



Frankfurtské hárky

január 2023



NÁRODNÁ
BANKA
SLOVENSKA
EUROSYSTEM

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

Signálov o ústupe inflácie pribúda, no úroky ešte porastú

Náznaky obratu vo vývoji inflácie sú dobrou správou pre celú ekonomiku, pre domácnosti. Nič to však nemení na nastavenom kurze Európskej centrálnej banky pokračovať v nasledujúcich mesiacoch s postupným zvyšovaním úrokových sadzieb. Riziko, že inflácia ostane nad dvojpercentným cieľom príliš dlho pretrváva. Vývoj jadrovej inflácie naďalej vzbudzuje obavy. Zostáva aj riziko zvýšených inflačných očakávaní a sekundárnych efektov.

Istý pokles cien z rekordných úrovní je prirodzený a momentálne aj očakávaný. Vo viacerých rozvinutých ekonomikách pozorujeme posledné mesiace spomalenie tempa rastu cien. Kým v USA sa inflácia nachádza už 2,5 percentuálneho bodu pod júnovým maximom, tempo rastu cien v eurozóne zatiaľ klesá iba druhý mesiac po sebe. Prudký rast cien nám totiž ukrojil z našej kúpnej sily, čo tlmí našu spotrebu, a teda aj celú ekonomiku. Trend smeruje nadol aj vďaka poklesu cien energií a komodít na svetových trhoch a tiež tomu, že vlády prijímajú opatrenia prechodne zmierňujúce rast cien energií.

Sú tu s nami však aj riziká, že pokles inflácie ku cieľu bude náročný a nie okamžitý. Dá sa napríklad očakávať, že firmám stúpnu náklady aj kvôli snahe zamestnancov dodatočne vyjednať si nárast mzdy na kompenzáciu stratenej kúpnej sily. Uvoľnenie vládnych opatrení môže tiež rozkývať inflačný vývoj.

Najbližší vývoj inflácie v eurozóne, ale aj na Slovensku ovplyvnia tri hlavné sily.

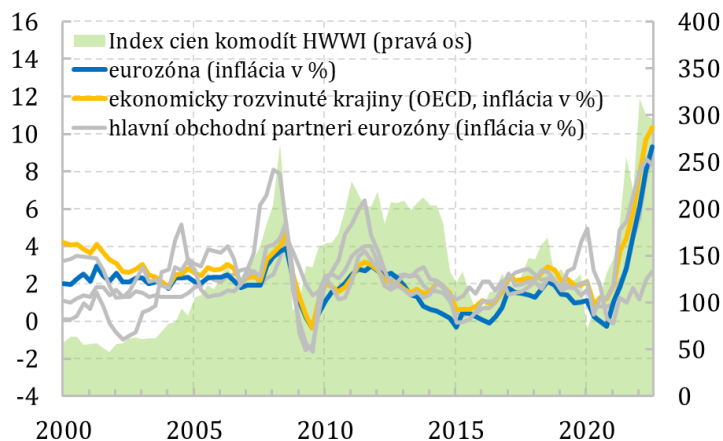


Sila č.1: Globálny charakter inflácie

Podobný vývoj inflácie vo veľkých rozvinutých ekonomikách nie je náhoda. Spomaľovanie tempa rastu cien v kľúčových svetových ekonomikách prispieva k spomaleniu aj u nás (Graf 1). Stoja za tým dva hlavné faktory. Prvým sú pohyby cien tovarov a komodít, ktoré vo veľkej miere nakupujú všetky krajiny (Graf 1, zelená plocha, komoditný index HWWI). Dobrým príkladom boli celosvetové nárasty cien niektorých kovov či energií. Druhým faktorom je úzke obchodné prepojenie rozvinutých ekonomík. Prudké zmeny v niektorej z významných ekonomík sa tradične prelievajú aj do iných krajín. Príkladom boli masívne rozpočtové transfery v USA, ktoré zintenzívnili silný globálny dopyt po tovaroch a komoditách, čo prispelo k ich masívnemu nedostatku.

Očakávaný nárast ekonomickej aktivity v Číne prinesie rozbeh svetovej ekonomiky a ovplyvní aj vývoj cien. Čína nedávno zrušila politiku nulovej tolerancie covidu a otvára sa svetu. Nárast ekonomickej aktivity Číny po odznení vlny nákazy a prechodnom útlme produkcie sa môže prejaviť aj vo forme rastu globálnych cien niektorých komodít, akými sú kovy alebo plyn. Takéto zmeny dokážu pohnúť celou svetovou ekonomikou, a teda môžu vplyvať aj na hospodárenie našich firiem. Tým môžu ku koncu tohto roka z tohto dôvodu narásť objednávky zo zahraničia, ale aj ceny niektorých vstupov, čo môže predstavovať ďalšie riziko vyšších cenových tlakov. Optimistický pohľad na druhú stranu ráta s tým, že otvorenie Číny uvoľní dodávku niektorých tovarov a komponentov, čo by dokázalo znížiť cenové tlaky.

Graf 1: Globálny charakter inflácie. Inflácia eurozóny v porovnaní s ďalšími krajinami (medziročná zmena cien v %, štvrtročne).



Zdroj: OECD.

Poznámka: Vybraní hlavní obchodní partneri eurozóny sú USA, Veľká Británia a Čína.



Sila č.2: „Gravitačné“ sily ťahajúce infláciu nadol

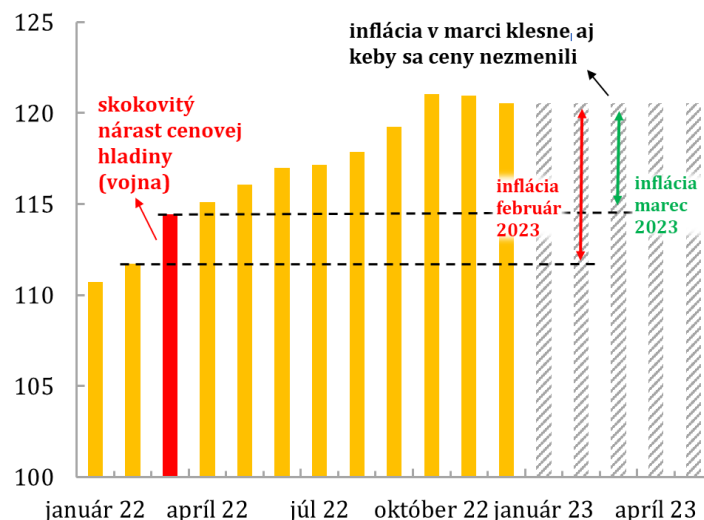
Prudký rast cien prameniáci z vonkajších vplyvov zvyčajne prinúti domácnosti a firmy upraviť správanie a oslabí našu kúpnu silu. Bežnou reakciou domácností je najčastejšie uskromnenie sa a čerpanie úspor. Zníženie spotreby zníži tlak na ďalší rast cien. Podobne firmy sa spravidla snažia v prostredí drahých vstupov a slabnúceho dopytu tlmieť rast nákladov, do ktorých spadajú aj mzdy. Dnes sa im to vzhľadom na nedostatok pracovnej sily v Európe, a snahu zamestnancov kompenzovať slabnúcu kúpnu silu, darí iba čiastočne. Očakávame aj isté úspory energií. Tie samotné môžu tlmieť cenový vývoj. Rozsah šetrenia bude závisieť aj od toho, ako budú opatrenia vlád či regulačný rámec k nemu motivovať. Pokles kúpnej sily obyvateľstva sa na druhej strane snažia tlmieť vlády svojimi opatreniami. Konečný vplyv na ekonomiku závisí aj od toho, ako cielená, či dočasná je takáto pomoc. V prípade, že je príliš veľkorysá a pridelená plošne, môže okrem pomoci zraniteľným skupinám aj ďalej podporiť dopyt a z neho vyplývajúce inflačné tlaky.

Rast cien oproti minulým rokom príbrzdí aj jednoduchý fakt, že ceny už boli vysoké pred rokom. Hovorí sa tomu bázický efekt. Invázia Ruska na Ukrajinu spôsobila prudký rast cien komodít a energií, čo skokovo potiahlo medzimesačnú infláciu najmä v marci 2022 (Graf 2, červený stĺpec). Kým dnešná hodnota inflácie obsahuje prudký marcový skok, od apríla 2023 z odhadu vypadne a inflácia bude nižšia. Nastane tak preto, že cenová hladina (základňa) spreď roka, s ktorou porovnáваме dnešné ceny, bude zrazu vyššia (Graf 2, vodorovná prerušovaná čierna čiara). Nárast cenovej hladiny preto bude nominálne nižší aj keď sa cenová hladina nezmení.

Neistota budúceho vývoja tlmí investičné a spotrebiteľské nálady. Otázky ohľadne budúceho vývoja ekonomiky, v kombinácii s očakávaniami vyšších úrokov počas nasledujúcich rokov už začali oslabovať motiváciu požičovať si a investovať, spotrebúvať dnes viac ako v budúcnosti.

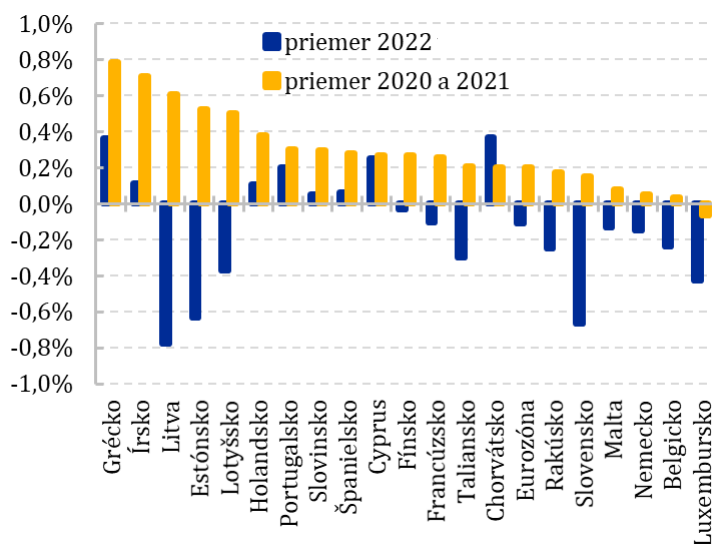
Sila gravitácie pôsobiacej na infláciu bude závisieť aj od dostupnosti úspor na krytie zvýšených nákladov. Keďže sa počas pandémie nedalo míňať ako bežne, mnohé domácnosti v eurozóne majú nahromadené úspory. Dostupnosť takéhoto vankúša umožňuje predajcom ľahšie presúvať náklady na spotrebiteľov, najmä pokiaľ ide o tovary a služby nevyhnutnej spotreby. Slovensko zaznamenalo jeden z výraznejších poklesov úspor domácností za rok 2022 v porovnaní s dlhodobým priemerom spomedzi krajín eurozóny (Graf 3).

Graf 2: Inflácia eurozóny v marci klesne, aj keby sa ceny nezmenili (index cenovej hladiny HICP).



Zdroj: Trading Economics.

Graf 3: Mesačný rast vkladov v krajinách eurozóny (voči dlhodobému priemeru, percentá).



Zdroj: ECB, Eurostat.



Sila 3: Sily zotrvačnosti predžujúce inflačnú agóniu

Všetky zvýšené náklady sa ešte nemuseli pretaviť do finálnych cien, a to môže spôsobiť istú zotrvačnosť vo vývoji inflácie. Napriek poklesu celkovej inflácie ostala jadrová inflácia v eurozóne v okolí päťpercentnej hranice. Zvýšenie cien niektorých vstupov, ako sú energie, sa totiž postupne dostávalo cez rastúce náklady do cien ďalších produktov a služieb. Domácnostiam zdraželo široké spektrum nákladov od bývania až po potraviny. Rastúce náklady pre firmy znamenali zvýšenie cien tovarov, ale aj služieb ktorým tiež vzrástli vstupné náklady za energie, či iné vstupy (napríklad pohonné hmoty, potraviny, či chemické produkty). Tento proces ešte istú dobu potrvá.

Vyššia inflácia tu môže ostať dlhšie aj v prípade, ak si zamestnanci budú nadmerne kompenzovať pokles kúpnej sily požiadavkou na vyššie mzdy. Napriek tomu, že doteraz sme v eurozóne prudký rast miezd nezaznamenali, isté zvyšovanie nás ešte čaká. Rastúce mzdy potom môžu tlačiť na infláciu cez [cenovo-mzdovú špirálu](#)¹ aj neskôr, čo môže spôsobiť, že bude náročnejšie dostať infláciu na dvojpercentný cieľ. Toto riziko našt'astie zatiaľ nie je akútne. Podobný efekt zotrvačníka môžu spôsobiť aj prípadné zvýšené inflačné očakávania, ktoré sa môžu pretaviť do správania domácností a firiem².

Inflačný vývoj môžu ovplyvniť aj vládne opatrenia. Tie rôznymi spôsobmi podporujú kúpyschopnosť domácností alebo dotujú výrobu a/alebo dodávky energií. V závislosti od toho, kedy (a či vôbec), kde a ktoré podporné opatrenia skončia, môžu ovplyvniť výšku inflácie v eurozóne či už priamo, alebo cez silu dopytu v ekonomike. Tento vplyv je veľmi relevantný v prípade Slovenska (viac sa téme venujeme v zimnom vydaní [Ekonomického a menového vývoja, kapitoly 3.1 a 3.2.](#)) niektorých.

¹ Viac sme sa téme cenovo-mzdovej špirály venovali vo vydaní [Frankfurtských hárkov z februára 2022.](#)

² Riziku zvýšených inflačných očakávaní sme sa podrobnejšie venovali vo vydaní Frankfurtských hárkov z [júna 2022.](#)

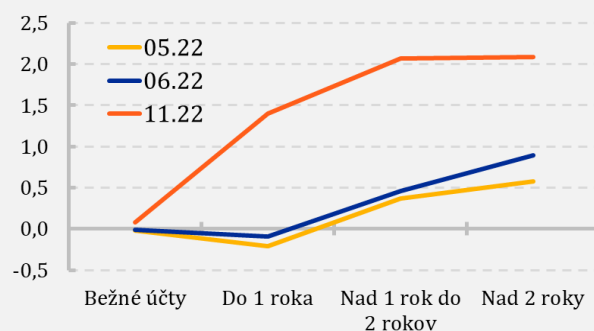
Box: Zvyšovanie menovo-politických sadzieb ovplyvňuje časovú štruktúru vkladov

Normalizácia menovej politiky sa premieta aj v úročení vkladov a vedie ľudí k presúvaniu peňazí na termínované vklady. Je to jav, ktorý vidíme v celej eurozóne a je zreteľný aj na Slovensku. Zvyšovanie kľúčových sadzieb ECB sa prenáša do úročenia termínovaných vkladov.³ Naopak, úročenie vkladov na bežných účtoch sa však vzhľadom na ich charakter prakticky nemení⁴. Výsledkom je, že výnosová krivka klientskych vkladov v eurozóne sa v porovnaní s obdobím pred zvyšovaním sadzieb posunula nahor (**Graf 4**). Podobne tomu bolo aj na Slovensku.

Domácnosti a predovšetkým podniky preto začali presúvať svoje zdroje z vkladov splatných na požiadanie na termínované vklady (Grafy 5 a 6). Uprednostňujú tak vyšší výnos pred vyššou likviditou. Záujem o termínované vklady začali prejavovať najprv podniky a neskôr sa pridali aj domácnosti.

Väčší presun v prospech termínovaných vkladov uskutočnili podniky. Úročenie termínovaných vkladov pre podniky a domácnosti bola v poslednom štvrtroku 2022 viac-menej porovnateľné. V porovnaní s obdobím pred ohláseným zvyšovaním sadzieb (máj) sa však rozdiel úročenia medzi podnikovými termínovanými vkladmi a bežnými účtami zvýšil viac ako o tretinu rýchlejšie v porovnaní s domácnosťami. Navyše v prípade podnikov bol tento rozdiel v úročení takmer 3 roky záporný (**Graf 5**). Motivácia k presunu zdrojov na termínované vklady je tak v podnikovom sektore vysoká.

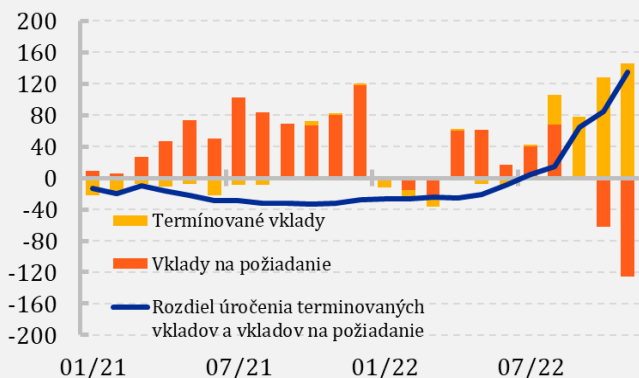
Graf 4: Výnosová krivka z vkladov (nové obchody) nefinančných korporácií a domácností (%)



Zdroj: Macrobond.

Eurozóna: Toky vkladov (3-mesačná suma) a rozdiel úročenia termínovaných vkladov a vkladov na požiadanie (mld. EUR, bázičné body)

Graf 5: Podniky



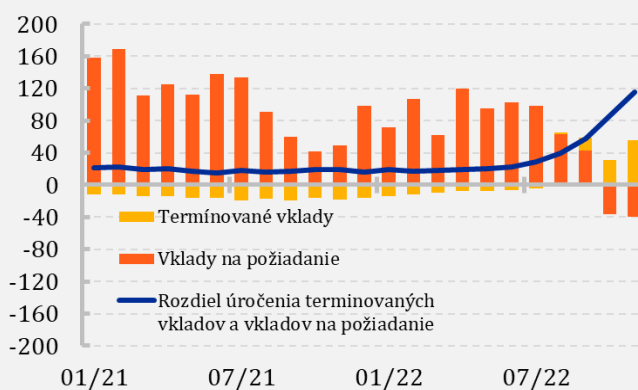
Zdroj: Macrobond.

Poznámka: Termínové vklady v grafoch predstavujú tie so splatnosťou do 2 rokov.

³ Termínované vklady v texte i grafoch zodpovedajú tým so splatnosťou do 2 rokov.

⁴ Pre vklady splatné na požiadanie je v texte používané aj označenie bežné účty.

Graf 6: Domácnosti



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“.