

Druhé kolo inflačných tlakov po zdražení energií sa zatiaľ nerozbieha

- ☞ Priame efekty drahších energií už vidno v inflácii, nepriame v nákladoch firiem
- ☞ Firmy naznačujú rastúcu ochotu premietnuť zvýšené náklady do koncových cien
- ☞ Dostupné informácie zatiaľ neukazujú na prenos energetického šoku do miezd a dlhodobých inflačných očakávaní
- ☞ Finančné trhy očakávajú, že Európska centrálna banka tento rok minimálne raz zvýši úrokové sadzby

Dlhotrvajúci väčší energetický šok je pre ekonomiku nebezpečný. Krátkodobé a mierne zdraženie ropy alebo plynu zvyčajne zvýši infláciu len dočasne a jeho vplyv časom odznie. Dnes už je však zrejmé, že ekonomické dôsledky konfliktu na Blízkom východe sú značné a budú mať dlhšie trvanie.

Dôsledky energetického šoku v ekonomike sa môžu prejavovať na viacerých miestach a v rôznej intenzite. Drahšia ropa zvyšuje ceny pohonných látok, dopravy a petrochemických vstupov. Plyn ovplyvňuje ceny elektriny, náklady priemyslu a chemickú výrobu. Výpadky v dodávkach hnojív môžu prostredníctvom zvýšených nákladov

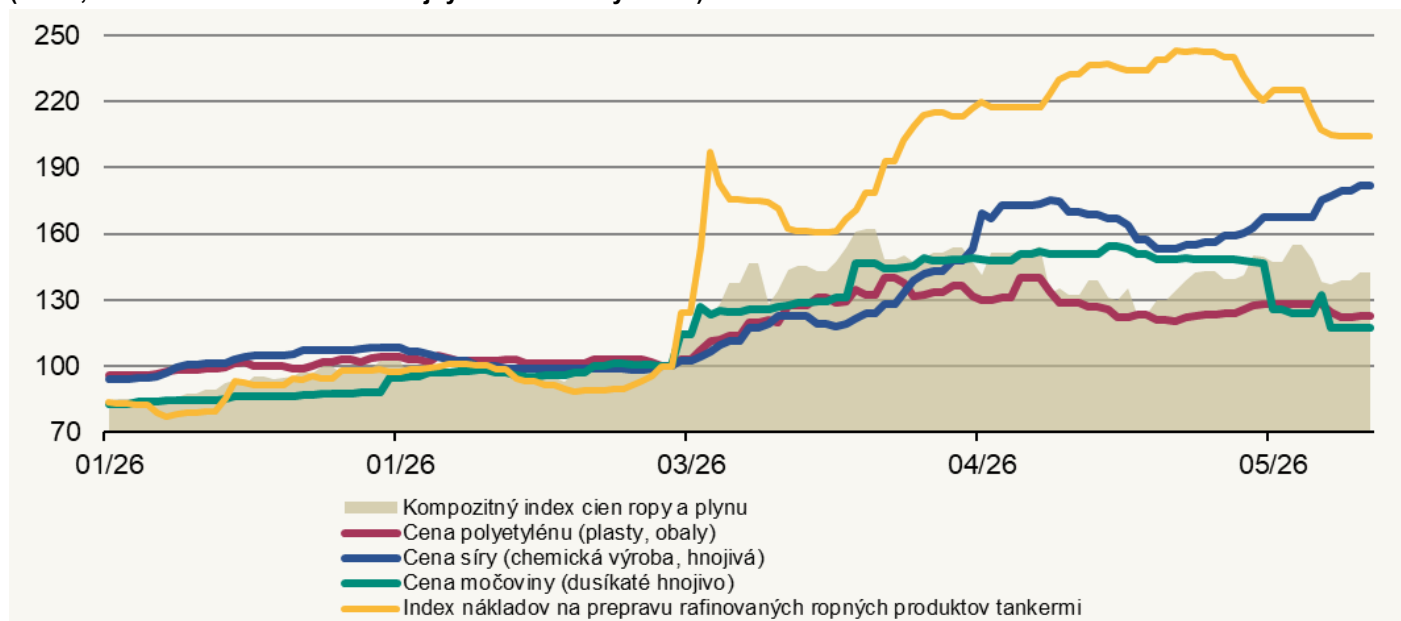
poľnohospodárov neskôr zasiahnuť potraviny. K tomu sa pridáva zhoršené fungovanie logistiky, vrátane vyšších nákladov na poistenie a väčšej neistoty pri dodávkach, čo môže cenové tlaky ďalej zvyšovať.

Riziko pre infláciu by výrazne vzrástlo, ak by sa aktuálny vývoj začal postupne premietat' do očakávaní na ďalšie roky a mzdových požiadaviek. Firmy by mohli častejšie a vo väčšej miere prenášať zvýšené náklady do koncových cien a domácnosti zasa žiadať vyššie mzdy ako kompenzáciu rastúcich životných nákladov. Doterajšie dáta však nenaznačujú, že by sa tento scenár napíňal. Rast cien v službách sa nezrýchľuje, vo vývoji miezd nevidno novú vlnu plošného zvyšovania plátov a jadrová inflácia je stabilná. Situácia teda zatiaľ nepripomína návrat k predošlému energetickému šoku po ruskom útoku na Ukrajinu v roku 2022.

Výsledky prieskumov medzi firmami a domácnosťami však naznačujú, že inflačné tlaky môžu v najbližších mesiacoch zosilnieť. Kým dlhodobé inflačné očakávania ostávajú ukotvené, tie krátkodobé viditeľne poskočili. Firmy čoraz viac počítajú s tým, že zvýšené náklady premietnu do cien pre zákazníkov. Ďalším faktorom, ktorý môže zvyšovať inflačné tlaky, sú problémy v dodávateľských reťazcoch, ktoré sa podľa firiem už začínajú prejavovať. Snaha o predzásobenie môže ich negatívny vplyv na infláciu ešte posilniť.

Graf 1

Nepriame efekty energetického šoku – rast cien komodít dôležitých pre výrobu, logistiku a potraviny (index, 100 = 28.2.2026 = začiatok vojny na Blízkom východe)



Zdroj: Trading Economics

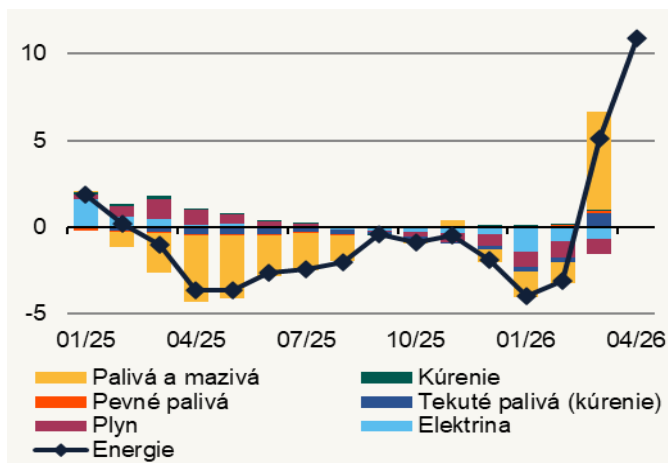
Marcová prognóza ECB vo svojom základnom scenári počítala s tým, že energetický šok bude krátkodobý

Tento scenár vojny na Blízkom východe neignoroval. Rátal však s tým, že po počiatočnom náraste sa ceny ropy a plynu začnú normalizovať a ekonomika sa po krátkom oslabení vráti k miernemu rastu. Dnes sa takýto príbeh javí menej realistický a aj prezidentka ECB Christine Lagarde po aprílovom zasadnutí naznačila, že aktuálny vývoj sa už od základného scenára vzdáva. Konflikt totiž trvá už mesiace a obmedzenia v doprave cez Hormuzský prieliv komplikujú lodnú prepravu energií a surovín. Rýchly návrat cien aj dodávok k predvojnovým úrovňam je preto menej pravdepodobný.

Energetický šok sa do inflácie najskôr prenáša priamo

Drahšia ropa sa premietne do cien pohonných látok a drahší plyn do cien energií. Zdražovanie týchto položiek tlačí celkovú infláciu nahor, aj keď sa ostatné ceny ešte správajú pokojnejšie. Aprílové údaje tomu zodpovedajú. Celková inflácia v eurozóne stúpla na 3,0 % a ceny energií boli jej najrýchlejšie rastúcou zložkou (graf 2).

Graf 2
Priame efekty energetického šoku – príspevky hlavných zložiek k rastu energetickej inflácie (p. b., energie v %)



Zdroj: Macrobond

Nepriama časť prenosu šoku začína vtedy, keď sa vyššie ceny energií postupne premietajú do nákladov firiem

Výrobcovia platia viac za elektrinu, plyn, dopravu a skladovanie. Dopravcom rastú náklady na palivo a poistenie. V poľnohospodárstve sa tlak môže postupne prejaviť cez drahšie hnojivá a logistiku. Obmedzenia v Hormuze tento prenos zosilňujú. Už dnes sa objavujú [prvé známky](#) dlhších dodacích lehôt, rastúcich vstupných nákladov (graf 1) a problémov s dostupnosťou niektorých vstupov, hoci zatiaľ

vo väčšom rozsahu než v rokoch 2021 – 2022. Firmy nemusia zvýšené náklady preniesť na zákazníkov hneď. Krátkodobý šok vedie často tmiť čerpaním zásob, využívaním finančných rezerv alebo znížením marží. Ak je však šok veľký alebo trvá dlhšie, tento priestor sa postupne zužuje. Rastúce náklady sa tak môžu preniesť ďalej do cien potravín, priemyselných tovarov, chemických výrobkov, obalov či stavebných materiálov.

V apríli rast cien neenergetických priemyselných tovarov už zrýchlil

Je však predčasné hovoriť, či už ide o reakciu na drahšie vstupy. Podobne opatrne treba čítať aj vývoj inflácie potravín. Prieskumy však naznačujú, že ak by vyššie náklady pretrvali, podniky sú pripravené preniesť časť z nich na zákazníkov, aby si udržali marže (bližšie v boxe). Z pohľadu menovej politiky je aj pri dočasnom šoku dôležité vyhodnotiť riziko trvalejších následkov. Ak je prvotný nárast inflácie strmý, hrozí strata dôvery v jej včasný návrat k cieľu. Aj dočasný šok, ak je dostatočne veľký, môže privolať druhé kolo inflačnej náklady. Súčasný dianie je pritom pre svetovú ekonomiku veľkým a významným šokom.

Druhé kolo inflačného šoku začína až vtedy, keď sa mení správanie ľudí a firiem

Domácnosti očakávajú vyššiu infláciu a žiadajú vyššie mzdy ako kompenzáciu. Firmy častejšie a výraznejšie menia cenníky, lebo predpokladajú, že vyššie náklady dokážu v tomto prostredí preniesť na zákazníkov. Dlhodobejšie inflačné očakávania sa posunú nahor. Firmy zatiaľ nenaznačujú zámer výrazne zvyšovať mzdy (graf 3) a bez novej mzdovej vlny je menšia šanca, že sa šok udrží v inflácii dlhšie. Podobne inflácia v službách v apríli mierne spomalila, aj keď [predstihové ukazovatele](#) naznačujú rastúce cenové tlaky aj v tomto sektore. Situácia je teda vážnejšia než v marcovom základnom scenári ECB, ale stále neznamena návrat k roku 2022. Dostupné dáta zatiaľ nenasvedčujú, že by sa energetický šok zakorenil v mzdách, cenotvorbe a dlhodobějších očakávaniach.

Graf 3
Druhé kolo šoku – mzdové tlaky zatiaľ zostávajú obmedzené (medziročný rast v %)



Zdroj: ECB Wage Tracker

BOX: SPOTREBITELIA A FIRMY ČAKAJÚ VYŠŠIU INFLÁCIU A SLABŠIU EKONOMIKU

Rast cien palív, vyvolaný blokádou Hormuzského prielivu, sa rýchlo premietol do zvýšenia krátkodobých inflačných očakávaní. V prieskume ECB medzi domácnosťami sa inflácia očakávaná o rok zvýšila z 2,5 % na 4 % a citeľne vzrástli aj očakávania inflácie o tri roky. Podobný obraz prinášajú aj prieskumy Európskej komisie. Zvýšil sa najmä podiel ľudí, ktorí čakajú výrazný rast cien (graf 4, vľavo), z februárových 15 % na takmer 36 % v apríli. Takáto silná reakcia môže súvisieť s ešte čerstvou skúsenosťou s energetickou krízou v rokoch 2022 – 2023. Pre centrálnu banku je však kľúčové, že dlhodobé inflačné očakávania sú ukotvené.

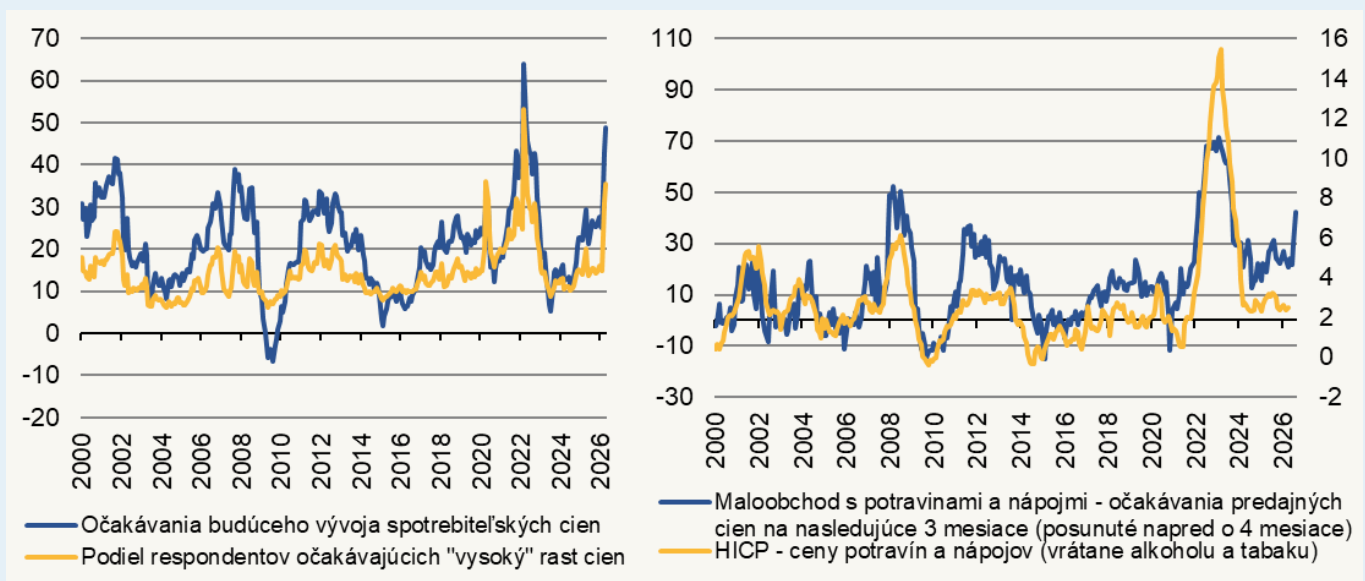
Firmy plánujú preniesť vyššie náklady do cien. Zvyšovanie predajných cien, najmä v priemysle, signalizujú Index nákupných manažérov (PMI) aj prieskumy Európskej komisie. V niektorých odvetviach to môže trvať dlhšie, ale napríklad v maloobchode s potravinami, kde sú marže relatívne nízke a dopyt zvyčajne menej elastický môže byť tento prenos pomerne rýchly. Aj minulé skúsenosti naznačujú, že cenové plány v maloobchode s potravinami sa v značnej miere a v relatívne krátkom období pretavili do spotrebiteľských cien (graf 4, vpravo).

Prezásobovanie a poruchy v dodávateľských reťazoch môžu cenové tlaky ešte zosilniť. Firmy v eurozóne, ale aj v USA, hlásia najdlhšie dodacie lehoty od roku 2022. Dôvodom sú čiastočne vysoké objednávky, ktorými sa podniky snažia predísť budúcim výpadkom dodávok a vyhnúť sa rastu cien v budúcnosti. K tomu sa pridávajú problémy v logistike a nedostatok niektorých surovín priamo súvisiaci s vojnovým konfliktom. Prezásobovanie síce môže krátkodobo podporiť priemyselnú výrobu, zároveň však zvyšuje inflačné tlaky a prehľbuje problémy v dodávateľských reťazoch.

Vysoké ceny energií, rast nákladov a opätovné narušenie dodávateľských reťazcov jednoznačne zvyšujú riziká pre ekonomický rast. Marcové a aprílové prieskumy medzi firmami aj spotrebiteľmi ukazujú citeľné zhoršenie nálady, až blízko k úrovniam zo začiatku vojny na Ukrajine. Indikátor ekonomického sentimentu klesol na viac ako päťročné minimum a kompozitný PMI sa v apríli posunul do pásma recesie. Niektoré prieskumy však majú od pandémie tendenciu „preháňať“ realitu. Napríklad PMI signalizoval v rokoch 2023 a 2024 recesiu, ktorá nenastala. Jeho súčasná úroveň tak ešte nemusí znamenať, že hospodárstvo eurozóny poklesne, ekonomická aktivita sa však s veľkou pravdepodobnosťou spomalí. Naznačujú to všetky relevantné prieskumy, rozdiely sú najmä v očakávanej intenzite.

Graf 4

Vľavo EA: Spotrebiteľská dôvera - očakávania vývoja spotrebiteľských cien v nasledujúcich 12 mesiacoch (saldo v %, %)
 Vpravo: Cenové plány v maloobchode s potravinami a inflácia cien potravín (saldo v %, medziročne v %)



Zdroj: Macrobond