



Frankfurtské hárky

február 2023



NÁRODNÁ
BANKA
SLOVENSKA
EUROSYSTÉM

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

Inflácia v eurozóne mierne poľavila, ostražitosť menovej politiky by však nemala

- Napriek poklesu celkovej inflácie tu ostávajú riziká, ktoré je potrebné mať na zreteli.
- Jadrová inflácia zotrúva na historických maximách, zintenzívňujú sa požiadavky na vyššie mzdy.
- Inflačné očakávania síce poklesli, ale pretrvávajú mierne riziká ohľadom dlhodobého návratu inflácie k 2 % cieľu.
- Doterajšie kroky ECB sa zatiaľ prejavujú vo forme silnejšieho výmenného kurzu eura. To zmierňuje tlak na dovozné ceny, a následne aj na ceny v obchodoch. Menová politika tiež zdražila úvery a dopyt po nich klesá.
- Nevyhnutné sprísňovanie menovej politiky pokračuje a bude tmiť ekonomiku a infláciu.
- Operáciami TLTRO sa podarilo v krízových časoch podporiť financovanie nielen slovenských podnikov.
- Dôvody na zvýhodnené financovanie úverovania však v súčasnosti pominuli. Podmienky pre operácie TLTRO sa sprísnil. To tiež podporuje návrat inflácie naspäť k jej cieľu.

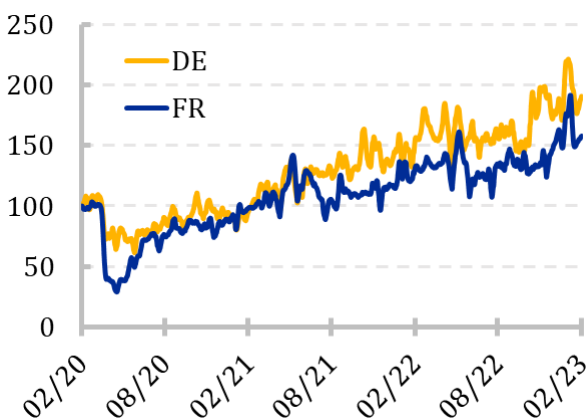
Sprísňovanie menovej politiky pokračuje

Rada guvernérov ECB vo februári tretíkrát po sebe zvýšila kľúčové úrokové sadzby o 0,5 percentuálneho bodu a signalizovala ďalšie zvyšovanie v marci. Udialo sa tak v čase, keď sa inflácia začala spomaľovať a v januári poklesla pod 9 %.

Napriek spomaleniu zostáva inflácia neakceptovateľne vysoká a tlaky pretrvávajú

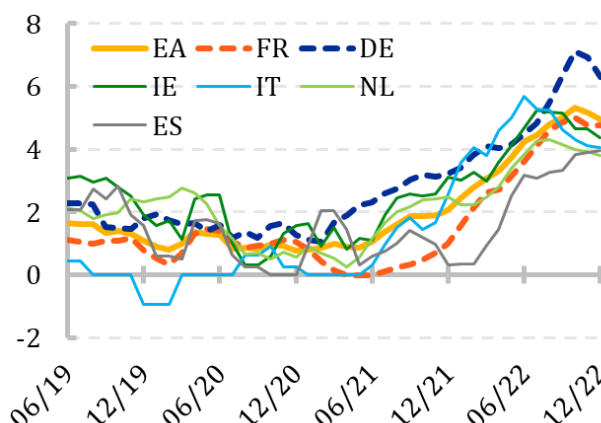
Za januárovým poklesom stoja výhradne ceny energií. Ich rast sa na prelome rokov znížil z viac ako 40 % na približne 17 %. Pomohol tomu relatívne teplý začiatok zimy. Ten umožnil vysokú mieru naplnenia zásobníkov plynu, ale prispelo aj posilnenie kapacity terminálov na stlačený plyn. Celková inflácia je však naďalej vysoká. Nákladové cenové tlaky naďalej pretrvávajú a [jadrová inflácia](#) sa nachádza na historických maximách (5,2 %). Riziká cenových tlakov potvrdzujú aj očakávania predajných cien. Tie sú aj napriek miernemu poklesu naďalej na mimoriadne vysokých úrovniach.

Graf 1: Indikátor inzerovaných nových pozícií (% zmena voči 1. februáru 2020)



Zdroj: Macrobond, Indeed Hiring Lab.

Graf 2: EA – Priemerný rast miezd v inzerovaných pracovných pozíciách, 3-mesačný kĺzavý priemer (medziročne v %)



Zdroj: Macrobond, Indeed Hiring Lab.

V prostredí silného trhu práce rastú požiadavky na vyššie mzdy

Mzdy začínajú rásť rýchlejšie (graf 2), pričom dobiehanie vysokej inflácie je výraznou motiváciou pri mzdových vyjednávaniach. Navyše podniky v priemysle i službách pociťujú nedostatok pracovnej sily. Nezamestnanosť je na historických minimách a vysokofrekvenčné údaje o novo-inzerovaných pozíciách (v Nemecku a Francúzsku) naznačujú, že dopyt po pracovnej sile neutícha ani začiatkom roku 2023 (graf 1). V kombinácii s napätím na trhu práce tak rastie riziko, že vyjednané mzdy nebudú korešpondovať s produktivitou a mohlo by to viesť k tzv. [cenovo-mzdovej špirále](#).

Inflačné očakávania na finančných trhoch stále naznačujú, že návrat k cieľu v želanom čase nie je istý

Očakávaná inflácia o dva roky, ktorá bola dlhodobo pod 2 % cieľom ECB, prudko narástla vo februári minulého roka (graf 3). V niekoľkých nasledujúcich mesiacoch bolo na finančných trhoch badať aj obavy z výrazného prekročenia inflačného cieľa aj v horizonte dvoch rokov. Dnes sú tieto očakávania bližšie k 2 %, ale stále z nich vyplýva riziko toho, že inflácia zostane nad cieľom aj o rok. Aj očakávania inflácie v dlhodobom horizonte (5 až 10 rokov) zotrávajú mierne nad cieľom, čo potvrdzuje dôležitosť ostrážiteho prístupu ECB. Reálna úroková miera na ročnom horizonte je už istý čas na kladných úrovniach vplyvom prebiehajúceho a očakávaného zvyšovania sadzieb ECB. To však automaticky neznamená, že je menová politika už dostatočne prísne nastavená. Je ale už zreteľné, že na ekonomiku vplyva.

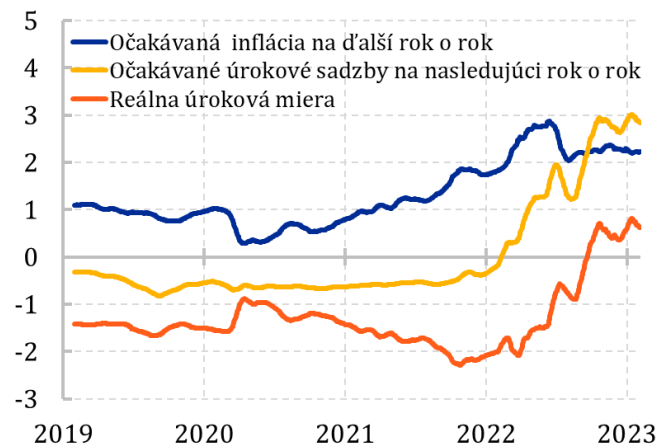
Prvé lastovičky sprísňovania menovej politiky pozorujeme cez výmenný kurz...

Môže to trvať dlhší čas, kým sa sprísnenie menovej politiky plne prejaví v ekonomike a inflácii. Obvykle to trvá 1 až 2 roky. Viaceré premenné však naznačujú cesty, ktorými menová politika začína napĺňať svoj cieľ. Aj keď menová politika ECB nie je zameraná na výmenný kurz, jej sprísnenie prispelo k zastaveniu posilňovania amerického dolára voči euru a otočeniu tohto trendu. Zjednodušene je to najmä o menšom rozdiely v úrokových sadzbách. Euro sa stalo atraktívnejším a od septembra 2022 posilnilo voči americkému doláru približne o 10 %. Postupne by to malo prispievať k tlmeniu inflácie, keďže väčšina energetických surovín je fakturovaná v USD¹.

... a vidíme aj klesajúci dopyt po pôžičkách

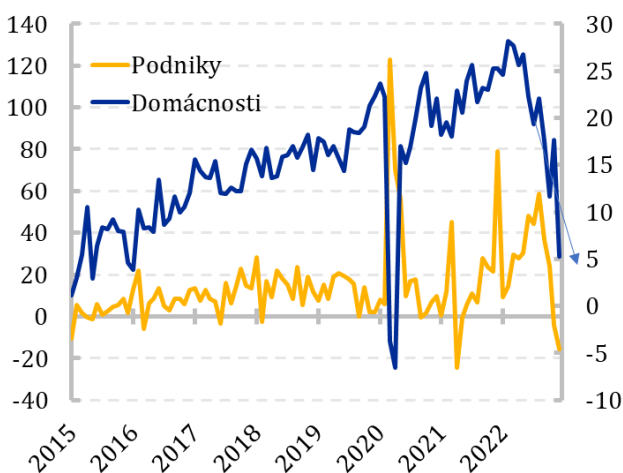
Vyššie úrokové sadzby ECB idú ruka v ruku aj so zvyšovaním úrokových mier z úverov. S ich vyššou cenou je záujem o úvery nižší. Postupne by to malo tlmieť aj dopyt po tovaroch, službách a investíciách v ekonomike, a tým aj infláciu. Dopyt po úveroch, najmä úveroch na bývanie, prudko poklesol (graf 5). Slabší dopyt a prísnejšie úverové podmienky začínajú ovplyvňovať aj objem poskytnutých úverov. Mesačné čisté toky úverov (poskytnuté mínus splatené úvery) výrazne poklesli. V prípade podnikov boli v decembri dokonca záporné (graf 4).

Graf 3: Vývoj trhových inflačných očakávaní a sadzieb ECB (% , mesačné priemery)



Zdroj: Bloomberg.

Graf 4: EA – Úvery – čisté toky (mld. EUR)

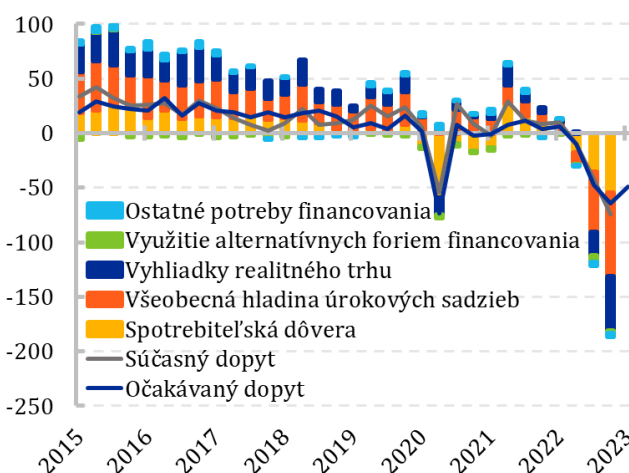


Zdroj: ECB, Macrobond.

Poznámka: Čisté toky úverov predstavujú saldo poskytnutých a splatených úverov v danom mesiaci.

¹ V prípade ropy a ropných produktov je to približne 80 % dovozov (údaje z roku 2020). V prípade priemyselných tovarov sa približne 45 % dovozov fakturuje v USD (údaje z roku 2020).

Graf 5: EA – BLS – dopyt po úveroch na bývanie (čisté % odpovedí)



Box: Ako menová politika podporovala financovanie (slovenských) firiem v krízových časoch

V období pred a počas pandémie si ekonomika eurozóny vyžadovala podporu zo strany menovej politiky. Inflácia sa dlhodobo nachádzala pod cieľom ECB. Zatiaľ čo krátkodobé úrokové sadzby boli už dlhšie obdobie v blízkosti nuly, tak opatrenia ako [program nákupu aktív](#) a [signalizácia budúceho nastavenia menovopolitických nástrojov](#) držali aj dlhodobé úrokové sadzby na nízkych úrovniach. Napriek priaznivým podmienkam financovania pre firmy, ich úverovanie, a teda rast množstva peňazí v ekonomike, zaostávalo za očakávaniami. Počas pandémie navyše existovali obavy, že v dôsledku neistoty danej pandemickou krízou rapídne spomalí úverovanie v ekonomike, firemný sektor utrpí dlhodobé škody a inflácia sa zaryje ešte hlbšie pod úroveň 2 %.

Tretia séria cielených dlhodobých refinančných operácií TLTRO mala za cieľ priamo podporiť úverovanie firemného sektora bankami. Banky k ústretovosti pri poskytovaní úverov motivovala možnosť získania lacných pôžičiek od ECB za predpokladu, že zachovajú alebo zvýšia svoje úverovanie ([box vo Frankfurtských hárkoch](#)).

Veľmi výhodné úrokové podmienky pre banky zavedené práve počas pandémie viedli k doteraz nevídanému záujmu bánk o program TLTRO III, vrátane Slovenska. Sumy, ktoré si komerčné banky v eurozóne požičali od centrálnej banky v rámci tejto operácie sa tak vyšplhali na 2,2 bilióna eur. Na Slovensku bolo toto čerpanie na úrovni vyše 10 miliárd eur (graf 6), čo zodpovedá okolo 9 % z HDP Slovenska. Otázkou je, či sa táto výhodná likvidita, ku ktorej získali banky prístup, prejavila aj na uvoľnení podmienok financovania v reálnej ekonomike. Zvýšili sa v dôsledku opatrenia objemy úverov? Znížili sa v dôsledku opatrenia úrokové sadzby na novoposkytovaných úveroch bankami?

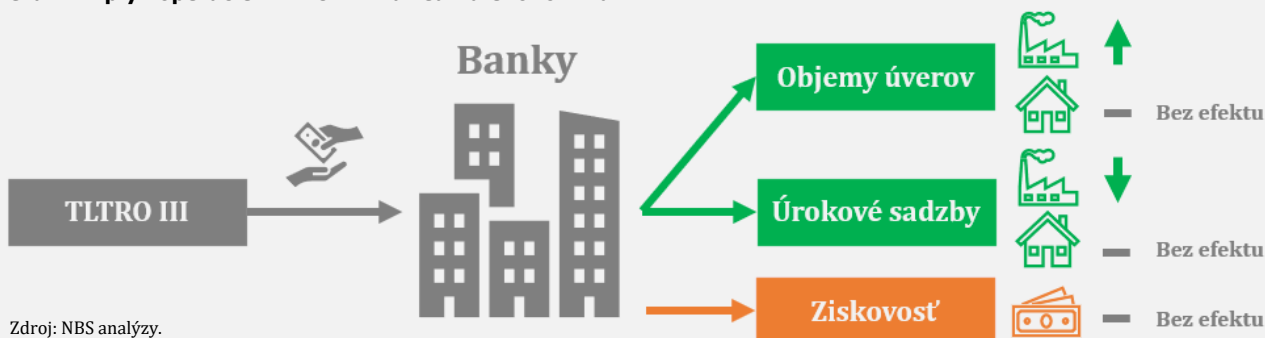
Graf 6: Objemy likvidity, ktoré čerпали slovenské banky v rámci jednotlivých sérií TLTRO operácií (v mld. EUR)



Zdroj: NBS.

TLTRO operácie boli skutočne úspešné pri prenášaní atraktívnych podmienok financovania z bánk do reálnej ekonomiky, konkrétne firmám. Vyplyva to z ekonometrickej analýzy, pri ktorej sme použili detailné dáta za slovenský bankový sektor. Opatrenia mali pozitívny vplyv na poskytovanie úverov a banky, ktoré sa zúčastnili na operáciách TLTRO III, znížili svoje úrokové sadzby pre nefinančné spoločnosti (graf 7). Pri objemoch a sadzbách na spotrebných úveroch nevidíme žiaden efekt operácií TLTRO. Tieto modelové výsledky zodpovedajú odhadom získaným pre celú eurozónu a zároveň sú v súlade s tým, čo banky priebežne reportovali v rámci prieskumu Bank Lending Survey.

Graf 7: Vplyv operácie TLTRO III na reálnu ekonomiku



Zdroj: NBS analýzy.

Atraktívne podmienky operácie TLTRO III samozrejme vytvárajú bankám aj príležitosť navýšiť si svoju ziskovosť. To môžu dosiahnuť napríklad tým, že si výhodne požičanú likviditu uložia v rezervách v centrálnej banke, alebo ju použijú na nákup cenných papierov. V prípade ziskovosti sme ale nenašli jednoznačný rozdiel medzi zapojenými a nezapojenými bankami, ktorý by bol spôsobený TLTRO operáciami. Stále je však možné, že sa rozdiely účtovne prejavia až s dlhším časovým posunom.

TLTRO III operácie skončili v decembri 2021, takže v súčasnosti už Eurosystem žiadne podobné výhodné financovanie bankám neposkytuje. Naopak, jednotlivým tranžiam tejto operácie už postupne začínajú končiť splatnosti. Zároveň aj zmena nastavenia menovej politiky motivuje banky tieto požičané prostriedky predčasne splácať. Banky v eurozóne už splatili vyše 40 % z celkovej požičanej sumy. Zvyšujú sa im náklady financovania, čo môže utiahnuť aj podmienky financovania pre firmy. To tiež podporuje návrat inflácie naspäť k jej dvojpercentnému cieľu.

