



Frankfurtské hárky

február 2024



NÁRODNÁ
BANKA
SLOVENSKA
EUROSYSTÉM

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

Inflácia sa blíži k cieľu ECB. Menová politika však musí byť ostražitá.

- Zásadný pokles inflácie v eurozóne pokračuje vďaka kombinácii mnohých faktorov, vrátane zintenzívňujúceho sa dopadu prísnej menovej politiky ECB.
- Opakujúce sa pozitívne prekvapenia nemenia nič na tom, že musíme ostať opatrní a nerobiť na ich základe unáhlené rozhodnutia.
- Riziká vyššej inflácie ostávajú. Možný prílišný rast platov je jedným z najzávažnejších. K tomu sa pridávajú geopolitické konflikty a obnovené problémy s dopravou vo svete.
- Na druhej strane je možné, že podhodnocujeme úspešnosť zásahu menovej politiky do diania.
- Sme blízko cieľa, ale nie sme si istí, či je už na čase začať uvoľňovať opraty ekonomike.
- O pár mesiacov budeme mať viac informácií a nové predpovede, na základe ktorých bude môcť Rada guvernérov zvážiť zníženie sadzieb.



Na nárast inflácie ECB odpovedala sprísnením menovej politiky

V rokoch 2021 a 2022 sa rast cien v eurozóne výrazne zrýchlil. Infláciu vo veľkej miere ovplyvnili globálne faktory, ako narušenie fungovania ponukových reťazcov počas pandémie, ale aj silný rast dopytu po tovaroch. Ten pramenil z realizácie odloženej spotreby, ale aj z podpory domácností v USA, ktoré benefitovali z priamych vládnych transferov. Začiatok vojnového konfliktu na Ukrajine viedol k prudkému zvýšeniu cien energetických komodít. Tie sú mimo kontroly centrálnej banky, premietajú sa však do všeobecného nárastu cenových tlakov naprieč ekonomickými odvetvami. Súčasne sa spolu s otvaraním ekonomiky zvýšil dopyt po službách, najmä tých, ktoré počas pandémie neboli dostupné. V situácii napätého trhu práce sa silný dopyt preliadol do mzdových tlakov. Na rastúce inflačné tlaky ECB reagovala podstatným sprísnením menovej politiky a zvýšením menovo-politických úrokových sadzieb o 4,5 percentuálneho bodu. Dnes sa inflácia podstatne znížila tak vďaka obozretnej menovej politike, ako aj faktorom mimo kontrolu centrálnej banky (najmä ceny surovín).



Ceny energií citeľne a jednorazovo dopomohli k rýchlemu znižovaniu inflácie

Inflácia výrazne poklesla a na začiatku roka 2024 dosiahla menej ako 3 %. Na jeseň 2022 pritom atakovala dvojciferné úrovne tesne pod 11 %. Doterajšia cesta dezinflácie však možno bola o čosi ľahšia, menej hrboľatá ako posledný úsek, ktorý stojí pred nami. K výraznému zníženiu inflácie z dvojciferných úrovní totiž výrazne napomohol silný bazický efekt¹ predchádzajúceho prudkého rastu cien energií. Len vďaka nemu sa celková inflácia znížila približne o 4,5 percentuálneho bodu. Tento vplyv sa však vyčerpá.



Spomaľuje sa aj rast cien širokého okruhu tovarov a služieb, ale postupnejšie

Dôležitý je však vývoj jadrovej inflácie, ktorá odzrkadľuje vývoj širšieho okruhu tovarov a služieb v ekonomike a citlivejšie reaguje na opatrenia menovej politiky. Aj tá postupne klesá, ale pomalšie. Z takmer 6 % na začiatku roka 2023 sa znížila takmer o polovicu. Stále sa však pohybuje nad 3 % a v súčasnosti je vyššia ako celková inflácia zahŕňajúca aj ceny energií a potravín. Jej zníženiu výrazne napomohlo zlepšenie fungovania dodávateľských reťazcov a zmiernenie nedostatku vstupov. Menová politika sa v posledných rokoch nesprísnila len v eurozóne, ale v mnohých vyspelých a rozvíjajúcich sa ekonomikách. Predovšetkým utiahnutie menovej politiky v USA pomohlo k oslabeniu globálneho dopytu a súčasne ústup pandémie podporil výrazné zlepšenie dodávok výrobných vstupov, či materiálov. Rast výrobných cien sa podstatne spomalil, v niektorých krajinách dokonca ceny klesajú, exportné ceny Číny sa výrazne znížili. Dynamika cien tovarov sa vďaka lacnejším dovozom zmiernila a prispela k zníženiu jadrovej inflácie (**graf 1**).

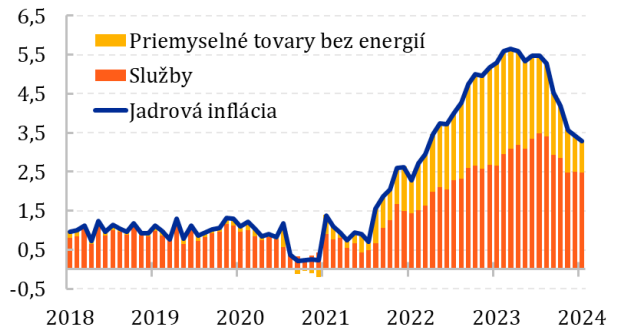
¹ Bazický efekt v inflácii je podrobnejšie vysvetlený v [FH 01/23](#) a znázornený v grafe 2.



Neistota vo vývoji platov pripomína, že sme ešte nevyhrali

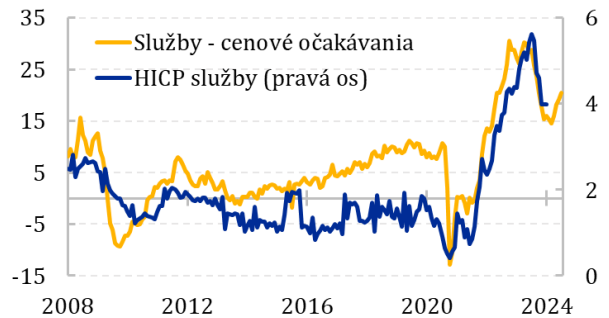
Centrálne banky tak zatiaľ nemá dôvod ohlásiť konečné víťazstvo. Inflácia služieb sa zmiernuje len pomaly a udržiava jadrovú infláciu na relatívne vysokých úrovniach (graf 1). Podiel mzdových nákladov v službách je podstatne vyšší ako v priemysle a vývoj miezd tak výraznejšie ovplyvňuje konečnú cenu služieb pre spotrebiteľa. Napätá situácia na trhu práce bola hlavnou príčinou rýchleho mzdového rastu a signálov ochladzovania je zatiaľ málo. V 3. štvrtroku 2023 mzdy² rástli medzi 4 – 5 %. Zotrvanie takéhoto mzdového rastu by nebolo zlučiteľné s návratom inflácie k cieľovým hodnotám.³ Menová politika by preto mala byť naďalej obozretná. V súčasnosti prebiehajú viaceré mzdové vyjednávania, ktorých výsledok môže byť určujúci pre mzdový rast v najbližšom období. K opatrnosti nabáda aj skutočnosť, že inflačné očakávania v sektore služieb v poslednom období prestali klesať, dokonca mierne vzrástli (graf 2). K tomu sa pridáva napätie na blízkom východe a s ním spojený rast cien lodnej prepravy a predlžovanie prepravných trás. Náklady spojené s lodnou dopravou však majú len nepatrný podiel na celkových nákladoch⁴ a nemali by tak mať výraznejší dopad na spotrebiteľské ceny. Eskalácia napätia však môže zvýšiť riziko vo vzťahu k cenám energetických a iných komodít, ako aj predĺženiu dodacích časov.

Graf 1 EA: Štruktúra jadrovej inflácie a inflácia s nízkym podielom dovozov (medziročne v %, p. b.)



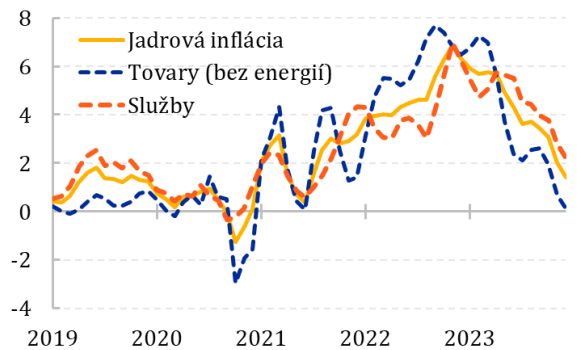
Zdroj: Macrobond, Eurostat, ECB, výpočty NBS.

Graf 2 EA: Inflácia služieb a očakávania predajných cien (medziročne, čisté saldo odpovedí, %)



Zdroj: Macrobond, Eurostat.

Graf 3 EA: Jadrová inflácia, rast cien tovarov a služieb a PCCI jadrová inflácia – 3-mesačný anualizovaný rast (3-mesačný kĺzavý priemer, %)



Zdroj: Macrobond, ECB, výpočty NBS.



Cenový vývoj na kratšom časovom horizonte naznačuje pozitívne smerovanie

Medziročnú jadrovú infláciu do istej miery „nafukujú“ bázické efekty, ktoré budú odznievať až v priebehu tohto roku. Tie súvisia s vládnymi opatreniami zameranými na zmiernenie inflačných dopadov v minulosti, ktoré postupne odznievajú. Príkladom môže byť prechodné zníženie DPH na niektoré tovary a služby. Aktuálne inflačné tlaky lepšie vystihuje pohľad na kratší časový horizont a ten naznačuje, že dezinflácia pokračuje povzbudivým tempom (graf 3). Ak by napríklad ceny tovarov rástli po celý rok rovnako ako v priemere za posledné tri mesiace, tak by v podstate stagnovali. V prípade služieb by sme videli rast cien mierne nad 2 %. Takisto aj indikátor tzv. základnej inflácie (PCCI⁵) poukazuje na odznievanie inflačných tlakov (graf 3).



Dostávame sa do obdobia, keď vývoj inflácie bude vo väčšej miere výsledkom politiky centrálnej banky

Iné vplyvy z minulosti sa postupne vytrácajú. Preto je nastavenie menovej politiky dôležité. Rada guvernérov ECB opakovane prízvukuje, že sadzby bude držať na dnešnej úrovni, kým nebude jasné, že inflácia má v dohľadnej dobe definitívne namierené k 2 %-nému cieľu. Až potom pristúpi k ich znižovaniu. Aj trhy však očakávajú, že aj keď sa úrokové miery znížia, zostanú na vyšších úrovniach, ako tomu bolo v minulých rokoch.

² Eurostat - index nákladov práce, kompenzácie na zamestnanca, kompenzácie na zamestnanca v súkromnom sektore, kompenzácie na odpracovanú hodinu. OECD - mzdy. ECB - dohadované mzdy.

³ Pre dosiahnutie inflačného cieľa 2 % a rastu produktivity o 1 % ročne (dlhodobý priemer) by mzdový rast mal dosahovať približne 3 %.

⁴ ECB Economic Bulletin 3/2021 Box 1 – uvádza odhady, že náklady z medzinárodnej lodnej dopravy môžu predstavovať približne len 1 % nákladov v priemyselnej výrobe.

⁵ PCCI - Persistent and Common Component of Inflation je jedným z indikátorov ECB na meranie tzv. fundamentálnej (základnej) inflácie. Zachytáva všeobecný cenový vývoj naprieč jednotlivými položkami spotrebiteľského koša a obsahuje len perzistentnú zložku inflácie (eliminuje volatilitu).

Box: Ako sa uplatňuje udržateľné a zodpovedné investovanie v podmienkach NBS⁶

Klimatické zmeny prinášajú zvýšenie rizík a nákladov a môžu tak vplývať na cenovú stabilitu. Tým sa stávajú významnou témou pre centrálnu banku. Väčšia frekvencia a intenzita extrémnych prejavov počasia sa môže prejavovať nárastom cien potravín, ale aj iných tovarov a služieb. Vysoké teploty sa môžu tiež premietnuť do nižšej produktivity zamestnancov a celkového

objemu výroby, a tým narušiť ponukovo-dopytové reťazce. Ekonomika môže reagovať na zmeny klímy prispôbením sa vzniknutým dôsledkom, napríklad pomocou využívania tepelnej izolácie budov, budovania obrany proti stúpaniu hladiny morí alebo šľachtenia nových odolnejších plodín. Druhú možnosť predstavuje zníženie zdrojov emisií skleníkových plynov pomocou využívania obnoviteľných zdrojov energie a zväčšenie záchytov emisii uhlíka, napríklad vysádzaním lesov.

Pre investorov začína byť čoraz dôležitejšie vedieť, ako sa spoločnosti, do ktorých investujú, dokážu vysporiadať s environmentálnymi a sociálnymi témami. Na označenie týchto aspektov sa využíva skratka ESG, ktorá v sebe zahŕňa tri piliere. Environmentálny pilier (E) sa zaoberá nielen znečisťovaním životného prostredia, ale aj vplyvom na zmenu klímy, hospodárením s vodou a prírodnými zdrojmi. Sociálny pilier (S) rieši najmä bezpečnosť zamestnancov pri práci, počet štrajkov, bezpečnosť výrobkov či dostupnosť tovarov a služieb znevýhodneným skupinám obyvateľov. Posledným pilierom je riadiaci pilier (G), ktorý rieši problémy, ako sú stupeň nezávislosti a efektívnosť managementu spoločnosti, vedenie a transparentnosť účtovníctva, etické problémy ako podvody, korupcia či porušovanie zákonov.

Motiváciou investora prihliadať na ESG aspekty môže byť vlastné presvedčenie podporiť zodpovedné spoločnosti alebo snaha ochrániť sa pred možnými budúcimi stratami. Pre investora môžu investície do cenných papierov takých emitentov, ktorí zanedbajú ESG vo svojej spoločnosti, prinášať dodatočné riziko. Príkladom môže byť využívanie detskej práce, ktoré môže viesť ku kritike zo strany verejnosti. To by sa mohlo prejaviť v poklese dopytu po takto vyrábanom tovare, čo následne môže viesť k strate dôvery veriteľov a poklesu ceny akcií. Najjednoduchším spôsobom, akým si môžu investori porovnať jednotlivé spoločnosti z pohľadu environmentálnych, sociálnych a riadiacich kritérií, je využívanie ESG ratingov.

Aj NBS je v pozícii investora, keďže spravuje investičné rezervy. Pri ich správe je primárnym

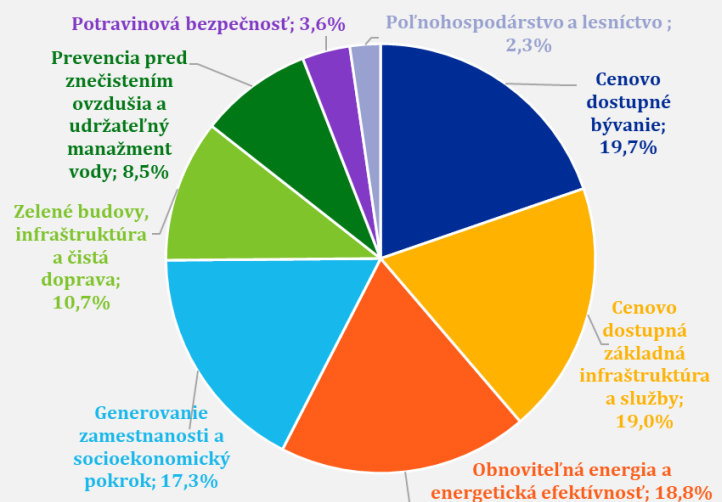
cieľom dosiahnutie primeraného výnosu. Zároveň NBS meria citlivosť svojich investícií na klimatické riziká prostredníctvom uhlíkových ukazovateľov. Zaoberá sa taktiež širším rámcom udržateľného a zodpovedného investovania, a to monitorovaním ESG ratingu a investovaním do zelených, sociálnych a udržateľných dlhopisov. Pri týchto dlhopisoch musia emitenti špecifikovať účel, na ktorý využijú finančné zdroje získané od investorov, ktorí dlhopis kúpili. Prostredníctvom zelených dlhopisov sa financujú investície na ochranu životného prostredia alebo projekty súvisiace s klimatickými zmenami. Príjem z emisie sociálnych dlhopisov je použitý na financovanie sociálnych projektov, ktoré pomáhajú znevýhodnenej skupine ľudí ako sú seniori, či ľudia s nízkymi príjmami. Prienikom medzi zelenými a sociálnymi dlhopismi sú udržateľné dlhopisy. Podiel zelených, sociálnych a udržateľných dlhopisov v dlhopisových portfóliách NBS dosiahol približne 11 % ku koncu roka 2023. Viac ako polovica ich nominálnej hodnoty bola tvorená sociálnymi dlhopismi, viac ako tretina zelenými dlhopismi a zvyšok tvorili udržateľné dlhopisy.

Zelené, sociálne a udržateľné dlhopisy v portfóliu NBS naplňujú všetkých 17 cieľov udržateľného rozvoja⁷. Keďže medzi týmito dlhopismi je väčšina sociálnych dlhopisov, tak aj najviac naplňané ciele majú hlavne sociálny charakter. Sú zamerané predovšetkým na vybudovanie udržateľných a bezpečných miest, na infraštruktúru a zabezpečenie cenovo dostupnej a čistej energie. Pri plnení týchto cieľov boli najviac financované projekty do cenovo dostupného bývania a základnej infraštruktúry, či obnoviteľnej energie (graf 4).

⁶ Pripravila A. Donovalová.

⁷ Aby spoločnosti dokázali lepšie charakterizovať ciele, ktoré majú prispieť k udržateľnosti, zdefinovala Organizácia spojených národov 17 cieľov udržateľného rozvoja.

Graf 4: Financovanie ESG projektov Národnou bankou Slovenska (december 2023)



Zdroj: Bloomberg, výpočty NBS.

ESG rating

ESG rating kvalitatívne ohodnocuje emitenta cenného papiera z hľadiska uplatňovania ESG princípov v jeho spoločnosti. V súčasnosti existuje niekoľko desiatok poskytovateľov, ktorí ponúkajú ESG rating bezplatne alebo ako platenú službu. ESG ratingy od rôznych poskytovateľov pre toho istého emitenta sa môžu odlišovať z dôvodu využívania rozdielnej metodiky.

Investičné rezervy

Investičné rezervy predstavujú zlato a finančné prostriedky v eurách a v cudzích menách, ktoré sú investované do povolených finančných nástrojov.



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“.