



Frankfurtské hárky

jún 2021



NÁRODNÁ
BANKA
SLOVENSKA
EUROSYSTÉM

www.nbs.sk/frankfurtske-harky

Inflácia: čo čakajú odborníci a finančné trhy?

Vyššia inflácia je naďalej živo diskutovanou témou. Rastúce ceny komodít zvyšujú výrobné náklady podnikov a premietajú sa do čoraz vyšších očakávaní predajných cien. Ponuka pomaly reaguje na oživenie dopytu a bude trvať nejaký čas, kým sa mu vyrovná. Prieskum medzi odborníkmi, ako aj najnovšia júnová predikcia Eurosystemu však naznačujú, že zrýchlenie inflácie je dočasné. Aj finančné trhy očakávajú iba dočasný nárast inflácie a dlhšie obdobie veľmi vysokej inflácie považujú za nepravdepodobné. Ani podmienky na trhu práce by nemali byť zdrojom dlhodobjších inflačných tlakov. Isté riziko, že inflácia bude mierne vyššia, tu však je.



Rastúce nákladové tlaky opäť oživil diskusiu o inflácii

Téma vyššej inflácie je aj naďalej pomerne horúca. [Marcové číslo Frankfurtských hárkov](#) bližšie analyzovalo dôvody zrýchlenia rastu cien začiatkom roka, ktoré súviseli s dočasnými vplyvmi (zvýšenie DPH v Nemecku, lacná ropa pred rokom), ale aj so spôsobom výpočtu inflácie (zmena štruktúry spotreby v súvislosti s pandemiou). Inflácia sa tak v eurozóne zvýšila zo záporných úrovní v Decembri 2020 na 2% v máji. Navyše sa rast spotrebiteľských cien zvyšuje aj v ďalších krajinách, keď napríklad v USA dosahuje až 5%. Spolu so zrýchľovaním rastu globálnej ekonomiky a najmä priemyselnej výroby sa zvyšuje dopyt po surovinách a iných výrobných vstupoch. Ponuka aj kvôli pretrvávajúcim pandemickým obmedzeniam v rôznych kútoch sveta nedokáže pružne reagovať. Premieta sa to do zvyšovania cien viacerých surovín, napríklad kovov, potravinových komodít, či stavebného dreva. So zvyšujúcimi cenami vstupov však rastú aj tlaky na predajné ceny. Prieskumy naznačujú, že očakávania predajných cien sú vo viacerých odvetviach vskutku vysoké ([Frankfurtské hárky - máj 2021, graf 2](#)).



Odborníci vnímajú zrýchlenie inflácie ako dočasné

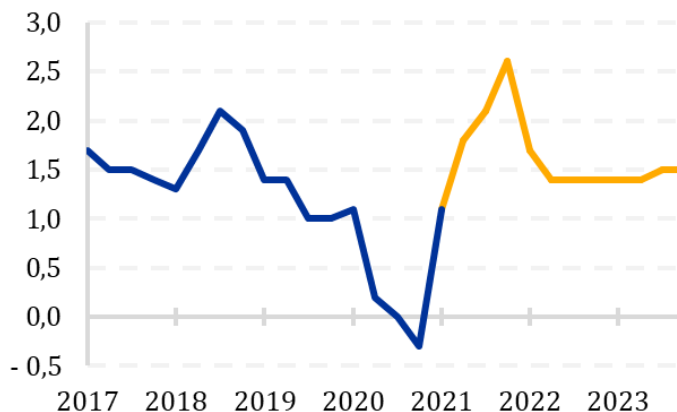
Je však dôvod obávať sa zvýšenej inflácie? Zvýši sa inflácia dlhodobo? Pohľad na očakávania profesionálov, ktorí sa zaoberajú predpovedaním ekonomického vývoja naznačuje, že dlhodobjšie inflačné očakávania sú napriek miernemu nárastu veľmi nízke ([graf 1](#)). Rovnako aj najnovšia predikcia Eurosystemu¹ poukazuje len na krátkodobé zvýšenie inflácie. Do dvoch rokov by mala klesnúť späť pod úroveň [inflačného cieľa](#) ([graf 2](#)).

¹ [Makroekonomické projekcie odborníkov eurosystemu pre Eurozónu, jún 2021](#)

Graf 1: Dlhodobjšie inflačné očakávania (SPF, medziročne v percentách)



Graf 2: Predikcia Eurosystemu HICP inflácie (jún 2021, medziročný rast v percentách)



Zdroj: ECB



Uvoľnený trh práce by nemal vytvárať inflačné tlaky

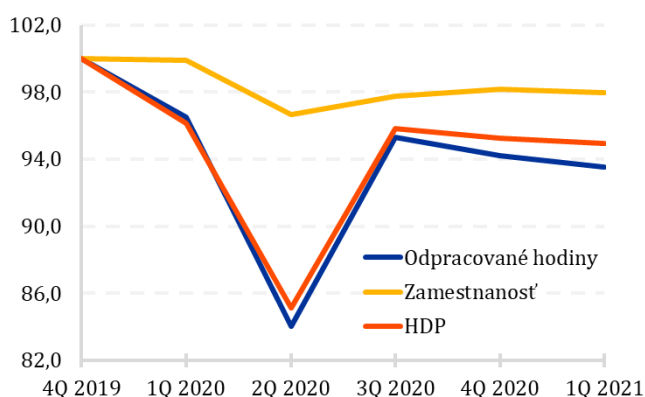
Od začiatku roka 2020 sa zamestnanosť v eurozóne znížila o viac ako 3 milióny osôb. Viacerí ľudia si v dôsledku pandémie prestali hľadať prácu, alebo boli zaradení do schém skráteného pracovného času. S oživovaním ekonomiky sa ľudia budú postupne vracajú na trh práce a ponuka práce tak vzrastie. To bude limitovať výraznejšie tlaky na mzdový vývoj. Navyše počet odpracovaných hodín sa nachádza viac ako 6% pod predkrízovou úrovňou (**graf 3**). Obnova ekonomiky by sa tak v prvom rade mala premietnuť do zvyšovania odpracovaných hodín a až v druhom rade do rastu zamestnanosti. Trh práce je teda uvoľnený a hoci sú v niektorých odvetviach známky nedostatku pracovnej sily, rast ekonomiky vyššia ponuka pracovných miest by nemali viesť k nadmerným mzdovým tlakom a následne k rastu cien. Na uvoľnenú situáciu na trhu práce poukazuje aj nízka úroveň vyjednaných (negociovaných) miezd (**graf 4**).



Existujú však riziká, že inflácia bude mierne vyššia

Podobne ako v prípade eurozóny by malo byť podľa najnovšej predikcie NBS zrýchlenie inflácie na Slovensku len dočasné. V prípade, ak by nákladové cenové tlaky pretrvávali dlhšie obdobie, existuje riziko, že by sa takéto inflačné prekvapenie premietlo aj do mzdových vyjednaní. Takisto by si niektoré prevádzky mohli kompenzovať výpadky tržieb z obdobia pandémie zvýšením cien. Navyše obyvateľstvo má z obdobia pandémie odložené úspory, ktoré by mohli postupne miznúť. Banková rada NBS preto vidí v prípade inflačného vývoja na Slovensku riziko vychýlené mierne nahor.

Graf 3: Zamestnanosť, odpracované hodiny a HDP (Index 4Q 2020 = 100)



Zdroj: Macrobond, výpočty NBS

Graf 4: Vyjednané mzdy (medziročne, v percentách)



Zdroj: Macrobond

Finančné trhy považujú dlhodobu vysokú infláciu za nepravdepodobnú

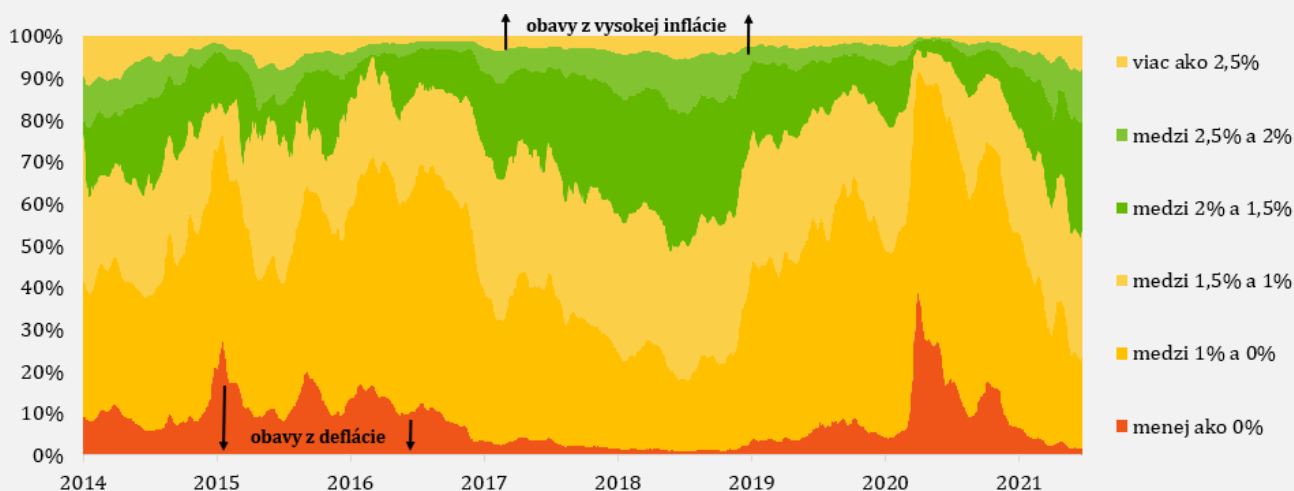
Očakávania súkromného sektora o budúcej inflácii sú kľúčovým vstupom pre rozhodovanie ECB pri napínaní cieľa cenovej stability. Očakávania cenového vývoja v budúcnosti priamo ovplyvňujú aj tvorbu cien v súčasnosti. Deje sa tak napríklad prostredníctvom vyjednávania o mzdách. Ak očakávajú vysoký rast cien, budú požadovať vyšší rast miezd už dnes, aby si ich zárobky udržali kúpnu silu. Rozhodnutia o dnešnej spotrebe či investíciách sú tiež do veľkej miery ovplyvnené tým, aký rast cien očakávame. Ak predpokladáme, že ceny porastú pomerne rýchlo, motivuje nás to spotrebovať viac dnes, keďže čakáme, že naše úspory budú strácať na hodnote.

V rámci širokého spektra ukazovateľov, ktoré ECB berie do úvahy pri rozhodovaní, analyzuje okrem iného aj trhové ukazovatele očakávanej inflácie. Tými sú napríklad inflačné swapy, dlhopisy naviazané na infláciu, či inflačné opcie, ktoré nám dávajú aktuálnejšiu informáciu o vývoji očakávaní vďaka dostupnosti dát na dennej báze. Kvalite a presnosti inflačných očakávaní pridáva aj fakt, že investori obchodujú s vlastnými peniazmi a majú tak motiváciu byť čo najviac informovaní o aktuálnej ekonomickej situácii. Ich nevýhodou môže byť, že tak ako pri všetkých nástrojoch na finančnom trhu, sú ceny skreslené dodatočnými prirážkami za riziko alebo nedostatčnú likviditu. Z tohto dôvodu ECB analyzuje široké spektrum ukazovateľov. Tie jej pomáhajú vytvoriť si komplexný obraz o ekonomike.

V tomto boxe sa bližšie pozeráme na to, aké informácie ohľadom očakávanej inflácie dokážeme získať z inflačných opcií. Tie slúžia ako poistenie voči privysokej alebo naopak prinízkej inflácií. Ochota trhových aktérov zaplatiť za toto poistenie poskytuje cennú informáciu o tom, akú pravdepodobnosť prisudzujú udalosti, v ktorej dané poistenie využijú. Ochotu poistiť sa voči deflácií a z toho vyplývajúce obavy sme pozorovali minulý rok, ale aj v rokoch 2015-2016, kedy eurozóna zažívala obdobie pomalého oživenia z krízy sprevádzaného pretrvávajúcou vysokou nezamestnanosťou. Reakciou na obavy z dlhodobou nízkej inflácie viedli ECB ku začiatku nákupov dlhopisov (kvantitatívne uvoľňovanie), ako aj k špeciálnemu pandemickému programu.

Finančné trhy očakávajú najbližšie roky iba dočasný nárast inflácie a dlhšie obdobie neprimerane vysokej inflácie je nepravdepodobné. Dáta inflačných opcií ukazujú, že pravdepodobnosť toho, že priemerná inflácia najbližších 5 rokov presiahne inflačný cieľ (2%), je nižšia ako 20% (graf 5, dve najvyššie farebné pásma). Utíchli aj obavy z deflácie. Kým ešte na jeseň 2020 prisudzovali trhy pravdepodobnosť až 20% tomu, že bude najbližších 5 rokov v priemere záporná inflácia (t.j. deflácia), dnes je táto pravdepodobnosť prakticky nulová. Zaujímavý je aj fakt, že pravdepodobnosť toho, že sa inflácia bude pohybovať v tesnej blízkosti 2-percentného cieľa ECB, sa za posledný rok zvýšila. Práve ukotvenie inflačných očakávaní v blízkosti cieľa je jedným z kľúčových predpokladov na dosiahnutie inflačného cieľa.

Graf 5: Pravdepodobnosti budúceho vývoja inflácie v eurozóne vyplývajúce z cien inflačných opcií (očakávaná priemerná inflácia za obdobie najbližších 5 rokov).



Zdroj: Bloomberg, výpočty NBS

Poznámka: Graf pracuje s údajmi z trhu s inflačnými opciami (opcie naviazané na [index HICP](#) v Eurozóne). Hrúbka jednotlivých farebných pásiem predstavuje pravdepodobnosť, s akou trhoví aktéri predpokladajú, že priemerná inflácia za najbližších 5 rokov sa ocitne v danom intervale. Odhad pracuje s predpokladom rizikovo neutrálnych trhových aktérov. Keďže ľudia sú v skutočnom svete ochotní platiť viac za odvrátenie extrémnych udalostí, pravdepodobnosti extrémnych výsledkov (deflácia, privysoká inflácia) sú v tomto grafe oproti realite nadhodnotenú.



Survey of Professional Forecasters (SPF)

Survey of Professional Forecasters (SPF) je štvrťročný prieskum ECB, ktorý obsahuje makroekonomické predpovede pre ekonomiku eurozóny. Je zameraný na očakávania ohľadom miery inflácie, ale aj rastu reálneho HDP a nezamestnanosti pre niekoľko horizontov od aktuálneho roku až po dlhodobjšie obdobie. Okrem bodových odhadov jednotlivých premenných sa pýta aj na mieru rizika a neistoty, ktorá je s týmito premennými spojená. Účastníkmi prieskumu sú odborníci z finančných alebo nefinančných inštitúcií so sídlom v Európskej únii.

Inflačná zero-coupon cap opcia (strop)

Tento finančný nástroj poskytuje poistenie voči istej úrovni inflácie v budúcnosti. Ak sa napríklad firma obáva, že nastane prudký rast cien, ktorý by ovplyvnil jej fungovanie, kúpi si tzv. inflačnú cap opciu. Tá jej na konci obdobia vyplatí rozdiel medzi skutočnou infláciou a vopred dohodnutou hranicou. Firma si tak efektívne vybaví strop (tzv. cap) na vývoj budúcej inflácie. Vyhne sa tak nákladom spojeným s neočakávaným nárastom cien. Suma, ktorú je firma za takéto poistenie ochotná zaplatiť, nám dáva informáciu o tom, akú pravdepodobnosť prisudzuje takejto udalosti. Čím vyššiu pravdepodobnosť jej prisudzuje, tým viac bude ochotná za poistenie voči tejto udalosti zaplatiť. Okrem cap opcií sú na trhu obchodované aj tzv. floor opcie, vďaka ktorým sa môžu trhoví aktéri poistiť napríklad voči deflácií.

Riziková a likviditná prirážka

Investori si môžu pýtať dodatočnú prirážku v prípade, že vnímajú neistotu ohľadom vývoja v budúcnosti. Vyššiu prirážku môže mať nástroj aj vtedy, keď sa na trhu príliš neobchoduje a investor môže mať problémy ho v budúcnosti predať a speňažiť. Oba dôvody môžu spôsobiť to, že sa nástroje ako napríklad inflačné swapy budú obchodovať za vyšší výnos, čo nadhodnotí odhadovanú infláciu oproti skutočnému odhadu investorov.



Frankfurtské háčky 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“.