



Frankfurtské hárky

apríl 2024



NÁRODNÁ
BANKA
SLOVENSKA
EUROSYSTÉM

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

Spomaľovanie inflácie v eurozóne brzdia najmä ceny služieb

- To, koľko platíme za služby, zásadným spôsobom ovplyvňuje celkovú infláciu v eurozóne. Ich vývoj aktuálne zohráva zásadnú úlohu pri diskusii o nastavení úrokových sadzieb.
- Poskytovanie služieb si vyžaduje veľa ľudskej práce. Zamestnať ľudí po pandémie v službách bolo ťažké, preto ich mzdy rástli rýchlo.
- Rýchly rast miezd v tomto sektore sledujeme dodnes. Prevádzky služieb takto zvýšené náklady prenášajú do cien.
- Ostražitosť v menovej politike a jej primerane prísne nastavenie sú preto dôležité.
- ECB formálne potvrdila, že nastavenie menovej politiky bude riadiť cez depozitnú sadzbu. Ide o technickú zmenu, ktorá neovplyvní ceny úverov či hypoték (Box).



Spomaľovanie inflácie brzdia „tvrdohlavé“ služby

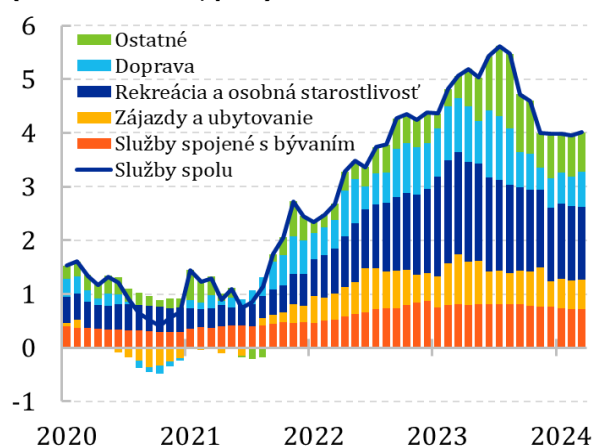
Vývoj rastu cien služieb výrazne vplýva na načasovanie a trajektóriu znižovania úrokových sadzieb (podrobnejšie sa tejto téme venovali [FH02/2024](#)). Na jednej strane nás môže tešiť, že celková inflácia v eurozóne sa postupne, z mesiaca na mesiac, spomaľuje. Na druhej strane, je ešte stále vyššia ako cieľ ECB a takisto jej pokles je relatívne pomalý. Môžu za to predovšetkým ceny služieb. Ich rast sa už 4 mesiace nespomaľuje a zotrváva na relatívne vysokej úrovni (4 %). Kým cenový rast tovarov sa po odznení problémov s nedostatkom viacerých vstupov pomerne rýchlo spomalil (v marci 2024 dosahoval približne len 1 %), ceny služieb ostali „tvrdohlavé“ (graf 1). Aj v porovnaní s predikciami inflácie služieb v eurozóne prekvapuje v posledných mesiacoch nahor. Opatrný prístup je preto namieste. NBS korigovala svoje posledné krátkodobé predikcie inflácie služieb nahor a zohľadnila tak ich dynamickejší vývoj (graf 2).



Prečo je to v službách inak?

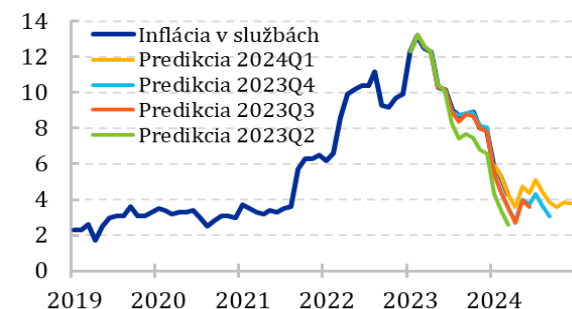
Služby sú vo všeobecnosti náročnejšie na prácu a teda aj na mzdy. Podiel mzdových nákladov na celkových nákladoch je vyšší ako v priemysle, čo vytvára zodpovedajúce tlaky na prenos mzdových nákladov do cien. V prípade odvetví vyrábajúcich tovary môže byť rast miezd vyvážený rastom produktivity, napríklad vďaka investíciám do moderných technológií, a neovplyvní tak negatívne ziskovosť firiem. Vo väčšine služieb je však schopnosť zvyšovať produktivitu obmedzená práve preto, že poskytovaná služba úzko súvisí s prácou človeka a v menšej miere ju ovplyvňuje kapitálová vybavenosť. Zjednodušene to znamená, že ak chce podnik v službách zvýšiť produkciu, musí zvýšiť aj počet zamestnancov. V neposlednom rade sú služby v porovnaní s tovarmi v podstatne menšej miere vystavené konkurencii zo zahraničia. Ochota, ale aj reálne možnosti absorbovať rast mzdových nákladov znížením ziskovosti, je tak v sektore služieb limitovaná.

Graf 1: Inflácia služieb v eurozóne a jej štruktúra (medziročne v %, p. b.)



Zdroj: Macrobond, Eurostat, výpočty NBS.

Graf 2: NBS – krátkodobé predikcie inflácie služieb na Slovensku a jej skutočný vývoj



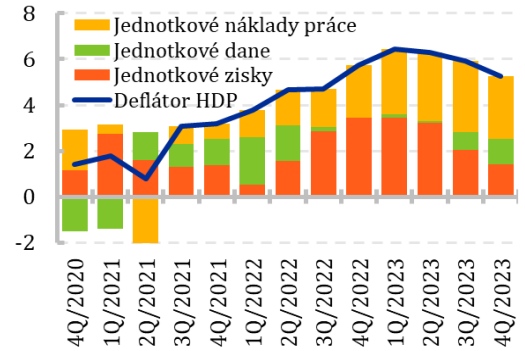
Zdroj: Eurostat, NBS.



K rastu cien prispievajú mzdy, ale z časti aj zisky

Zdroje cenového rastu môžeme lepšie pochopiť, ak si ho rozložíme na príspevky nákladov práce, ziskov a daní (mínus dotácie) (graf 3). Podľa tohto rozkladu prispievajú k cenovému rastu v rozhodujúcej miere náklady práce/mzdové náklady. Vplyv ziskov pokračuje, ale v posledných štvrtrokoch 2023 sa zmiernil. Súčasne samotný cenový vývoj v prvých troch mesiacoch roka 2024 naznačuje, že vo viacerých spotrebiteľských službách dochádzalo začiatkom roka k navyšovaniu cien podobným tempom ako v roku 2023. Vtedy však bol ich rast ovplyvňovaný aj prudkým zvyšovaním nákladov súvisiacich s cenami energií, či potravín. Tieto tlaky však už vypršali. Navyše doterajší nárast cien v roku 2024 podstatne prevyšuje „obvyklý“ cenový rast pred začiatkom pandémie. Naznačuje to, že spoločnosti v sektore služieb zatiaľ cítia dostatočnú trhovú silu, aby mohli prenášať zvýšené náklady do svojich cien. Popri poisťovníctve pokračoval pomerne vysoký cenový rast aj v službách spojených s rekreáciou, či stravovaním (graf 4).

Graf 3 EA: Deflátor HDP a jeho rozklad (medziročne v %, p. b.)



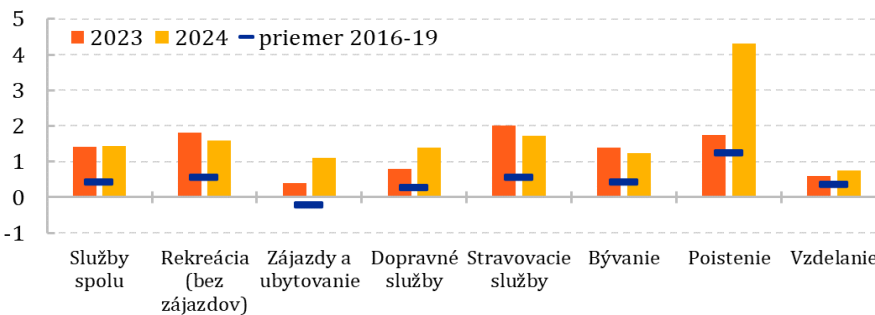
Zdroj: Macrobond, Eurostat, výpočty NBS.



Očakávania zmeny predajných cien sú naďalej vyššie v službách

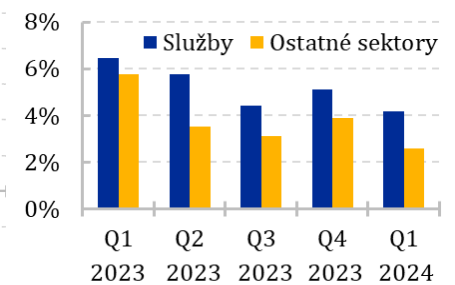
Firmy v sektore služieb očakávajú v priemere ďalší rast ich cien v okolí 4 %, zatiaľ čo ostatné firmy v ekonomike predpokladajú rasty výrazne bližšie k 2 % (graf 5). V porovnaní so situáciou na začiatku minulého roka tak klesli cenové očakávania vo zvyšku ekonomiky výraznejšie. V sektore služieb sa navyše v nedávnom období znižujú len pomaly. Tieto rozdiely hrajú dôležitú rolu aj z pohľadu menovej politiky a jej prenosu do ekonomiky. Jeden z dôvodov je aj to, že v sektore služieb je zriedkavejšie úverové financovanie, ktoré so sprísnením menovej politiky zdrazilo.

Graf 4 EA: Cenový rast vybraných služieb za prvé tri mesiace príslušného roka (medziročne v %, sezónne neočistené)



Zdroj: Macrobond, Eurostat, výpočty NBS.

Graf 5 EA: Očakávania rastu predajných cien na ďalší rok (medziročne v %)



Poznámka: Firemné očakávania predajných cien, priemer dotazníkových odpovedí. Zdroj: SAFE.



Skorší príchod veľkonočných sviatkov mohol ovplyvniť aj cenový vývoj

Jedným z dôvodov pomalšieho znižovania inflácie služieb môže byť čiastočne aj skorší termín Veľkej noci, ktorá obvykle spadá na apríl. Na termíne tohto sviatku skutočne záleží, nakoľko ceny služieb súvisiacich s turizmom zvyknú rásť. A práve položky ako ubytovanie, či letenky rástli v tomto marci (medzimesačne) o čosi rýchlejšie ako pred rokom. To by následne znamenalo rýchlejšie spomalenie cenového rastu týchto položiek v apríli.



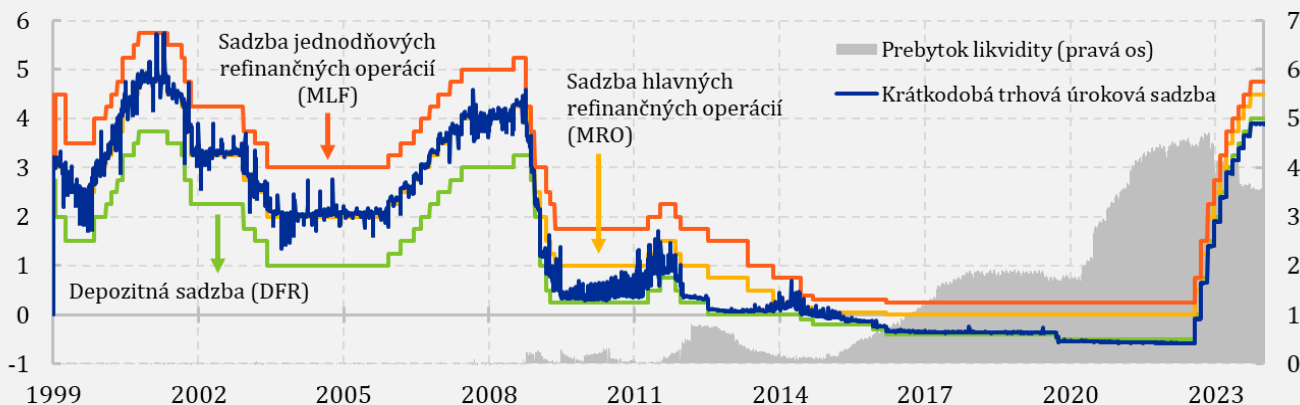
Rozhodujúce sú však dlhodobejšie trendy

Skorší termín Veľkej noci je však len technický faktor, ktorý postupne odznie. Preto nie je potrebné prikladať príliš veľkú váhu inflačným číslam za jeden až dva mesiace. Viac záleží na dlhodobejších trendoch. Inflácia služieb očistená o položky spojené s turizmom aj v roku 2024 naďalej veľmi mierne klesala. V ďalšom období by k tomuto vývoju malo prispieť aj postupné zmiernovanie mzdového rastu.

Box: Ako ECB zabezpečí želané úrokové sadzby, keď už nebude veľký prebytok peňazí?¹

To, kde chce mať centrálna banka trhovú úrokovú sadzbu, povie cez nastavenie menovopolitických sadzieb. Tie ohlasuje podľa vývoja inflácie. Trhová sadzba, za ktorú si navzájom požičiavajú banky, sa však nezmení len preto, že si to centrálna banka želá. Centrálna banka musí mať na to vhodné nástroje, ktorými zabezpečí, že trhová sadzba bude kopírovať jej menovopolitickú sadzbu. Presnejšie povedané, trhová sadzba sa väčšinou bude nachádzať medzi depozitnou sadzbou (DFR) a sadzbou, za ktorú si od ECB môžu banky neobmedzene požičiavať (spôsobu, akým to ECB dosiahne, sme sa venovali v [slovníku](#) pod výrazom „sadzby ECB“). Proces, ktorým to zabezpečí, sa nazýva [implementácia menovej politiky](#). Implementáciu menovej politiky si jednoducho predstavme ako internetbanking poskytovaný centrálnou bankou pre komerčné banky. Vklady a pôžičky, ktoré majú komerčné banky v ECB, sa úročia práve týmito menovopolitickými sadzbami. Sú pre banky stále prítomnou alternatívou, keď uvažujú nad tým, kam si uložiť peniaze, alebo ako si ich požičať na financovanie svojich investícií.

Graf 6: Trhová sadzba sa hýbe v rozmedzí sadzieb ECB



Zdroj: Bloomberg.

ECB pomocou celého radu operácií na finančnom trhu dodáva a sťahuje sumu peňazí v bankovom sektore. Platí základné ekonomické pravidlo – s rastom peňazí v bankovom systéme klesá ich cena, teda trhová sadzba, a naopak. Ak chce udržať kontrolu nad trhovou sadzbou, musí prihliadať na to, koľko peňazí bankám požičia. V rámci toho má ECB príručku, ktorá popisuje nástroje a postupy, ako svoju politiku implementuje. Nazývame to operačný rámec. ECB môže okrem iného rozhodnúť, či sa bude snažiť udržať trhovú sadzbu v strede pásma svojich úrokových sadzieb (tzv. koridor) alebo dodá do systému toľko peňazí, že trhová sadzba bude na spodnej hranici tohto pásma (tzv. floor).

Od svojho vzniku až do roku 2008 držala ECB trhovú sadzbu (graf 6, zelená čiara) v strede pásma svojich sadzieb (systém koridor). Neskôr si obdobie príliš nízkej inflácie vyžiadalo potrebu nákupov aktív spolu s pandemickými opatreniami. Dôsledkom toho bol taký prebytok dodanej likvidity do bankového systému (Graf 1, sivá plocha), že trhová sadzba sa prirodzene dostala na dolnú hranicu pásma sadzieb ECB (graf 6, modrá čiara). Banky si medzi sebou teda požičiavajú za zhruba taký úrok, za ktorý si môžu uložiť dodatočné peniaze v ECB. Ale úverová aktivita medzi bankami je v tomto prostredí veľmi obmedzená.

Koniec obdobia potreby nákupov dlhopisov znamená, že ECB bude držať menej dlhopisov a prebytok likvidity v bankovom sektore tak bude čoraz menší. Z jeho historických maxim poklesol najmä v roku 2023 vplyvom splatenia neštandardných tendrových operácií, a v ďalšom období bude klesať vplyvom splatností dlhopisov, ktoré Eurosystem nakúpil v rámci kvantitatívneho uvoľňovania. Ak by sa nestalo nič nečakané a objem prebytočnej likvidity v bankovom systéme by naďalej klesal, mohol by v budúcnosti nastať moment, kedy by sa trhová sadzba zvýšila nad sadzbu, ktorou sa úročia pôžičky bánk v ECB.

ECB sa však odsúhlasením nového operačného rámca v marci 2024 dohodla, že bude cielene udržiavať trhovú sadzbu bližšie k depozitnej sadzbe. ECB a národné centrálné banky to dosiahnu dodaním dostatočného množstva peňazí do bankového sektora. Spôsob, akým dodá peniaze bude v zásade dvojaký. Centrálné banky budú vykonávať trvalé nákupy vládnych dlhopisov. Na rozdiel od nákupov aktív v rámci programov APP a PEPP, sa bude jednať o štandardný, teda permanentný nástroj. Takýmito nákupmi sa do systému dodá najviac toľko peňazí, koľko je potrebných na trvalé potreby, ako sú napríklad hotovosť v obehú alebo devízové rezervy centrálnych bánk. Kľúčovú úlohu v systéme ale budú opäť hrať pôžičky od ECB bankám za vopred stanovených podmienok. Tie by ako hraničný nástroj dodávania likvidity mali zabezpečiť, že sa trhová úroková miera opäť mierne odlepí od oficiálnej depozitnej sadzby a peňažný trh znovu trochu ožije.

ECB v rámci revízie operačného rámca rozhodla aj o zúžení rozpätia medzi depozitnou sadzbou, za ktorú si ukladajú rezervy v ECB a sadzbou, za ktorú si sami môžu požičať potrebnú likviditu z ECB. Je to na prvý pohľad drobná, no pre banky podstatná zmena. Táto zmena sa udeje technickým znížením druhej spomínanej sadzby, teda sadzby pre hlavné refinančné operácie o 35 bázických bodov. Táto zmena, ktorá vojde do platnosti od septembra 2024, je výlučne technická. Má odlišnú povahu od rozhodnutia o znížení kľúčových sadzieb z menovopolitických dôvodov, teda kvôli inflácii. V tomto prípade nebude mať posun spomenutej sadzby vplyv na ekonomiku a nijako neovplyvní ani úročenie vkladov a úverov. Banky majú nateraz spomínaný vysoký prebytok likvidity, a preto sa trhové úrokové sadzby budú naďalej odvíjať od toho, ako nastaví ECB depozitnú sadzbu.

¹ Pripravila M. Kosáková.

Likvidita v bankovom sektore

Likvidita sú prostriedky, ktoré vie banka okamžite použiť na vyplatenie svojich potrieb/závazkov. Ide napríklad o situácie, keď banka potrebuje peniaze na vyplatenie vkladov klientov, ktorí si prídu vybrať svoje peniaze z banky, alebo keď potrebuje financovať bežné operácie, či pôžičky. Banka môže na získanie likvidity použiť hotovosť, ktorú má k dispozícii, predat svoje aktíva, alebo si požičať. Najlikvidnejšia forma je, keď má komerčná banka prostriedky na účtoch v centrálnej banke.



Frankfurtské hárkny 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“.