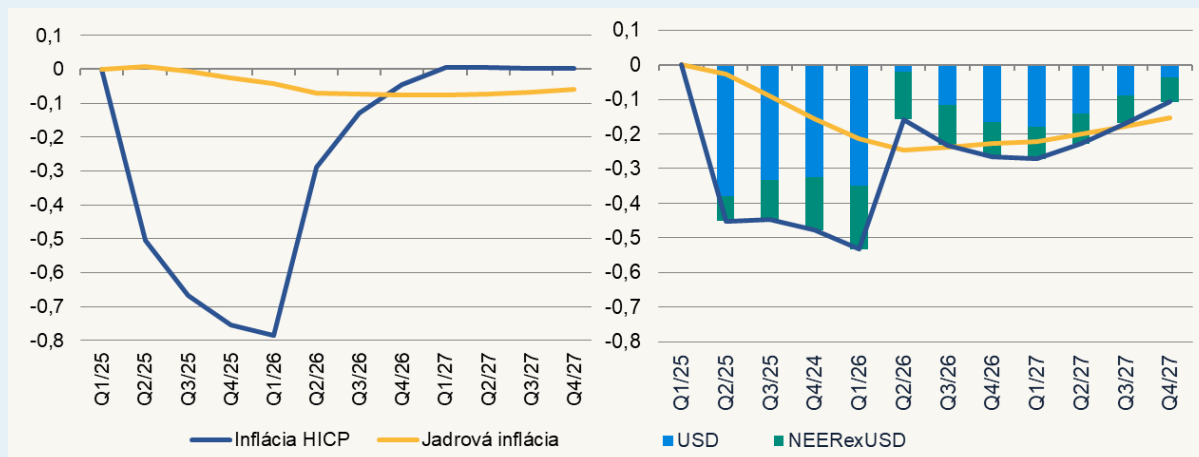
Finančné trhy predpokladajú, že pokles inflácie bude iba krátkodobý (graf 1). Krátkodobé inflačné očakávania finančných trhov kopírujú pohyby v cenách energií a vo výmennom kurze (graf 1, červená čiara), no na strednodobom horizonte neočakávajú vychýlenie inflácie od cieľa (graf 1, žltá čiara).

Aj podľa prieskumu menových analytikov sú strednodobé riziká ohľadom vývoja inflácie pomerne vyrovnané. Síce v roku 2026 predpokladajú v priemere infláciu pod cieľom (1,8 %), väčšina už v rokoch 2027 a 2028 očakáva infláciu, ktorá nebude od cieľa ďalej ako desatinu percentuálneho bodu. V súlade s predikciami ECB analytici častejšie očakávajú, že inflácia v rokoch 2025 a 2026 prinesie prekvapenia skôr smerom nadol. Stále však platí, že väčšina z nich sa neprikláňa ani na jednu stranu a riziká vnímajú ako vyrovnané.

Najčastejšie spomínanými rizikami pre infláciu sú podľa analytikov clá, fiškálna politika a geopolitický vývoj. Dodatočné fiškálne výdavky, mimo iného aj z titulu investícií do obrany, nesú podľa analytikov jasne inflačné riziká. Pri zvyšných dvoch rizikách však nie je jasná zhoda, či prípadný prekvapivý vývoj v danej oblasti prinesie vyššiu alebo nižšiu infláciu.

Graf 4

Modelová reakcia medzироčnej inflácie na šok do cien energií (vľavo) a výmenného kurzu (vpravo)



Zdroj: Výpočty NBS, model Oxford Economics

Poznámka: Ľavý graf predpokladá levelové zníženie cien energií (ropa, zemný plyn) o 20 %. Pravý graf simuluje posilnenie výmenného kurzu eura o 8,2 % voči doláru (USD/EUR) a o 3 % voči širokému košu ostatných mien (NEER bez USD).