

ECB zakročila voči inflačným rizikám a necháva dvere otvorené

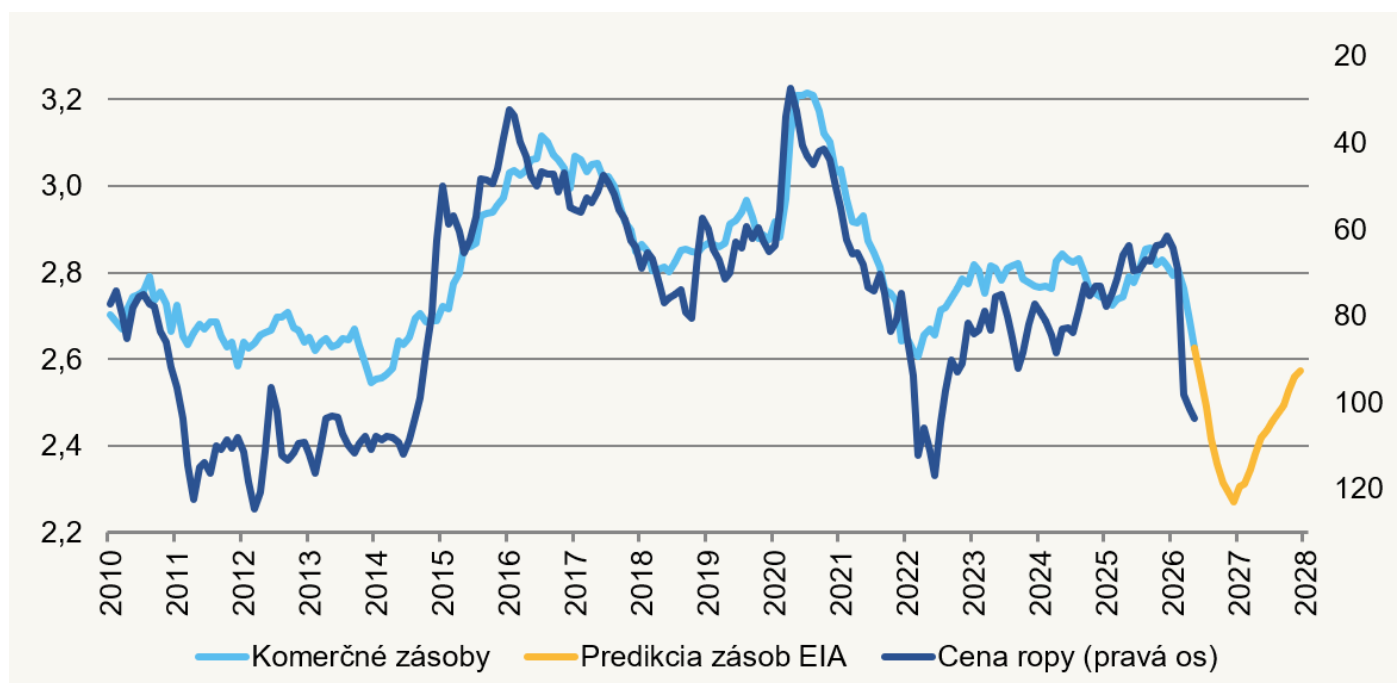
- ✂ Júnové zvýšenie sadzieb ECB bolo potrebným krokom
- ✂ Prenosu inflačných tlakov do ekonomiky by nezabránil ani prípadný rýchly pokles cien
- ✂ Situácia v energetike sa po ukončení konfliktu na Blízkom východe tak skoro k „normálu“ nevráti
- ✂ Ceny ropy pravdepodobne zostanú nad predvojnovou úrovňou, aj kvôli dopĺňaniu zásob
- ✂ Či bude ECB v zvyšovaní sadzieb pokračovať, bude závisieť od prichádzajúcich dát

Prudký rast cien energií po vypuknutí konfliktu v Iráne zmenil budúci vývoj inflácie natoľko, že bolo potrebné, aby Európska centrálna banka v júni zvýšila úrokové sadzby. Depozitná sadzba tak vzrástla na 2,25 %. Išlo o prvé zvýšenie od jesene 2023. Rozhodujúce nebolo samotné zdraženie energií, ale signály, že cenové tlaky sa začali prenášať aj do ďalších častí ekonomiky. ECB preto nechcela čakať, kým sa vyššie náklady výraznejšie premietnu do miezd a širšieho zdražovania.

Oznámenie dohody o porozumení medzi USA a Iránom zlepšilo vyhliadky na trhu, ale riziko úplne nezmizlo. Aj keď ceny energetických komodít v druhej polovici júna klesli, návrat do normálu nebude rýchly. Pretrvávajú totiž viaceré prekážky: nízke ropné zásoby si vyžadujú doplniť, čo môže tlačiť ceny nahor (**graf 1**), obnova ťažby potrvá mesiace a námorná doprava sa nerozbehne zo dňa na deň.

Pokles cien ropy a plynu síce zmierni infláciu, energetický šok však na cenovú hladinu bude pôsobiť dlhšie. Odolná ekonomika a relatívne uvoľnené finančné podmienky dali ECB priestor, aby v júni menovú politiku sprísnila. To, či v zvyšovaní sadzieb bude pokračovať, bude závisieť od prichádzajúcich dát.

Graf 1
Komerčné zásoby ropy krajín OECD (ľavá os, v mld. barelov)
a cena ropy (pravá os, v USD/barel)



Zdroj: Bloomberg

Zvýšenie sadzieb bolo primerané aj v prípade, ak sa situácia vyvinie priaznivejšie

Potvrďuje to aj priaznivý scenár ECB, ktorý na rozdiel od dvoch negatívnejších scenárov počíta s rýchlejšim poklesom cien ropy a plynu. V tomto prípade síce inflácia dočasne klesne pod cieľ 2 % v roku 2027, ale následne sa vracia k cieľu ECB (**graf 2**). Sprísnenie menovej politiky preto nebolo len poistkou proti budúcej eskalácii. Reagovalo na cenové tlaky, ktoré sú v ekonomike prítomné už dnes. Hoci druhé kolo efektov šoku zatiaľ v dátach nevidno, nárast cien sa už netýka iba položiek priamo zasiahnutých vojnou.

Vojna zvyšuje infláciu a zároveň oslabuje hospodársky rast

V máji vzrástla nielen celková, ale aj jadrová inflácia, ktorá nezahŕňa energie ani potraviny, a preto lepšie ukazuje prenos zdražovania do služieb a bežných tovarov. Najvýraznejšie sa zrýchlili ceny služieb, najmä leteniek a rekreačného ubytovania, a mierne sa zvýšila aj inflácia neenergetických priemyselných tovarov. Rovnaký šok, ktorý zosilňuje cenové tlaky, zároveň brzdí hospodársku aktivitu. Ekonomiku eurozóny podporil domáci dopyt a export, zatiaľ čo priemyslu pomohlo predzásobovanie a vyššie výdavky na obranu. Na výraznejšie oživenie to však nestačí, a tak zostáva slabý aj výhľad na najbližšie roky.

Eurozóna napriek slabému rastu zostáva odolná

Opiera sa o pevný trh práce a relatívne zdravú finančnú situáciu domácností, ktorá podporuje spotrebu a má zostať hlavným motorom ekonomiky. Súkromným investíciám zasa pomáha digitalizácia a rozvoj umelej inteligencie. Vojna a drahé energie ekonomiku síce zasiahli, no zatiaľ ju nevedú k recesii.

Rast cien ropy po výpadku ponuky tlmilo uvoľnenie zásob a nižší dovoz Číny

Medzinárodná energetická agentúra (IEA) ešte v marci oznámila, že postupne zo zásob uvoľní 400 miliónov barelov, čo predstavovalo najväčšiu intervenciu v histórii tejto organizácie. Najviac prispeli USA, keď vzrástol objem ropy, ktorý vyviezli do sveta (**graf 3**). Na druhej strane, Čína si zo sveta doviezla najmenej ropy od februára 2018, v dôsledku zníženia produkcie čínskych rafinérií, menšieho vývozu palív a vďaka komerčným zásobám ropy, ktoré mala vytvorené. Čína tak na globálnom trhu uvoľnila priestor pre iné krajiny.

Zásoby na „dne“ a snahy o energetickú bezpečnosť budú zvyšovať dopyt po rope

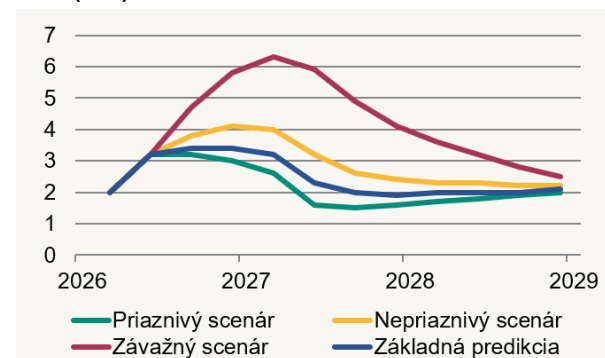
Zásoby ropy v krajinách OECD, vrátane strategických zásob v USA, sú značne vyčerpané. Stav zásob je pritom jedným

z indikátorov budúceho dopytu a ceny ropy naň citlivo reagujú. Nedostatok zásob je obvykle spojený s vyššími cenami (**graf 1**). Dá sa čakať, že mnohé krajiny budú svoje zásoby dopĺňať a rozširovať, čo môže zvyšovať dopyt po rope a zabrzdiť pokles jej ceny po ukončení konfliktu. Okrem doplnenia zásob je možné očakávať vyšší dôraz na energetickú bezpečnosť. Bude sa to týkať najmä tých krajín, ktoré sú na dovozoch energií závislé a súčasne nemajú vybudované dostatočné rezervné kapacity. Dialo sa tak aj v minulosti, keď po podobných energetických krízach vznikla Medzinárodná energetická agentúra (IEA), alebo plán REPowerEU.

Koniec konfliktu neprinesie rýchly návrat cien energií na predkrízové úrovne

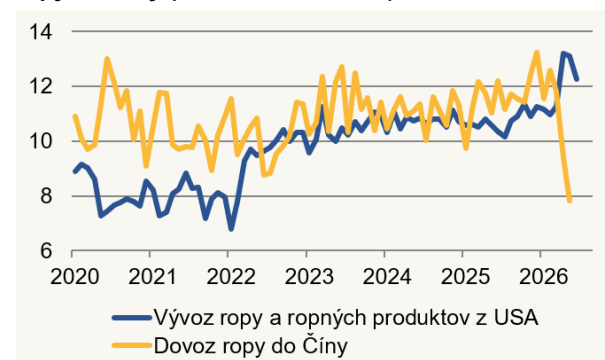
Po oznámení dohody medzi USA a Iránom klesla cena ropy pod 80 USD za barel, čo je menej, ako predpokladal „priaznivý“ scenár ECB. Námorná doprava sa však nerozbehne zo dňa na deň – tankery sa musia vrátiť, preplánovať trasy, poisťovne zhodnotiť riziká, prístavy obnoviť prevádzku. Rovnako bude trvať mesiace, kým sa v regióne obnoví ťažba ropy v pôvodnom objeme. V prípade zemného plynu, kde boli výrazne poškodené viaceré technologické zariadenia, bude návrat k normálu trvať pravdepodobne aj niekoľko rokov.

Graf 2
Očakávaný vývoj inflácie podľa jednotlivých scenárov ECB (v %)



Zdroj: ECB

Graf 3
Vývoj vývozu ropy a ropných produktov z USA a dovozu ropy do Číny (mil. barelov denne)



Zdroj: Macrobond

BOX: RAST AKCIOVÝCH TRHOV NEODRÁŽA RAST CELEJ EKONOMIKY

Trhové úrokové sadzby v eurozóne v poslednom období vzrástli, no financovanie pre firmy a domácnosti je naďalej dostupné. Hoci úvery sa stali drahšími, tí ktorí sa financujú na akciových trhoch vedeli získať prostriedky pomerne výhodne. Z pohľadu menovej politiky vývoj akciových trhov zostáva dôležitý, keďže ovplyvňuje hodnotu finančného majetku domácností, ochotu investorov podstupovať riziko a tak aj celkové finančné podmienky v ekonomike.

Odolnosť akciových trhov je založená predovšetkým na pretrvávajúcom silnom raste firemných ziskov. Napriek vyšším trhovým sadzbám a celkovo utlmenému ekonomickému rastu zostali výsledky veľkých spoločností, najmä v Spojených štátoch, robustné, čo odráža aj relatívne odolný vývoj ekonomickej aktivity. Investori zároveň naďalej očakávajú rast ziskov aj v nasledujúcich rokoch.

Výkonnosť akciových trhov je však čoraz viac koncentrovaná v úzkej skupine technologických spoločností. Rozvoj umelej inteligencie a rozsiahle investície do digitálnej infraštruktúry podporujú očakávanie výrazného rastu budúcich ziskov. Vývoj hlavných akciových indexov preto v rastúcej miere odráža optimizmus spojený s dlhodobým technologickým potenciálom, a nie nevyhnutne zlepšenie krátkodobého ekonomického výhľadu.

Rozdielny vývoj na trhoch v USA a eurozóne odráža rozdielnu sektorovú štruktúru ekonomík. Európske akciové trhy sa sice po počiatkovej reakcii na geopolitické napätie vrátili k rastu, no za vývojom v USA naďalej zaostávajú. Dôvodom je nižšie zastúpenie veľkých technologických spoločností, ktoré tvoria hlavnú hnciu silu amerického rastu.

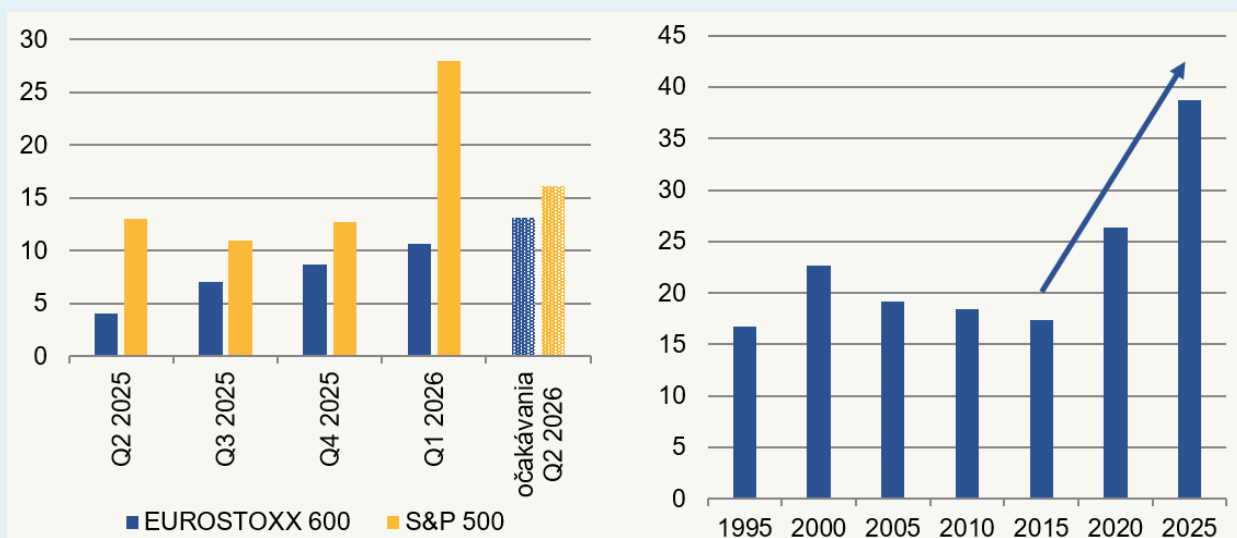
Finančné podmienky čoraz viac závisia od výsledkov niekoľkých veľkých spoločností. Prípadné sklamanie investorov zo ziskov technologických spoločností, investícií do umelej inteligencie alebo novej regulácie by mohlo viesť k výraznejšiemu preceneniu akciových trhov. Vzhľadom na vysokú váhu týchto spoločností v indexoch, a ich vysokú citlivosť na pohyb trhových sadzieb, by to mohlo priniesť náhle sprísnenie finančných podmienok.

Pre menovú politiku preto zostáva dôležité sledovať nielen úroveň akciových indexov, ale aj to, koľko spoločností sa na raste trhu podieľa. Ak je podporovaný prevažne úzkou skupinou spoločností, celkové finančné podmienky môžu pôsobiť priaznivejšie, než naznačuje situácia vo zvyšku ekonomiky. Naopak, prípadná korekcia vysoko koncentrovaného trhu by mohla predstavovať dodatočný deflazčný impulz a čiastočne nahradiť potrebu ďalšieho sprísňovania menovej politiky.

Graf 4

Vľavo: Rast ziskov hlavných akciových indexov (v %, medziročne)

Vpravo: Koncentrácia indexu S&P 500 (podiel top 10 spoločností na trhovej kapitalizácii, v %)



Zdroj: Bloomberg