



Pokračujúci pokles inflácie umožnil prvé zmiernenie menovej politiky po dlhšom čase

- Rada Guvernérov ECB na svojom poslednom zasadnutí zmiernila nastavenie menovej politiky – hlavné menovopolitické sadzby sa znížili o štvrt' percenta
- Napriek zníženiu sadzieb ostáva vplyv menovej politiky na ekonomiku a infláciu naďalej značne tlmivý
- Inflácia sa približuje k cieľu, jeho definitívne dosiahnutie si však vyžaduje obozretnosť
- Začiatok postupného znižovania sadzieb sa očakáva vo všetkých veľkých svetových ekonomikách



Inflácia za uplynulých deväť mesiacov výrazne poľavila

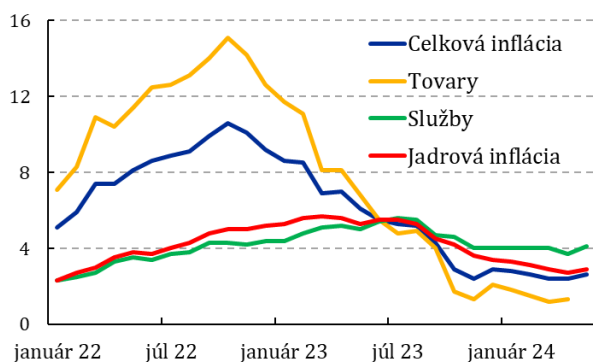
Od posledného sprísnenia menovej politiky v septembri minulého roka sa všeobecný rast cien v eurozóne výrazným spôsobom spomalil (**graf 1**). Celková miera inflácie poklesla z hodnôt prevyšujúcich 4 % na aktuálnu hodnotu 2,6 %. K ešte výraznejšiemu zmierneniu rastu cien došlo v sektore tovarov, kde je aktuálny cenový vývoj už dokonca mierne pod dvojpercentným inflačným cieľom. Naopak, inflácia v službách klesala len mierne – tejto výraznej zotrvačnosti procesu cenotvorby v sektore služieb sme sa venovali v minulom čísle (**FH apríl**). Súčasne je však z grafu možné pozorovať isté spomalenie procesu znižovania inflácie v posledných mesiacoch.



Aj inflačné očakávania sú v súčasnosti priaznivejšie

Viacero indikátorov inflačných očakávaní, či už z trhového prostredia alebo z podnikovej sféry, je taktiež na priaznivejších hodnotách v súčasnosti než tomu bolo v minulom roku (**graf 2**). Trhové odhady inflácie spotrebiteľských cien o tri roky poklesli z okolia 2,5 % v septembri minulého roka asi o štvrtinu percentuálneho bodu. Inflačné očakávania podnikov, dôležité pre ich vlastnú cenotvorbu, zaznamenali výrazný pokles. Z úrovne 3,5 % na infláciu o tri roky v júni minulého roka sú podľa aktuálnych údajov bližšie k hodnote 3 %. Na rozdiel od trhových ukazovateľov, ktoré sa hýbu v okolí 2 %, však podniky predpokladajú rasty spotrebiteľských cien v nasledujúcich rokoch v okolí troch percent, čiže nad inflačným cieľom. Tento cenový vývoj je preto pre menovú politiku dôležitý a podporuje potrebu pristupovať k znižovaniu sadzieb obozretné.

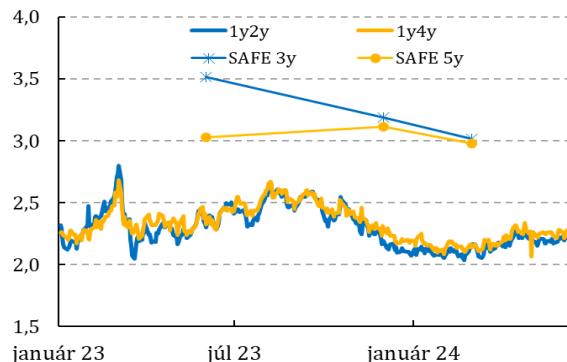
Graf 1: Vývoj inflácie v eurozóne (v %)



Zdroj: Eurostat

Poznámka: Graf zobrazuje vývoj medziročnej zmeny spotrebiteľských cien celkovo (celková inflácia) a po vybraných položkách (tovary, služby a jadrová inflácia nezohľadňujúca ceny energií a potravín).

Graf 2: Trhové a podnikové inflačné očakávania (v %)



Zdroj: Bloomberg, SAFE

Poznámka: Strednodobé trhové očakávania inflácie a očakávania inflácie firiem z dotazníka [SAFE](#) (medián).

Z pohľadu reálnych úrokových mier je menová politika stále reštriktívna



Napriek zníženiu úrokových sadzieb pôsobí menová politika na ekonomiku aj naďalej reštriktívne. Pre rozhodovanie o spotrebe, úsporách a investíciách ľudí a firiem je dôležitá najmä reálna sadzba. Vieme si to predstaviť na príklade investora do jednoročného nemeckého dlhopisu, ktorý mu v súčasnosti vynesie okolo 3,5 %. Pri svojom rozhodovaní by mal zohľadniť aj zmenu úrovne cien o jeden rok, keďže fixná platba dlhopisu (tzv. kupón) bude mať o rok nižšiu hodnotu práve o infláciu. Vzhľadom na všeobecné zníženie inflačných očakávaní od septembra o úrovne popísané vyššie je v súčasnosti reálna sadzba dokonca mierne vyššia oproti septembru 2023, kedy ECB zvýšila sadzby naposledy.



Znižovanie sadzieb sa tento rok očakáva vo všetkých veľkých svetových ekonomikách

ECB nasledovala kanadskú centrálnu banku a pridala sa k očakávanému celosvetovému otáčaniu cyklu úrokových sadzieb. Očakáva sa, že ju budú nasledovať aj ďalšie veľké ekonomiky ako USA, či Veľká Británia (**graf 3**, vyfarbené krajiny). Tak ako inflácia (globálnemu charakteru inflácie sme sa venovali v [staršom vydaní](#)), aj úrokové sadzby sa zvyknú v rozvinutom svete hýbať pomerne synchronizovane. Dôvodom je výrazné prepojenie najvyspelejších ekonomík sveta, najmä v oblasti medzinárodného obchodu, či finančných trhov. Ďalšou príčinou je aj globálny charakter šokov, ktoré svetová ekonomika zažívala – či už globálna pandémia alebo energetická kríza. Zaujímavosťou je aj to, že ECB začína so znižovaním skôr ako americký Fed, či britská Bank of England. Robí tak aj napriek tomu, že so zvyšovaním začala ECB neskôr a že nezvýšila sadzby o toľko, ako tieto dve centrálné banky. Každú krajinu však rôzne zasiahli nedávne krízy a rôznili sa aj reakcie vlád. Výsledkom sú rozdielne príčiny aktuálneho rastu cien a rozdielne vyhliadky budúceho vývoja inflácie.



Napriek skoršiemu zníženiu sadzieb sa neočakáva, že sa ECB výrazne odchyli od Fedu

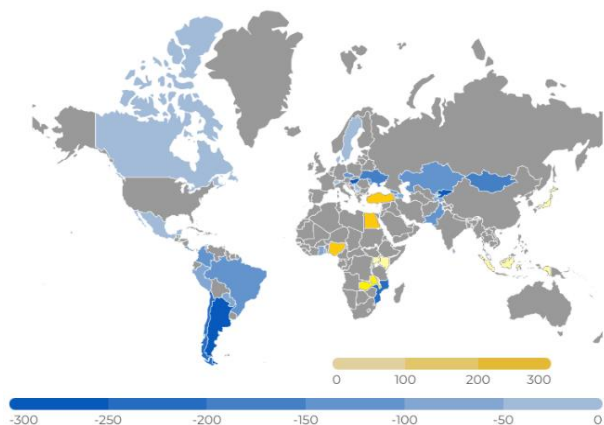
Za posledný štvrťrok prehodnotili trhy načasovanie ďalších znížení základných sadzieb ECB a Fedu. Vo všeobecnosti sa očakáva pomalšie uvoľňovanie v porovnaní s dávnejšími odhadmi. V prípade ECB trhy predpokladajú, že do konca roku 2024 sa sadzby znížia oproti maximu celkovo o takmer 0,75 percentuálnych bodov. Napriek pomalšiemu začiatku znižovania sadzieb sa však výrazné odchylenie týchto dvoch centrálnych bánk neočakáva (**graf 4**). Dôležité je aj to, že návrat k mimoriadne nízkym hodnotám zo začiatku cyklu sprísnňovania menovej politiky sa v súčasnosti neočakáva.



Obavy, že skoršie zníženie sadzieb ECB v porovnaní s Fed-om by mohlo mať neželaný dopad na kurz a cenový vývoj, sú neopodstatnené

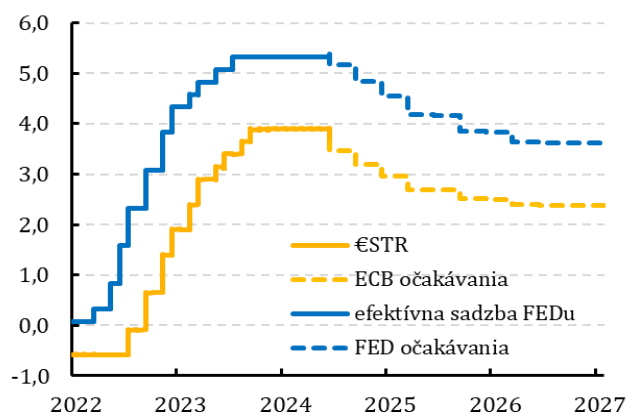
Existujú obavy, že rozdielne nastavenie úrokových sadzieb USA a eurozóny spôsobí pohyb kurzu eura voči americkému doláru, čo by zvýšilo dovozné ceny v eurozóne a následne infláciu. Z tohto pohľadu sa môže javiť konanie ECB ako unáhlené. Rozdiel medzi úrokovými sadzbami centrálnych bánk však ovplyvňuje výmenný kurz len málo. Ten zaznamenával výraznejšie pohyby aj napriek tomu, že menovopolitické sadzby sa nemenili, alebo sa zvyšovali súčasne. Po druhé, na základe [výskumu ECB](#) by znehodnotenie eura o 1 % zvýšilo v rámci jedného roka importné ceny približne o 0,3 % a celkovú HICP infláciu o 0,04 %. Znehodnotenie eura by teda muselo byť veľmi silné, aby malo výraznejší dopad na infláciu. Takýto vývoj je vo väzbe na rozhodnutie o sadzbách málo pravdepodobný.

Graf 3: Vývoj úrokových sadzieb vo svete od začiatku roku 2024 (bázičné body)



Zdroj: Bloomberg

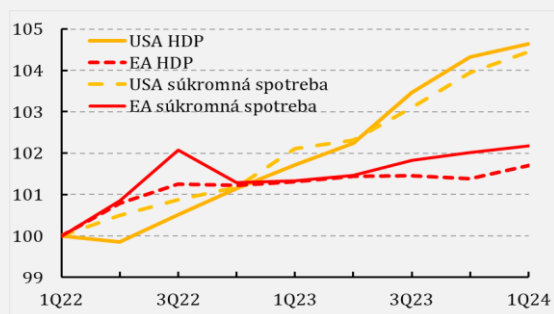
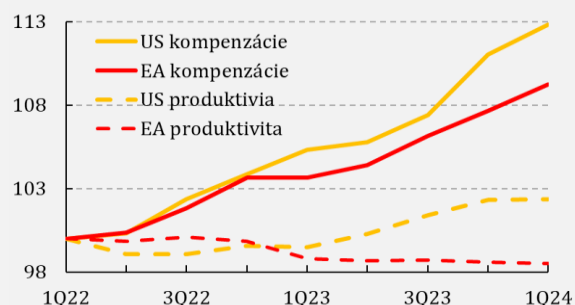
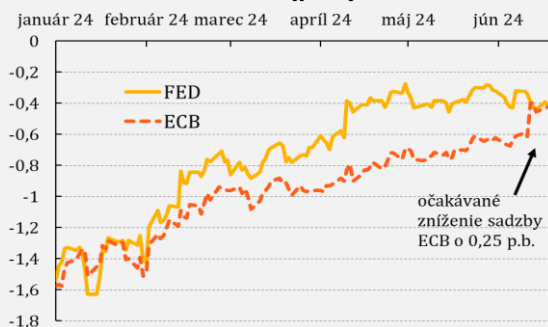
Graf 4: Očakávania o vývoji sadzieb ECB a FEDu



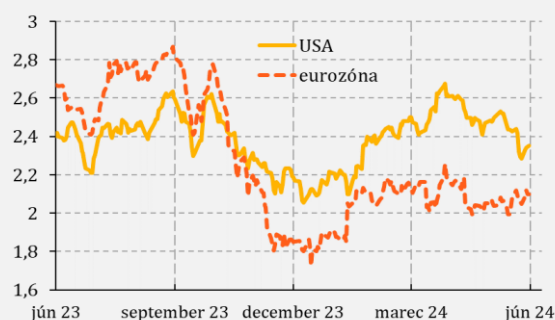
Zdroj: Bloomberg

Box: ECB uvoľnením svojej menovej politiky prebehla Fed – v čom sa ekonomická situácia líši?

Eurozóna aj USA boli donedávna vystavené inflácii blízko dvojciferných čísel. Prvotným dôvodom boli poruchy fungovania ponukových reťazcov a silný dopyt kvôli štedrej rozpočtovej politike a následnému rozpúšťaniu pandemických úspor predovšetkým v USA. Do tejto situácie navyše zasiahla ruská invázia Ukrajiny. Sprevedzal ju prudký rast cien predovšetkým energetických a poľnohospodárskych komodít. Vysoké ceny energií zasiahli najmä Európu, ktorá bola v tejto oblasti silne závislá na energiách z Ruska a zo zahraničia. USA sú približne energeticky sebestačné.

Graf 5: HDP a súkromná spotreba (index 1Q2022=100)**Graf 6: Nominálne kompenzácie a produktivita na odpracovanú hodinu (%)****Graf 7: Očakávania na zníženie sadzieb centrálnych bánk ku koncu roka 2024 (p. b.)**

Zdroj grafov 5 - 8: Macrobond, výpočty NBS

Graf 8: Trhové očakávania priemernej inflácie v nasledujúcich dvoch rokoch (%)

Prudký nárast inflácie viedol k rovnako prudkej reakcii menovej politiky na oboch stranách Atlantiku. Menovo-politické sadzby sa v pomerne krátkom období zvýšili v eurozóne o 4,5 percentuálneho bodu a v USA dokonca o viac ako 5 percentuálnych bodov. Výsledky sa postupne začali dostavovať v podobe klesajúcej inflácie a zmierňovania cenových tlakov. Tento proces však sprevádzal pomerne odlišný ekonomický vývoj.

Kým ekonomiku eurozóny brzdila energetická kríza, USA profitovali zo silnej súkromnej spotreby. Závislosť Európy na ruských energiách sa vo veľkej miere prejavila po takmer úplnom zastavení dodávok zemného plynu z Ruska. Nárast cien energií bol v krajinách eurozóny astronomický. Ceny zemného plynu vzrástli o stovky percent a rovnako sa závažne zvýšili ceny elektriny. Prudko to zasiahlo priemysel. Vysoké ceny energií sa pretavili aj do cien potravín a ďalších spotrebiteľských cien. Domácnostiam to značne odčerpalo kúpnu silu, zhoršila sa spotrebiteľská atmosféra, neistota viedla k udržiavaniu vysokej miery úspor. Na rozdiel od eurozóny bol dopad energetickej krízy na americkú ekonomiku a spotrebiteľov len mierny. Spotreba amerických domácností naďalej rástla (graf 5), vďaka mzdovému vývoju, ale aj výraznejšiemu použitiu svojich úspor. Výsledkom bol výrazný predstih rastu spotreby domácností v USA v porovnaní s eurozónou.

Rýchlejší rast miezd a skoršie spomaľovanie inflácie v USA podporili obnovenie kúpyschopnosti domácností, keď mzdový rast začal predbiehať infláciu. V eurozóne bol síce vývoj podobný ale vyššia inflácia a pomalší mzdový rast znamenali, že reálne mzdy sa prepadli výraznejšie. V USA bol mzdový rast sprevádzaný pomerne solídny vývojom produktivity práce. Jej medziročný rast v súčasnosti dosahuje takmer 3 %, zatiaľ čo v eurozóne produktivita práce klesá. Eurozóna tak v porovnaní s USA v oblasti produktivity práce postupne stráca (graf 6). Okrem iného je to dôsledok podstatne silnejšieho dopadu energetickej krízy na hospodárstvo eurozóny. Dôvody však môžu spočívať aj vo vyššej koncentrácii technologických gigantov v americkom hospodárstve a výraznejších stimuloch na zvýšenie energetickej bezpečnosti a podpory ekonomiky založenej na čistých energiách ([Inflation Reduction Act](#)).

Prísna menová politika postupne krotí infláciu. Inflácia v USA sa začala spomaľovať skôr, keďže vplyv energetickej krízy bol relatívne malý. Následne však pokles inflácie v eurozóne predbehol vývoj v USA. Značne tomu napomohli znižujúce sa ceny energií, ale aj podstatné spomaľovanie rastu cien potravín. Aj jadrová inflácia "podliezla" svoj náprotivok v USA. V dôsledku toho sa zvýšili očakávania, že ECB bude môcť razantnejšie uvoľniť menovú politiku v porovnaní s FED-om. V posledných mesiacoch sa však spomaľovanie jadrovej inflácie pribrazilo aj v eurozóne. Príčinou sú najmä ceny služieb, ktorých rast zostáva stále dynamický aj vďaka relatívne silnému mzdovému vývoju. Očakávania ohľadom tempa uvoľňovania menovej politiky v roku 2024 sa tak ešte pred znížením sadzieb ECB viac priblížili (graf 7) a po ich znížení sa viac-menej zladili. Strednodobé inflačné očakávania sú pritom v eurozóne výrazne nižšie ako v USA (graf 8). ECB tak mohla využiť väčší priestor pri uvoľnení menovej politiky. Menová politika však zostáva tak v eurozóne, ako aj v USA naďalej reštriktívna a bude naďalej napomáhať k postupnému návratu inflácie k cieľu. Tak predikcia [eurosystému](#), ako aj očakávania členov rady [Fed-u](#) naznačujú, že pokrok v znižovaní inflácie by mal naďalej pokračovať.



Frankfurtské háčky 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“.