



Frankfurtské hárky

február 2025



NÁRODNÁ
BANKA
SLOVENSKA
EUROSYSTÉM

<https://nbs.sk/publikacie/frankfurtske-harky/>

Inflácia v službách začína strácať dych

- Inflácia v službách sa v eurozóne „tvrdohlavo“ drží okolo 4 %, môžu za to rastúce mzdy, ale aj oneskorené zdraženie poistenia či regulovaných cien
- Viaceré signály naznačujú blížiaci sa obrat vo vývoji cien služieb, infláciu v sektore ďalej stlačí ochladenie ekonomiky a trhu práce
- Rizikom zostávajú obchodné vojny, ktoré môžu predražiť dovozy a spomaliť pokles inflácie v eurozóne



Vývoj cien služieb je dôvodom pre opatrný postup menovej politiky

Kým inflácia sa v porovnaní s maximami, ktoré dosahovala koncom roku 2022, výrazne znížila, rast cien služieb sa už viac ako rok drží okolo 4 % (graf 1). Ceny služieb zohrávajú v rozhodnutiach ECB dôležitú úlohu. Ovplyvňujú ich najmä domáce faktory, na ktoré má menová politika priamy vplyv. Zotrvačnosť inflácie služieb je dôvodom, prečo Európska centrálna banka znižuje úrokové sadzby postupne a v menších krokoch.



Inflácia v službách má svoju prirodzenú zotrvačnosť

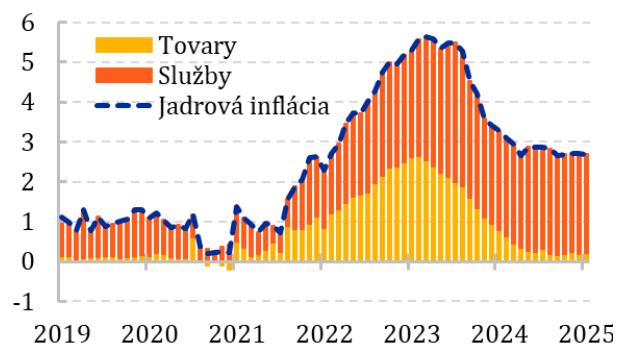
Rast cien tovarov sa už spomalil na úrovne spred pandémie, no inflácia v službách zostáva vysoká. Hlavným dôvodom sú mzdy, ktoré pre služby predstavujú veľkú nákladovú položku. Na situáciu na trhu práce však reagujú s určitým oneskorením a spôsobujú tak aj pomalšiu reakciu v inflácii služieb. Prvú vlnu rastu nákladov spustila v roku 2022 energetická kríza. Drahšie energie sa postupne pretavili do spotrebiteľských cien, inflácia rástla a kúpna sila domácností sa znižovala. V snahe obnoviť si úroveň svojho reálneho príjmu si zamestnanci postupne vymohli nárast miezd. V prostredí rekordne nízkej nezamestnanosti bol sektor služieb nútený ponúkať vyššie mzdy, aby prilákal ľudí, ktorí počas pandémie odišli pracovať do iných odvetví. Rastúce náklady v službách sa tak do rýchlejšieho rastu predajných cien premietali len postupne, s určitým časovým odstupom. Rovnako možno očakávať, že aj sprísnenie menovej politiky (od leta 2022 do jesene 2023) a útlm spotreby uvidíme v cenách služieb s určitým oneskorením.



Nielen mzdové náklady sa premietajú do cien služieb s oneskorením

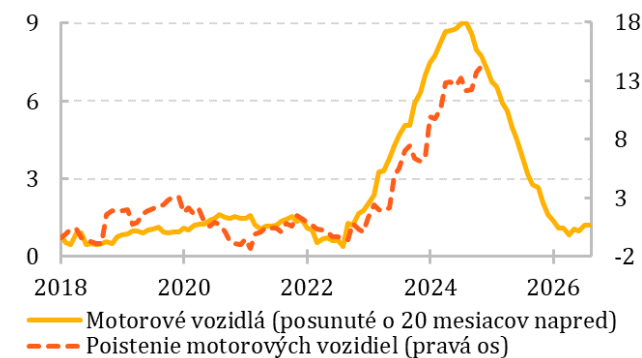
Takmer v celom priebehu roka boli jedným z „najtvrdohlavejších“ komponentov služieb ceny poistného, ktoré na rast cien poisťovaného majetku reagovali so značným oneskorením. Napríklad rast cien motorových vozidiel vrcholil na konci roka 2022, avšak ceny ich poistenia dosahujú „bod zlomu“ pravdepodobne až v súčasnosti, s približne 20-mesačným oneskorením (graf 2). Cenový rast motorových vozidiel sa dnes už výrazne spomalil a ceny poistného by ho mali nasledovať.

Graf 1: Príspevky tovarov a služieb k jadrovej inflácii v eurozóne (medziročná zmena v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: Macrobond, výpočty NBS

Graf 2: Ceny motorových vozidiel a ich poistenia (medziročná zmena v %)



Zdroj: Macrobond

Podobne aj administratívne ceny, ktoré sú výsledkom rozhodnutí na úrovni štátu, prípadne samospráv, sa zvyšujú len postupne a podporujú „neústupčivosť“ inflácie služieb¹. Napríklad ide o ceny vo verejnej doprave, ktoré sú často indexované na minulé infláciu, prípadne podliehajú iným rozhodnutiam². Inflácia bez administratívne upravovaných cien, teda tá časť celkovej inflácie, ktorá je užšie spätá s trhovými vplyvmi, už klesla pomerne výrazne a v súčasnosti sa pohybuje blízko 2 %.



Pribúdajú ďalšie signály, že inflácia služieb sa blíži k obratu

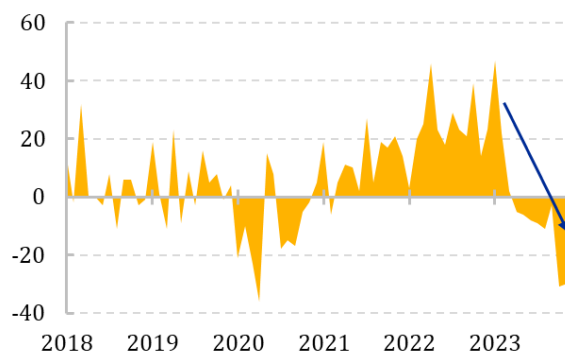
Hoci celková inflácia služieb zostáva vysoká, v jej štruktúre prebiehajú zmeny. Kým ešte v lete 2023 dosahovalo 30 % služieb cenový rast viac ako 6 %, dnes je ich podiel o polovicu menší a zdražovanie väčšiny služieb sa pohybuje do 4 %. Postupne začínajú prevažovať segmenty služieb, v ktorých sa rast cien spomaľuje. Inflácia služieb tak postupne „stráca dych“ (graf 3). Na vyšších úrovniach ju zatiaľ udržiavajú najmä ceny poistenia, dopravy a turistiky, bez nich by sa už v súčasnosti blížila k 2% (graf 4).



Ceny služieb by mal pribrzdiť aj slabý ekonomický rast a ochladenie na trhu práce

K spomaleniu inflácie v službách by mala prispieť aj slabá ekonomická aktivita. Vyhliadky ekonomického rastu eurozóny na rok 2025 sa postupne zhoršovali. Decembrová predikcia ECB očakáva v tomto roku len 1,1-percentný rast ekonomiky, kým v marci to bolo ešte 1,5 %. V súlade so slabou ekonomickou výkonnosťou pribúdajú signály ochladzovania na trhu práce. V prvej polovici roku 2022 bola miera nezamestnanosti na rekordne nízkych úrovniach a miera voľných pracovných miest³ na maximách (graf 5). Dopyt po zamestnancoch bol vysoký a pre zamestnávateľov nebolo jednoduché voľné miesta obsadiť. Odvtedy sa síce miera nezamestnanosti nezvýšila, ale podiel ponúkaných voľných pracovných miest na celkovom počte pracovných pozícií v krajine poklesol približne na úroveň z konca roka 2019. Inými slovami trh práce sa začal ochladzovať. Podľa prieskumov Európskej komisie klesá počet firiem, ktoré pociťujú nedostatok pracovnej sily. Očakávania budúcej zamestnanosti sa oslabujú naprieč ekonomickými sektormi a obavy spotrebiteľov z budúcej nezamestnanosti začali rásť. Výsledkom by mala byť menej napätá situácia na trhu práce a zmiernenie mzdového vývoja⁴.

Graf 3: "Dych" inflácie služieb - rozdiel medzi počtom položiek, ktorých rast sa zrýchľuje a tých, ktorých rast sa spomaľuje (p. b.)



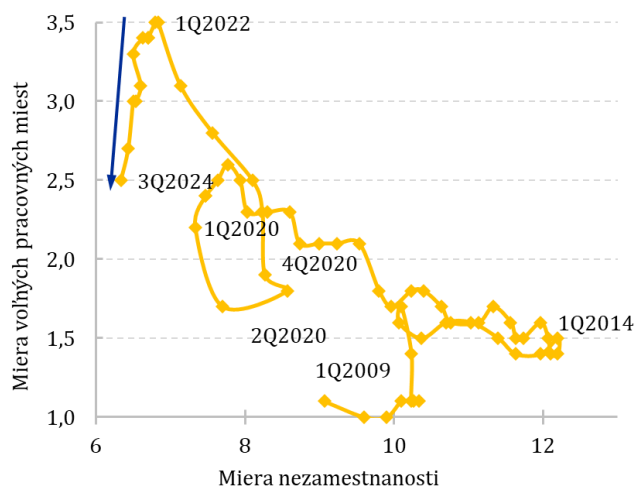
Zdroj: Macrobond

Graf 4: Inflácia služieb bez zájazdov, ubytovania, dopravy a poistenia (medziročná zmena v %)



Zdroj: Macrobond

Graf 5: Miera nezamestnanosti a miera voľných pracovných miest (%)



Zdroj: Macrobond, výpočty NBS

Poznámka: Graf zobrazuje vzťah medzi nezamestnanosťou a voľnými pracovnými pozíciami. Keď je voľných pracovných miest veľa, nezamestnanosť býva nízka. Naopak, pokles dopytu po pracovnej sile znamená zníženie voľných pracovných miest a sprevádza ho nárast nezamestnanosti. Ešte začiatkom roku 2022 počet voľných pracovných miest rástol avšak s tým klesala aj miera nezamestnanosti. Od vtedy však miera voľných pracovných miest pomerne výrazne poklesla a aj keď miera nezamestnanosti stále zostáva nízka, naznačuje to uvoľňovanie tlakov na pracovnom trhu. Nižší záujem o zamestnanosť sa postupne môže prejaviť v náraste miery nezamestnanosti.

¹ Rozsah administratívnych cien v službách sa medzi krajinami líši, vo všeobecnosti sem však spadajú ceny verejnej dopravy, školy, zdravotné zariadenia, pošta a telekomunikácie, vodné, stočné a pod. V grafe 2 sú zhrnuté všetky administratívne ceny, vrátane energií. Tie však zohrávali najväčšiu úlohu v rokoch 2022 - 2023. V súčasnosti zohrávajú vo vývoji administratívnych cien služby relatívne vysokú úlohu.

² Príkladom úprav administratívnych cien v roku 2024 bolo zvýšenie cien verejnej dopravy vo Francúzsku v priebehu olympijských hier (metro, železnice, autobusová doprava).

³ Miera voľných pracovných miest vyjadruje podiel voľných pracovných miest na všetkých pracovných pozíciách (voľných aj obsadených).

⁴ Indikátor budúceho mzdového vývoja ECB (ECB Wage Tracker) poukazuje na pomerne výrazné spomalenie mzdového rastu z takmer 5 % v roku 2024 na približne 3,2 % v tomto roku. Tento indikátor je založený na kolektívnych vyjednávaniach a obsahuje aj dojednané jednorazové bonusy. Práve tie v boli ešte v minulom roku súčasťou opatrení na zmiernenie dopadov vysokej inflácie. V roku 2025 sa už s takouto podporou zamestnancov a v takom rozsahu nepočíta a mzdový rast by sa tak mal pomerne rýchlo spomaliť.

Box: Obavy z obchodnej „vojny“ majú na infláciu v eurozóne len malý vplyv

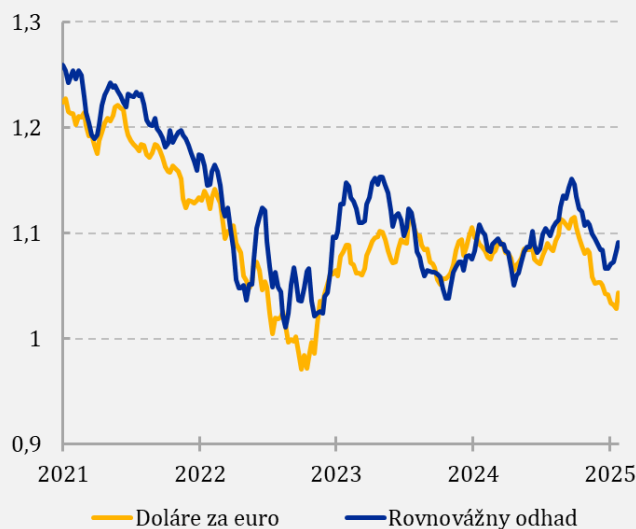
Neistota ohľadom budúceho vývoja inflácie je v súčasnosti značná, pričom kľúčovým možným vplyvom je vyostrenie obchodných vojen. Zvyšovanie ciel, ako to naznačuje politika Trumpovej administratívy, má priamy vplyv na svetové ekonomiky. Zvýšené clá na dovozy do USA vedú k posilneniu amerického dolára, čo má za následok zdraženie tovarov importovaných do eurozóny a iných regiónov. To môže vyvolať inflačný tlak v týchto ekonomikách. Navyše, aj napriek posilneniu dolára dovozy do USA zrejme zdražujú, čo povedie k vyššej inflácii. To môže zvýšiť očakávania týkajúce sa úrokových sadzieb Fed-u. Euro sa voči doláru oslabilo dokonca nad rámec rovnovážnej hodnoty, čo inflačné riziká zvyšuje (graf 6). Keďže oslabenie eura prebieha na pozadí ohlásení cieľ zo strany USA, odvetné obmedzenia dovozu amerického tovaru zo strany EÚ by mohli kurzový vývoj otočiť.

Euro sa v porovnaní s inými menami neoslabuje, čo zmiernuje inflačný dopad jeho oslabenia voči doláru. Celkovo sa euro voči menám našich obchodných partnerov od septembra minulého roka oslabilo približne o 2,5 % (graf 7). V priemere by sa takéto oslabenie podľa odhadov ECB mohlo premietnuť do zvýšenia inflácie o približne 0,1 p. b. v priebehu roka. Súčasný kurzový vývoj by tak mal zdražiť hlavne dovozy kontrahované v USD. Týka sa to predovšetkým cien palív, ktoré pomerne rýchlo reagujú na zmeny svetových cien ropy a oslabenie eura voči americkému doláru zvyšuje ich cenu na domácom trhu.

Stupňovanie colnej, resp. obchodnej „vojny“ by mohlo narušiť fungovanie vzájomného obchodu medzi USA a EÚ. Vyššie clá a silnejší dolár znamenajú, že Európa bude strácať konkurencieschopnosť na trhu v USA. Európa a eurozóna budú exportovať menej, ich hospodársky rast sa spomalí a inflačné tlaky v niektorých sektoroch, predovšetkým pri tovaroch, môžu aj poľaviť. Ak by sa však situácia v obchodných vzťahoch vyhrocovala a prerástla by do colnej „vojny“, mohlo by to viesť k vážnejším poruchám fungovania obchodu a narušeniu dodávateľských reťazcov. Následne by to mohlo vyvolať negatívny dopad na ekonomickú aktivitu a rast cien. Z dlhodobého pohľadu majú opatrenia na ochranu trhu negatívne dopady aj kvôli nižšiemu konkurenčnému tlaku na inovácie a zvyšovanie produktivity.

Európa zaznamenávala v minulých rokoch voči USA obchodné prebytky. Napríklad v roku 2023 zaznamenala EÚ prebytok v obchode s tovarmi voči USA na úrovni približne 150 miliárd eur, naopak, v službách zaznamenala schodok o niečo vyšší než 100 miliárd. Celkovo tak Európa zaznamenávala v minulých rokoch isté prebytky, ktoré vyjadrujú záujem investorov o kapitálové toky z EÚ do USA. Z tohto pohľadu teda tento stav signalizuje dobrú výkonnosť ekonomiky USA (keďže investovanie do USA poskytuje dobrý výnos) a je, podľa väčšinového názoru ekonómov, vzájomne prospešný. Tieto prebytky sa paradoxne dejú na pozadí vysokej potreby investičnej aktivity v EÚ samotnej, na čo upozorňuje napríklad nedávny [Draghiho report](#) o konkurencieschopnosti EÚ.

Graf 6: Posilňovanie kurzu dolára voči euru a odhad jeho rovnovážnej hodnoty podľa rozdielu reálneho úročenia



Zdroj: Bloomberg, výpočty NBS

Poznámka: Vývoj kurzu eura voči doláru a odhad jeho rovnovážnej hodnoty podľa dvojročných a desaťročných reálnych výnosov. Rozdiel medzi hodnotou kurzu a rovnovážnej hodnoty predstavuje efekty rizika či obchodných obmedzení.

Graf 7: Vývoj nominálneho efektívneho kurzu eura voči obchodným partnerom



Zdroj: SDW.

