



# Frankfurtské hárky

október 2022



NÁRODNÁ  
BANKA  
SLOVENSKA  
EUROSYSTÉM

www.nbs.sk/frankfurtske-harky

## Prečo ECB koná rázne aj keď ekonomika slabne?



### ECB koná rázne a už druhýkrát zvýšila sadzby.

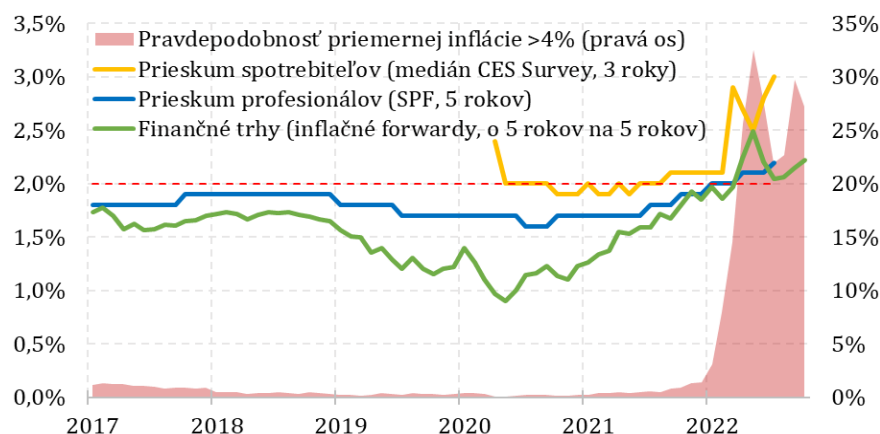
Pod vplyvom vojny a energetickej krízy sa inflačné tlaky a neistota ohľadom budúceho vývoja natoľko zintenzívnili, že ECB postupne ale svižne znižuje mieru podpory pre ekonomiku. Už druhý krát po sebe zvýšila sadzby. ECB začala konať neskôr v porovnaní s inými centrálnymi bankami vyspelého sveta. Jedným z dôvodov, prečo bolo náročnejšie konať ihneď bolo aj to, že infláciu spôsobovali takmer výlučne vplyvy, na ktoré menová politika nemá dosah, teda rast cien energií, nedostatočná ponuka čipov alebo problémy s nákladnou dopravou. Sprísňovanie nastavenia menovej politiky prichádza po období, keď ECB podporovala ekonomické oživenie vytváraním priaznivých podmienok financovania v čase pandémie.



### Prítomnosť zdrojov inflácie, na ktoré menová politika nemá vplyv komplikuje úlohu ECB.

Za normálnych okolností stabilizácia inflácie zabezpečuje ukotvenie ekonomickej výkonnosti niekde v blízkosti produkčných možností ekonomiky. Ak je nadmerná inflácia napríklad spojená s prehrievaním ekonomiky a prírýchlym ekonomickým rastom, učebnicovým receptom je priškrtenie ekonomiky a následný pokles inflácie. Centrálna banka tak zlepši plnenie svojho cieľa (inflácia) a zároveň utlmí ekonomiku iba do tej miery, aby v nej nevznikli nežiaduce pnutia.

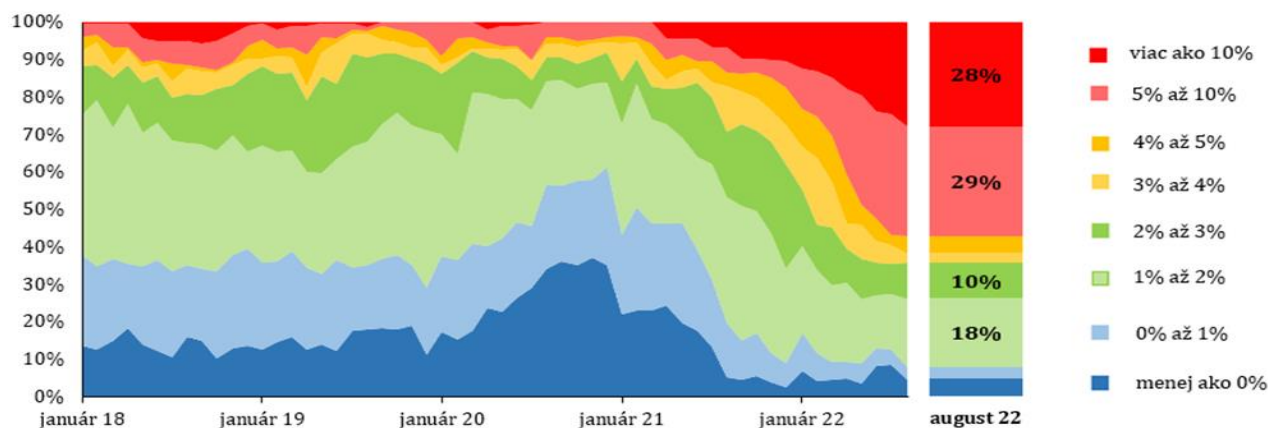
Graf 1: Vývoj inflačných očakávaní finančných trhov, expertov a spotrebiteľov.



Zdroj: ECB, Bloomberg, výpočty NBS.

Poznámka: Pravdepodobnosť priemernej inflácie presahujúcej 4% je vyrátaná z cien inflačných opcií na finančných trhoch (opcie naviazané na index HICP v Eurozóne). Číslo predstavuje pravdepodobnosť, s akou trhoví aktéri predpokladajú, že priemerná inflácia za najbližších 5 rokov presiahne hranicu 4%. Ďalšie detaily prístupu sú popísané vo Frankfurtských hárkoch z júna 2021.

Graf 2: Rozšírenosť inflácie. Farebné pásy vyjadrujú, aký podiel spotrebného koša zaznamenal za posledný rok príslušný nárast cien (rýchlosť nárastu daná farebnou škálou).



Zdroj: Eurostat, výpočty NBS.

Poznámka: Vypočítané na základe 294 podtried spotrebného koša v klasifikácii COICOP. Podiel spotrebného koša, ktorého ceny rástli istou rýchlosťou (odtieň farby), je vyrátaný na základe každoročne zverejňovaných váh v spotrebnom koši. Ide teda o vážený podiel spotrebného koša, ktorý zohľadňuje dôležitosť jednotlivých položiek v našej spotrebe.

Dilema pre centrálnu banku je preto akútnejšia a náročnejšia ak šoky, ktoré spôsobujú infláciu, zároveň zhoršujú ekonomický rast. V tejto situácii sme dnes. To, že centrálna banka plní svoj mandát a bojuje s infláciou, môže znamenať, že nedokáže zachrániť druhý problém s nízkym ekonomickým rastom, ktorý sa naopak môže ešte spomaliť. Vyššie úrokové sadzby totiž vytvárajú dodatočný tlak na rodinné rozpočty a tlmia investičné nálady. ECB však koná, pretože stabilizácia inflácie je jej primárnou úlohou. Rozhodnutie na takejto križovatke môže zároveň ovplyvniť, aké karty nám budú rozdane v budúcnosti. Inflácia sa dokáže správať veľmi zotrvačne (viď [cenovo-mzdová špirála](#)) a v prípade neaktivity centrálnej banky by s nami mohla ostať na dlhú dobu, čo prináša nemalé problémy.



## ECB koná odhodlane aj keď ekonomika slabne.

V čase, keď sa ekonomika spamätáva z krízy a dokonca zaznamenáva známky spomalenia, je sprísnenie menovej politiky ťažkým rozhodnutím. Súčasný vývoj inflácie však prináša silné riziká, na ktoré musela ECB už reagovať a zvolila tak silnejšiu reakciu. Momentálne existujú minimálne tri hlavné dôvody, prečo sa ECB rozhodla bez váhania konať aj v podmienkach spomaľujúcej sa ekonomiky.

### 1. Kredibilita ECB a krotenie inflačných očakávaní

Dôvera verejnosti v to, že má ECB infláciu pod kontrolou, je prirodzeným poslaním ECB ako inštitúcie. Tá sa preto musí pozerieť nie len na aktuálnu infláciu, či predpovede modelov o budúcej inflácii, ale potrebuje poznať a byť schopná formovať aj očakávania rôznych aktérov v ekonomike – domácností, firiem, finančných trhov a analytikov. Súčasný vývoj inflačných očakávaní ukazuje prvé, aj keď zatiaľ mierne náznaky obáv o udržanie inflácie v blízkosti cieľa (**graf 1**). [Prieskum očakávaní spotrebiteľov](#) ukazuje, že ľudia, ktorí sú finančne vzdelanejší a hrajú väčšiu rolu pri mzdových vyjednávaniach, sa obávajú inflácie viac ako zvyšní účastníci prieskumu. Dlhodobé [inflačné očakávania analytikov](#) sa málokedy vychýlia od úrovne 2%, no v súčasnosti už dosahujú historické maximum 2,2% (**graf 1**, modrá čiara). Pravdepodobnosť, že sa inflácia najbližších 5 rokov v priemere presiahne hranicu 4% je podľa finančných trhov už na úrovni takmer 30% (**graf 1**, červená plocha).

### 2. Rizikom je zotrvačnosť inflácie a jej rozšírenosť v spotrebnom koši

Inflácia môže kvôli silným prepojeniam dodávateľsko-odberateľských reťazcov a ďalším faktorom byť značne zotrvačná. Nevieme presne, ako veľmi trvalý bude jej súčasný vývoj. Silnejšia reakcia centrálnej banky znižuje šance toho, že podcení zotrvačnosť inflácie slabou reakciou a tá tu s nami ostane mnoho rokov.

V posledných mesiacoch už neplatí, že je súčasná inflácia v eurozóne ťahaná zopár položkami, ako sú ropa, elektrina, či zemný plyn, alebo konkrétne komponenty v automobilovej výrobe. Rýchly rast cien je dnes už rozšírený do väčšiny tovarov a služieb, ktoré si kupujeme. Už takmer 60 % priemerného spotrebného koša v eurozóne zaznamenalo medziročný nárast cien o 5% a viac (**graf 2**, červené odtiene). Kým pred vypuknutím koronakrízy rástlo až 75 % tovarov a služieb tempom do 2 % ročne, v súčasnosti je to menej ako štvrtina.

### 3. Nedôvera v plnenie inflačného cieľa prináša výrazné hospodárske škody

Očakávanie vyššej a navyše nestabilnej inflácie prináša neprehľadnosť do vzťahov v ekonomike. Domácnosti a firmy sa správajú opatrnejšie, v dôsledku čoho slabne výkonnosť ekonomiky. Navyše v neprehľadnom prostredí sa najmä v podnikovom sektore môžu množiť zlé rozhodnutia, v dôsledku čoho ekonomika funguje menej efektívne. Tieto vplyvy sa neaktivujú hneď pri prekročení cieľa. Existujú iba približné odhady hraničnej miery inflácie, pri ktorej je vplyv na ekonomickú výkonnosť významný. V súčasnosti merané očakávania sú ešte ďaleko od týchto úrovní. Nálady a očakávania sa však môžu posúvať rýchlo, preto merané odchýlky v očakávaniach od dlhodobých cieľov je potrebné brať s primeranou vážnosťou.

8.9.2022

#### Menovo-politické okienko

Rada guvernérov v septembri rozhodla zvýšiť svoje základné úrokové sadzby ECB o **75 bázických bodov**. Tento významný krok znamená dynamický prechod od vysoko akomodatívneho prostredia úrovne do prostredia, ktoré zabezpečí včasný návrat inflácie k strednodobému cieľu ECB na úrovni 2 %.

Rada guvernérov na základe svojho aktuálneho hodnotenia očakáva, že v priebehu nasledujúcich zasadnutí bude v zvyšovaní úrokových sadzieb pokračovať s cieľom tmiť dopyt a chrániť pred rizikom dlhodobiejšieho zvýšenia inflačných očakávaní. Budúce rozhodnutia o menovopolitických sadzbach budú i naďalej vychádzať z konkrétnych údajov a informácií a budú vyhodnocované priebežne, zo zasadania na zasadanie.

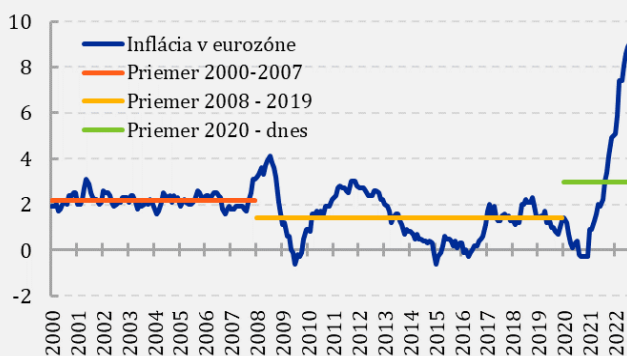
## Box: Končí sa éra stabilnej inflácie a nízkych úrokov?

**Inflácia v eurozóne sa dlhodobo držala na stabilných úrovniach (graf 3).** Do globálnej finančnej krízy bola v blízkosti cieľa a zvýšenú variabilitu od roku 2008 sprevádzali nízke priemerné hodnoty. Z pohľadu menovej politiky sa tento pozitívny vývoj môže pripísať viacerým faktorom – ide predovšetkým o nezávislosť centrálnej banky a režim inflačného cieľovania pomocou zmien úrokových mier (to zahŕňa aj signalizáciu ich budúceho nastavenia). Mal by razantný nárast inflácie v nedávnom období vyvolávať obavy z „prepísania pravidiel“ v inflačných očakávaniach a nákladoch úverovania?

**Očakávaná inflácia či inflačné riziko sú dôležité faktory ovplyvňujúce úrokové miery na nominálnych aktívach, ako sú vládne dlhopisy.**

Priemerné úrokové miery na vládných dlhopisoch v eurozóne klesali najvýraznejšie medzi rokmi 2012 a 2016, v súlade s poklesom očakávanej inflácie (graf 4). Nízka a stabilná inflácia minulých dekád teda mohla prispieť k všeobecnému zníženiu nákladov financovania verejného sektora. Od začiatku roka 2022 úrokové miery skokovo vzrástli o 2 percentuálne body a rovnako aj očakávaná inflácia (šedá oblasť na grafe). Tá dosiahla svoje dno už na začiatku koronakrízy a v súčasnosti sa pohybuje mierne nad dvojpercentným cieľom.

**Graf 3: Inflácia v eurozóne (medziročná zmena v percentách)**



Zdroj: Eurostat.

**Napriek náhlemu nárastu výnosov je vývoj na dlhopisovom trhu v eurozóne od začiatku roka v súlade s nárastom inflačných očakávaní a poklesom nákupov v rámci programov kvantitatívneho uvoľňovania ECB (graf 5).** Asi polpercentný nárast očakávanej inflácie sa tak podpísal pod nárast výnosov o 100 bázických bodov<sup>1</sup>, zatiaľ čo výrazné zníženie nákupov vládných dlhopisov prispelo asi 80 bázickými bodmi (stĺpec A). Vývoj je taktiež v súlade s nárastom očakávaní úrokových mier centrálnej banky (kde absentuje kreditné riziko), po zohľadnení vplyvu skončenia kvantitatívneho uvoľňovania dokonca mierne zaostáva (stĺpec B).

**Očakávaný vývoj vládneho dlhu k HDP je nateraz stabilný, a preto výrazne neovplyvňoval nedávny vývoj úrokových mier.** Okrem očakávanej inflácie a nákupov vládných dlhopisov ECB vplyvajú na dlhopisový trh v eurozóne aj ďalšie premenné, predovšetkým očakávaný vývoj dlhu. Ten podľa posledných predpovedí nezaznamenal v priebehu roka 2022 výrazné zmeny, a teda mal len malý príspevok k pozorovaným nárastom úrokových mier. Z odhadnutého vzťahu však vyplýva, že predovšetkým nárast očakávaného dlhu k HDP v marci 2020 o 20 percentuálnych bodov v súvislosti so stimulačnými opatreniami po vypuknutí koronakrízy sa podpísal pod zvýšenie strednodobých úrokových mier približne o jedno percento (predovšetkým cez vplyv na kreditné riziko). Toto zvýšenie sa v súčasnosti už môže presúvať do rastu úrokových mier na kratších splatnostiach.

**V súčasnosti teda úroveň zadlženosti krajín eurozóny a ani nedávne vyššie miery inflácie nespôsobujú zmeny dlhodobých vzťahov na dlhopisovom trhu.** Dôležitým predpokladom samostatného posudzovania vplyvu inflačných očakávaní a miery zadlženosti na vývoj výnosov do budúcnosti je zachovanie jasnej prvoradosti stabilizácie inflácie v politike ECB. Zadlženosť verejného sektora v celej eurozóne môže vplyvom energetickej krízy znovu rásť, pričom dosah na verejné rozpočty bude zrejme odlišný v rôznych krajinách. V súvislosti s tým je možné očakávať aj pohyby na výnosoch národných dlhopisov. Pochybnosti o odhodlaní ECB stabilizovať infláciu by mohli viesť k tomu, že by rast zadlženosti ovplyvňoval výnosy aj cez inflačné očakávania. V tomto smere bude prospešnosť nedávno prijatého programu [TPI](#) závisieť na schopnosti dodržiavať podmienky a zábezpeky spojené s novým inštrumentom.

<sup>1</sup>Previazanie úrokových mier a inflácie na úrovni silnejšej ako jedna k jednej môže zachytávať garanciu centrálnej banky výrazne zakročiť proti nežiadúcemu inflačnému vývoju (tzv. Taylorovo pravidlo). Očakávaná inflácia môže byť prípadne kladne korelovaná s inflačným rizikom a tak aj tým pôsobiť na náklady vládneho financovania.

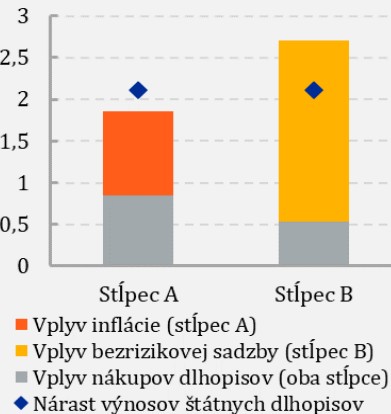
**Graf 4: Očakávané úrokové miery na vládných dlhopisoch v strednodobom horizonte a očakávaná inflácia v eurozóne (percentá)**



Zdroj: SDW, Bloomberg.

Poznámka: Graf vyobrazuje priemerné úrokové miery na vládných dlhopisoch krajín eurozóny v strednodobom horizonte štyroch až piatich rokov. Očakávaná inflácia sa tiež viaže na horizont 5 rokov. Použité sú mesačné priemery denných trhových údajov od roku 2007.

**Graf 5: Rozklad nárastu vládných úrokových mier v roku 2022 (percentuálne body)**



Zdroj: SDW, Bloomberg.

Poznámka: Graf zobrazuje 2 možné rozklady nárastu výnosov štátnych dlhopisov (strednodobý horizont). Analýza zohľadňuje aj očakávaný vývoj zadlženosti a ďalšie premenné.

