



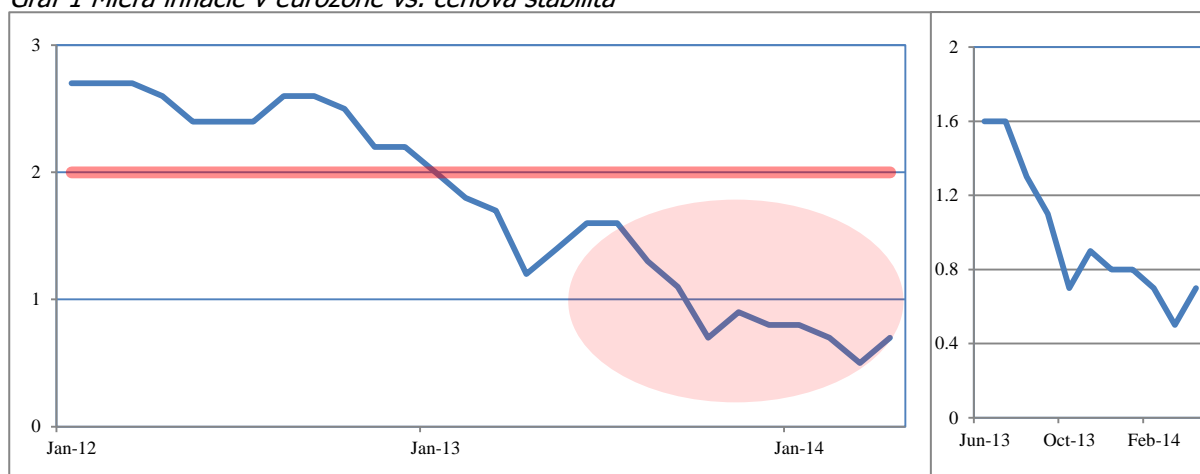
Niekoľko pohľadov na príčiny historicky nízkej inflácie v eurozóne¹

Inflácia sa v súčasnosti približila k historickým minimám. Na tomto vývoji sa do značnej miery podieľajú ceny nákladových vstupov (ceny komodít). Prenos cien potravinových komodít do spotrebiteľských cien je v porovnaní s nedávnou minulosťou podstatne pružnejší. Takisto zhodnocovanie eura sa s vyššou citlivosťou premieta do inflácie obchodovateľných tovarov. Výraznejší prenos tlmiaceho vplyvu nákladových faktorov (ceny komodít, výmenný kurz) možno sčasti prisúdiť aj nízkej úrovni dopytu. Tá však determinuje predovšetkým útlm dopytových zložiek inflácie, predovšetkým služieb. Od polovice roka 2013 inflácia v krajinách s finančnými ťažkosťami klesá rýchlejšie ako v krajinách bez výrazných finančných ťažkosťí, pričom rozdiel možno pozorovať v cenách spracovaných potravín a najmä služieb. Dôvodom je pravdepodobne vyšší prepad spotreby v krajinách s finančnými ťažkosťami od začiatku krízy a divergencia ich ekonomickej úrovne a úrovne spotreby. Nízky spotrebiteľský dopyt je však pravdepodobne príčinou poklesu inflácie služieb pod predkrízový dlhodobý priemer v širšom spektre krajín (nielen v krajinách s finančnými ťažkosťami).

Viacere európske krajiny vo svojej histórii zažili hyperinflačné epizódy, takisto mnohé krajiny majú skúsenosti s vysokými mierami inflácie a postupným dezinflačným procesom. Nakoniec aj počiatky transformačného procesu slovenskej ekonomiky boli poznačené relatívne silným cenovým rastom, ktorý dosahoval dvojciferné hodnoty.

Dnes sa však stretávame s úplne opačným problémom – príliš nízkou infláciou. Skutočne, rast spotrebiteľských cien sa v súčasnosti pohybuje pomerne hlboko pod úrovňou, ktorú Rada guvernérov ECB definovala ako cenovú stabilitu (inflácia pod, ale blízko 2%). Postupný pokles inflácie začal niekedy na prelome rokov 2012 a 2013, ale skutočne nízke hodnoty dosiahla približne od druhej polovice roka 2013.

Graf 1 Miera inflácie v eurozóne vs. cenová stabilita

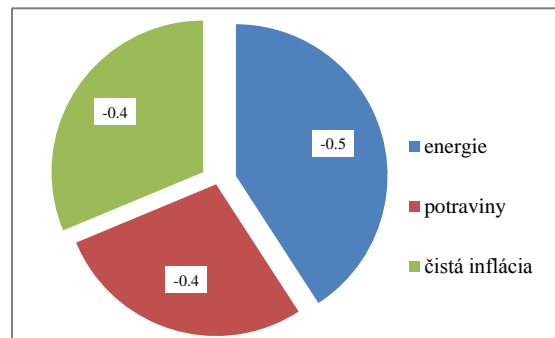


Zdroj: Eurostat.

¹ komentár je založený na údajoch dostupných do 26. mája 2014

² krajiny s finančnými ťažkosťami – ekonomiky postihnuté dlhovou krízou, resp. krízou bankového sektora (Írsko, Portugalsko, Grécko, Španielsko, Taliansko, Cyprus, Slovinsko), krajiny bez výrazných finančných ťažkosťí – ostatné krajiny eurozóny

Graf 2 Príspevok jednotlivých zložiek inflácie k jej odchýlke od dlhodobého priemeru (v p. p.)



Zdroj: Eurostat, prepočty NBS

Pozn: dlhodobý priemer je počítaný na rokoch 1998-2013, čistá inflácia reprezentuje HICP infláciu bez cien energií, potravín, alkoholu a tabaku.

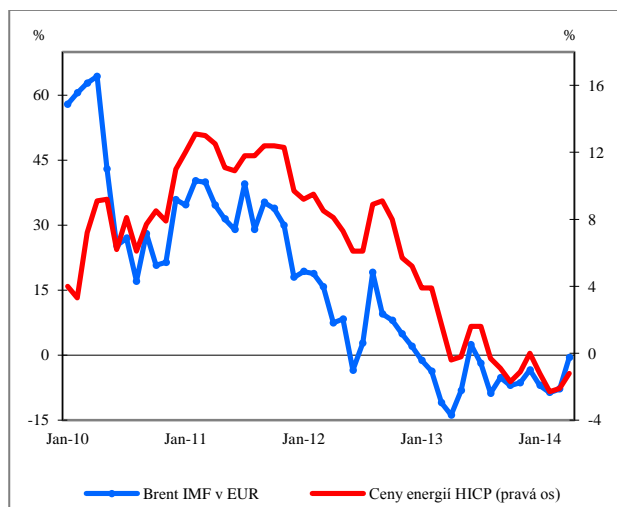
Aké sú príčiny takého výrazného útlmu cenovej dynamiky? Úroveň aprílovej inflácie bola v porovnaní s dlhodobým priemerom (2%) nižšia o 1,3 p. b., k čomu približne rovnakým dielom prispeli ceny energií, potravín i čistej inflácie. Toto rozdelenie samozrejme nie je dokonalou aproximáciou vplyvu nákladových a dopytových faktorov, ktoré sa v jednotlivých cenových segmentoch môžu prelínať, môže však poskytnúť zjednodušený pohľad na vplyv jednotlivých faktorov. Pri hľadaní odpovede na otázku príčin nízkej inflácie sa tak podrobnejšie zameriame tak na ponukové (ceny komodít a výmenný kurz) ako aj dopytové faktory.

Najprirodzenejšie je pozrieť sa na začiatku na **nákladové** (ponukové) **impulzy** pre cenový rast. Tie súvisia do značnej miery s vývojom cien ropy a potravinových komodít na svetových trhoch a samozrejme aj s vývojom kurzu EUR/USD, ktorý sa priamo premieta do dovozných cien týchto komodít.

Medziročný **rast cien ropy** na svetových trhoch zaznamenával klesajúci trend prakticky od začiatku roku 2011 až do polovice roka roku 2012, kedy už ropa medziročne klesala. V ďalšom období sa dynamika cien ropy pohybovala okolo nuly, resp. v pásme mierneho medziročného poklesu. To sa samozrejme premietalo do tlmiaceho vplyvu svetových cien ropy na rast cien energií. Spotrebiteľské ceny energií s určitým oneskorením, ale pomerne pružne odrážali vývoj cien ropy na svetových trhoch a od augusta 2013 sa ich rast takmer nepretržite pohybuje v záporných hodnotách (v minulosti sa priemerný príspevok cien energií k celkovej inflácii pohyboval na úrovni 0,5 p.b.).

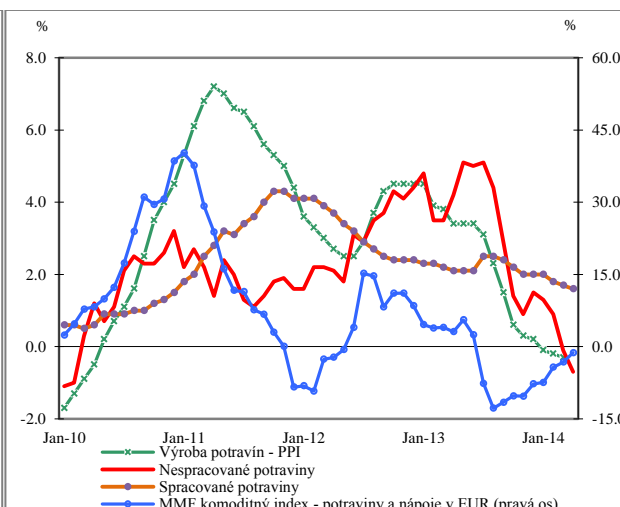
Podobne aj rast cien **potravinových komodít** postupne klesal až do záporných hodnôt. Od konca 3. štvrtroka 2012 sa síce obnovil mierny medziročný rast cien potravín, v polovici roka 2013 sa však opäť prudko spomalil a zmenil na medziročný pokles. Až od marca 2014 dosahuje opäť kladné hodnoty. Rast cien na komoditných trhoch potravín sa pomerne pružne premieta do cien výrobcov potravín. Ceny spracovaných potravín reflektujú vývoj na komoditných trhoch miernejšie a s dlhším časovým odstupom. Predovšetkým v poslednom období možno pozorovať aj pomerne pružnú reakciu cien nespracovaných potravín.

Graf 3 Medziročný rast cien ropy a cien energií v HICP



Zdroj: MMF, Eurostat, prepočty NBS

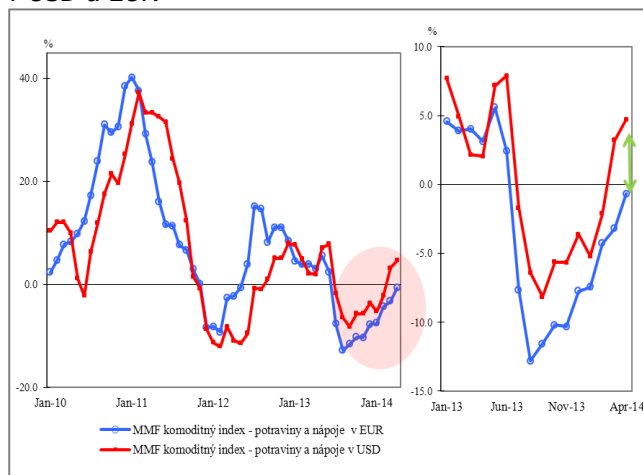
Graf 4 Vplyv cien potravinových komodít na ceny výrobcov a spotrebiteľské ceny (medziročný rast)



Zdroj: MMF, Eurostat, prepočty NBS

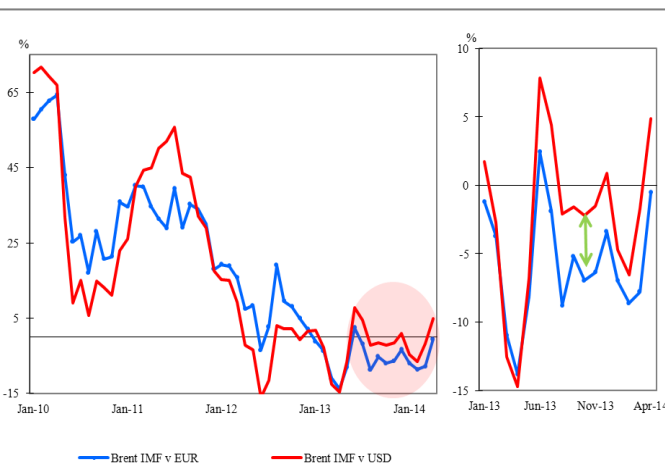
Ako už bolo spomenuté, cez dovozné ceny komodít ovplyvňuje spotrebiteľské ceny aj **nominálny kurz EUR/USD**. Ten mal od augusta 2012 apreciačný trend a donedávna dosahoval aj z historického hľadiska pomerne silné úrovne. Vývoj výmenného kurzu tak do značnej miery formoval dynamiku cien komodít v eurovom vyjadrení a najmä v poslednom období prehlibil ich tlmiaci vplyv na spotrebiteľské ceny. Dynamika cien potravinových komodít a ropy v eurách je tak od polovice roka 2013 približne o 5 percentuálnych bodov nižšia ako v amerických dolároch. Výmenný kurz tak cez ceny komodít dodatočne prispieva k tlmiacemu vplyvu na spotrebiteľské ceny potravín a energií.

Graf 5 Medziročný rast cien potravinových komodít v USD a EUR



Zdroj: MMF, ECB, prepočty NBS

Graf 6 Medziročný rast cien ropy v USD a EUR



Zdroj: MMF, Eurostat, prepočty NBS

Jednou z príčin nízkej inflácie sú teda ceny komodít a vývoj výmenného kurzu eura. Navyše porovnanie korelačných koeficientov medzi vývojom komoditných cien potravín a cenami výrobcov potravín, resp. spotrebiteľskými cenami potravín, naznačuje, že korelačný koeficient sa v poslednom období výrazne zvýšil. Kým napríklad pri cenách nespracovaných potravín bola korelácia s cenami potravinových komodít za celé obdobie január 2010 - marec 2014 zanedbateľná, od začiatku roka 2013 dosahuje pomerne vysoké hodnoty. Rovnako vzrástla aj pri cenách výrobcov potravín a spracovaných potravinách.

Korelácie medzi medziročným rastom cien potravinových komodít a jednotlivých potravinových cenových indexov v PPI, resp. HICP

	komodity v EUR			komodity v USD		
	komodity a ceny výrobcov potravín			komodity a ceny výrobcov potravín		
posun o 3 mesiace	1/2010 -4/2014	1-2010-12/2012	1/2013-4/2014	1/2010 -4/2014	1-2010-12/2012	1/2013-4/2014
	0.75	0.66	0.95	0.53	0.46	0.82
posun o 5 mesiacov	komodity a spracované potraviny			komodity a spracované potraviny		
	1/2010 -4/2014	1-2010-12/2012	1/2013-4/2014	1/2010 -4/2014	1-2010-12/2012	1/2013-4/2014
	0.34	0.30	0.69	0.40	0.38	0.55
posun o 6 mesiacov	komodity a nespracované potraviny			komodity a nespracované potraviny		
	1/2010 -4/2014	1-2010-12/2012	1/2013-4/2014	1/2010 -4/2014	1-2010-12/2012	1/2013-4/2014
	0.16	0.01	0.79	-0.07	-0.17	0.60

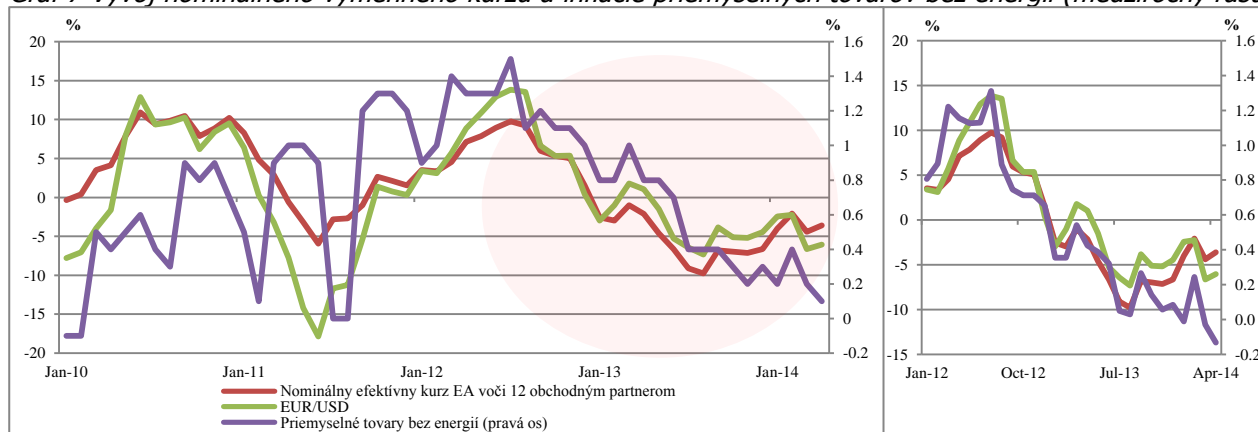
Poznámka: V tabuľke sú uvádzané posuny, ktoré dosahovali najvyššie korelačné koeficienty.

Jedným z vysvetlení môže byť **nízka úroveň spotrebiteľského dopytu** pretrvávajúca po výraznom prepade ekonomiky eurozóny v roku 2009. V čase, keď rast cien potravinových komodít akceleroval (od polovice roka 2010 až do prvých mesiacov 2011), nízka úroveň dopytu a vysoké konkurenčné prostredie výraznejšie tlmili prenos rastúcich nákladových tlakov do spotrebiteľských cien. Následne sa od februára 2012 začal medziročný rast cien komodít (v EUR) spomaľovať a v polovici roka 2013 dosahoval záporné hodnoty. Reakcia v spotrebiteľských cenách však bola relatívne umiernená vzhľadom na to, že predchádzajúci cenový rast komodít sa do spotrebiteľských cien nepremietol a predajcovia si tak pravdepodobne kompenzovali zúženie ziskových marží z tohto obdobia. Už v priebehu 3. štvrtroka sa 2012 sa však rast cien komodít (v EUR) začal opäť

spomaľovať a od polovice roka 2013 zaznamenával záporné dynamiky, ktoré pretrvávali ešte v apríli 2014. Pravdepodobne **v dôsledku nízkej úrovne dopytu sa tlmiaci vplyv komoditných cien začal pružne prenášať do spotrebiteľských cien** (keď korelácia v tomto období vzrástla).

Výmenný kurz sa nepremiata do spotrebiteľských cien len prostredníctvom dovozných cien komodít, ale aj dovozných **cien priemyselných tovarov bez energií** (ďalej obchodovateľné tovary). Pomerne silné medziročné zhodnocovanie výmenného kurzu voči USD, ako aj v efektívnom vyjadrení, sa od roku 2012 pomerne pružne premiata do cien obchodovateľných tovarov

Graf 7 Vývoj nominálneho výmenného kurzu a inflácie priemyselných tovarov bez energií (medziročný rast)



Zdroj: ECB, Eurostat, prepočty NBS

Podobne ako pri cenách potravín, kde sa v poslednom období zvýšila korelácia medzi cenami komodít a spotrebiteľskými cenami, tak aj pri obchodovateľných tovaroch vzrástla korelácia s výmenným kurzom.

Korelácie medzi infláciou priemyselných tovarov bez energií a medziročným zmenou nominálneho výmenného kurzu

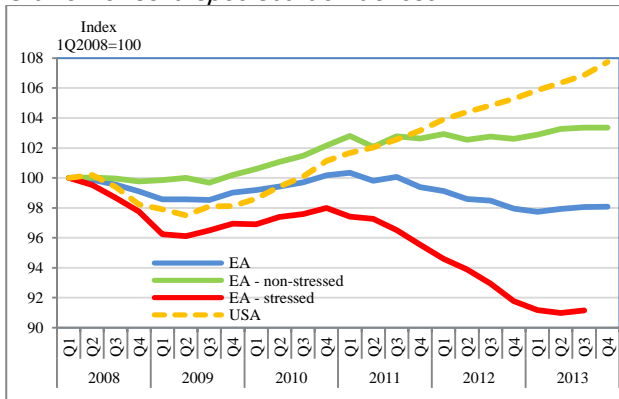
	<i>priemyselné tovary bez energií a USD/EUR</i>		
posun o 1 mesiac	1/2010 -4/2014	1-2010-12/2012	1/2013-4/2014
	0.47	0.38	0.74
	<i>priemyselné tovary bez energií a nominálny efektívny kurz (12 obchodných partnerov)</i>		
posun o 3 mesiace	1/2010 -4/2014	1-2010-12/2012	1/2013-4/2014
	0.48	0.28	0.78

Vysvetlenie vyššej citlivosti obchodovateľných tovarov na vývoj výmenného kurzu je pravdepodobne podobné ako pri potravinách. V období **značne potlačeného spotrebiteľského dopytu prenášajú predajcovia/dovozcovia tlmiaci vplyv kurzu na ceny obchodovateľných tovarov relatívne pružne** s cieľom zachovať si konkurenčnú pozíciu na trhu.

Aj keď v súčasnosti už môžeme pozorovať postupné obnovovanie ekonomického rastu a sčasti aj spotrebiteľského dopytu, v skutočnosti sa **konečná spotreba domácností v eurozóne nachádza hlboko pod predkrízovými úrovňami** a náznaky oživovania sú nejednoznačné. Navyše pomerne veľký **rozdiel existuje medzi krajinami s finančnými ťažkosťami a krajinami bez výrazných finančných ťažkostí**. Spotreba v skupine ekonomík, ktoré dlhová kríza nezasiahla, v zásade výraznejšie nepoklesla pod predkrízovú úroveň a postupne dochádzalo k jej miernemu oživeniu. Napriek tomu od začiatku roka 2011 bolo toto oživovanie, v kontraste s rastom spotreby v USA, nejednoznačné a veľmi pomalé. Na rozdiel od tejto skupiny krajín, však krajiny postihnuté dlhovou krízou zaznamenali výrazný prepád spotreby ešte v priebehu roka 2008, po ktorom nasledovala mierna obnova. Tá sa však od roku 2011 zastavila a spotreba sa začala výrazne prepadáť,

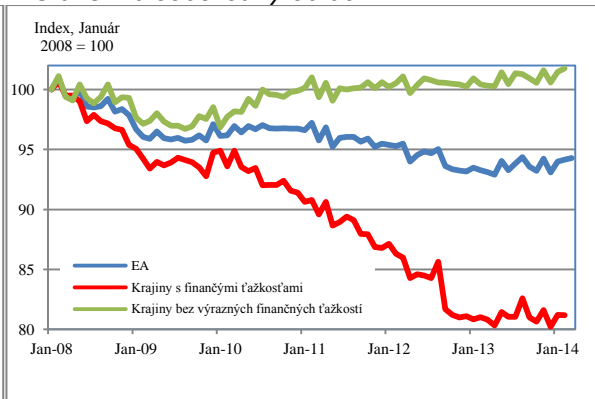
keď svoje dno dosiahla v druhom štvrtroku 2013³ – približne 9% pod predkrízovou úrovňou. V týchto údajoch však od 2Q2011 nie je zahrnuté Grécko, ktoré štvrtročné údaje o HDP a jeho zložkách od tohto obdobia prestalo vykazovať. Takisto údaje za niektoré ostatné krajiny sú dostupné len s určitým časovým odstupom. Preto budeme v ďalšom texte úroveň spotreby aproximovať maloobchodným obratom, pri ktorom sú dostupné všetky národné údaje a súčasne je vykazovaný pomerne aktuálne s mesačnou frekvenciou (koeficient korelácie so spotrebou je 0,85). Údaje za maloobchod sú síce volatilnejšie, ale v zásade poskytujú podobný obrázok ako spotreba. V maloobchode však zaznamenali v začiatkoch krízy prepád obe skupiny krajín, oživenie nad predkrízové úrovne v krajinách bez finančných ťažkostí bolo len veľmi mierne a prepád v krajinách s finančnými ťažkosťami sa v podstate nezastavil a začiatkom roka 2014 sa jeho úroveň nachádzala takmer 20% pod predkrízovou úrovňou.

Graf 8 Konečná spotreba domácností⁴



Zdroj: Eurostat, prepočty NBS.

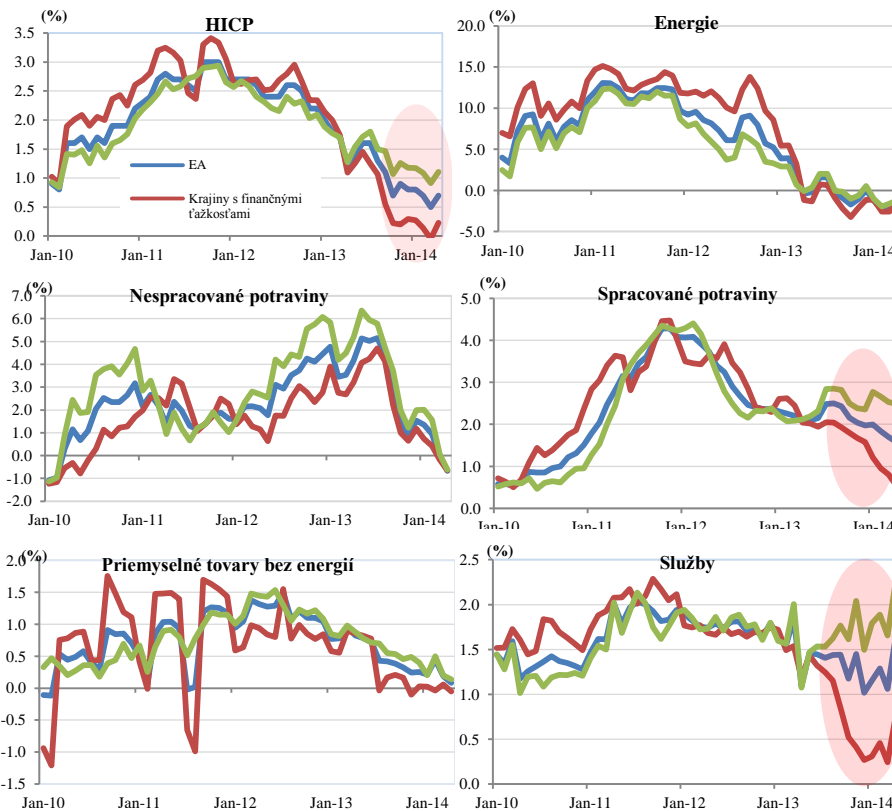
Graf 9 Maloobchodný obrat



Zdroj: Eurostat, prepočty NBS.

Od polovice roka 2013 je možné pozorovať pomerne výrazný rozdiel medzi mierou inflácie v krajinách s finančnými ťažkosťami a krajinami bez výrazných finančných ťažkostí. Pretrvávajúci prepád spotreby bol s veľkou pravdepodobnosťou dôvodom výraznejšieho spomalenia cenového rastu v krajinách s finančnými ťažkosťami. Kým ceny energií, nespracovaných potravín, ale aj obchodovateľných tovarov⁵ mali v zásade rovnaký vývoj, v ktorom sa premietal tak vývoj komoditných cien, ako aj výmenného kurzu, rozdiely je možné pozorovať predovšetkým pri cenách spracovaných potravín a služieb. V prípade spracovaných potravín sa pravdepodobne výrobcovia, resp. predajcovia, snažia udržať konkurencieschopnosť na trhu,

Graf 10 Komponenty inflácie (medziročný rast)



Zdroj: Eurostat, prepočty NBS

³ Údaje sú dostupné len do 3Q2013

⁴ Konečná spotreba domácností pre krajiny s finančnými ťažkosťami nezahŕňa od 2Q2011 Grécko (nedostupné štvrtročné dáta)

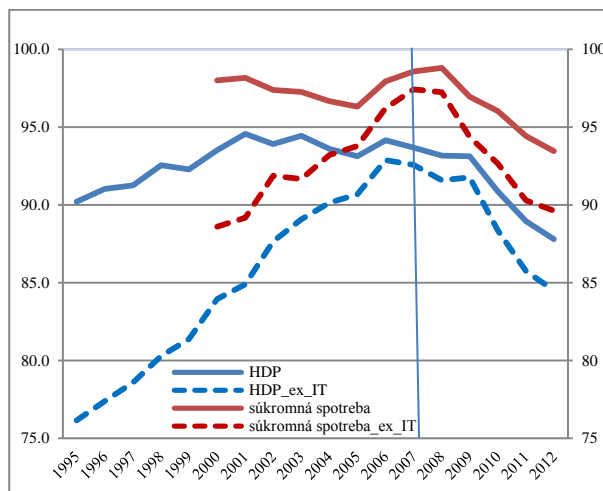
⁵ Priemyselné tovary bez energií

ktorý je poznačený nízkou úrovňou dopytu. Svoju úlohu tu pravdepodobne zohráva aj rýchloobrátkovosť tohto typu tovarov.

Najvýraznejší rozdiel v cenovom rase medzi krajinami s finančnými ťažkosťami a krajinami bez výrazných finančných ťažkostí je však **v prípade cien služieb, teda dopytovej zložky inflácie**. Kým rast cien služieb (priemer za posledných 6 mesiacov do apríla 2014) v krajinách bez výrazných finančných ťažkostí je porovnateľný so svojim dlhodobým priemerom (od roku 1998), v prípade krajín s finančnými ťažkosťami je o viac ako 2 percentuálne body nižší. Rast cien služieb v krajinách s finančnými ťažkosťami sa v priebehu roka 2013 začal výrazne spomaľovať, zatiaľ čo v druhej skupine krajín viac-menej stagnoval. V minulosti však bola situácia opačná. Ceny služieb v krajinách, ktoré majú v súčasnosti finančné ťažkosti rástli dlhodobo nad úrovňou krajín bez výrazných finančných ťažkostí, nakoľko väčšina týchto krajín zažívala konvergenciu k vyspelejším ekonomikám. Kladný diferenciál ekonomického rastu sa premietal do rýchlejšieho cenového rastu v neobchodovateľnom sektore (služby). **Po vypuknutí krízy** vládnych dlhov boli **krajiny s finančnými ťažkosťami** nútené zaviesť konsolidačné opatrenia, ktoré vytvorili dodatočný tlak na hospodárstvo. Väčšina týchto ekonomik začala strácať pozície, ktoré dosiahli v dobrých časoch a **začali divergovať**.

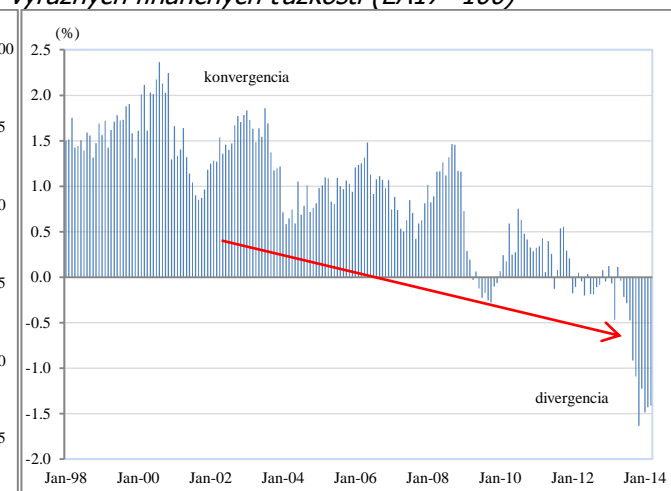
Na grafe HDP a súkromnej spotreby na obyvateľa v PPS pre krajiny s finančnými ťažkosťami nie je od roku 2000 dobiehanie ekonomických úrovní zrejmé, tento vývoj je však ovplyvnený klesaním relatívnej ekonomickej úrovne Talianska už v období pred krízou. Keďže Taliansko má pomerne vysokú váhu, výraznejšie ovplyvňuje celú skupinu krajín. Úroveň ostatných ekonomik bez Talianska (ex_IT) sa v predkrízovom období zvyšovala. Kríza so sebou priniesla zastavenie, resp. zvrátenie konvergenčného procesu. Skupina krajín s finančnými ťažkosťami začala pomerne výrazne divergovať tak v HDP na obyvateľa, ako aj spotrebe na obyvateľa (v oboch prípadoch ekonomická úroveň poklesla v roku 2012 v porovnaní s rokom 2007 o viac ako 5 p. b.). Prebiehajúca divergencia sa premietla aj do **zúženia inflačného diferenciálu v neobchodovateľnom sektore** a postupne do jeho zmeny na záporný.

Graf 11 HDP a súkromná spotreba na obyvateľa v PPS- krajiny s finančnými ťažkosťami



Zdroj: Eurostat, prepočty NBS.

Graf 22 Rozdiel medzi rastom cien služieb v krajinách s finančnými ťažkosťami a krajinami bez výrazných finančných ťažkostí (EA17=100)



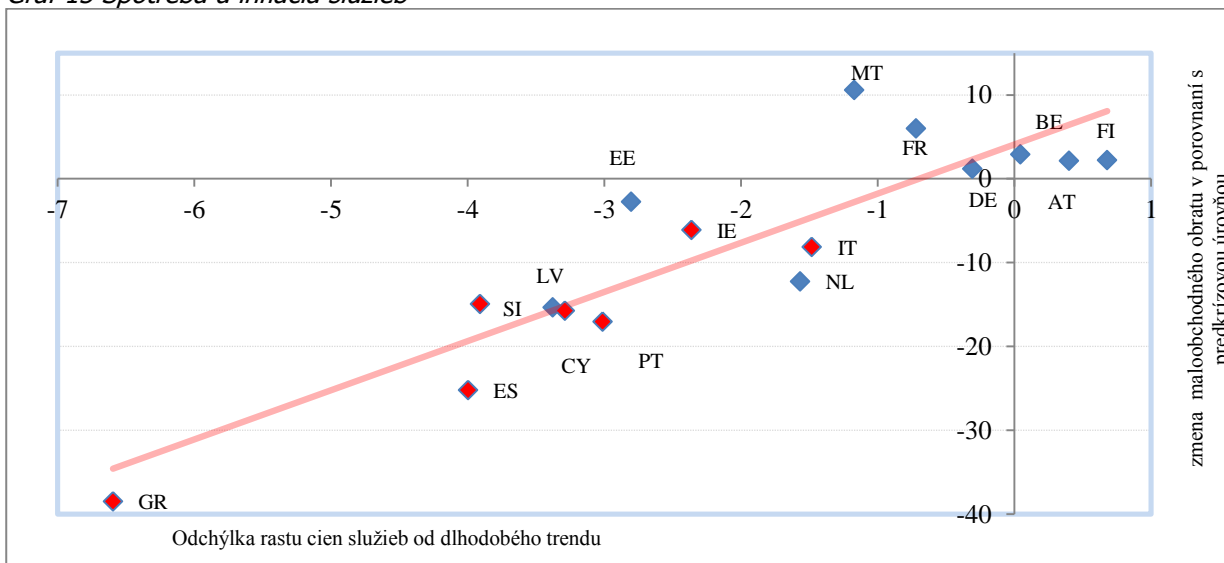
Zdroj: Eurostat, prepočty NBS.

Vo všeobecnosti sú pravdepodobne **služby** vzhľadom na svoju neobchodovateľnú povahu **citlivejšie na úroveň dopytu** na trhu. Jednotlivé ekonomiky eurozóny nie sú homogénne a ani používané dve skupiny krajín nezahŕňajú ekonomiky navzájom podobné. Úroveň hospodárskej konvergenencie, ako aj jej rýchlosť, sa medzi krajinami výrazne líšia. Na celom segmente krajín však možno pozorovať, že výrazný pokles spotrebiteľského dopytu v porovnaní s predkrízovým obdobím sa premietol do zníženia inflácie služieb v porovnaní s jej dlhodobým priemerom. Situácia v oblasti spotrebiteľského dopytu je na nasledujúcom grafe aproximovaná zmenou úroveň maloobchodného obrátu⁶ v porovnaní s priemerom roku 2008 (predkrízová úroveň). Dopad na cenový vývoj

⁶ zmena do marca 2014

v neobchodovateľnom sektore je aproximovaný odchýlkou súčasnej úrovne inflácie služieb (priemer za január - apríl 2014) od dlhodobého predkrízového priemeru (12/2001-12/2008)⁷.

Graf 13 Spotreba a inflácia služieb



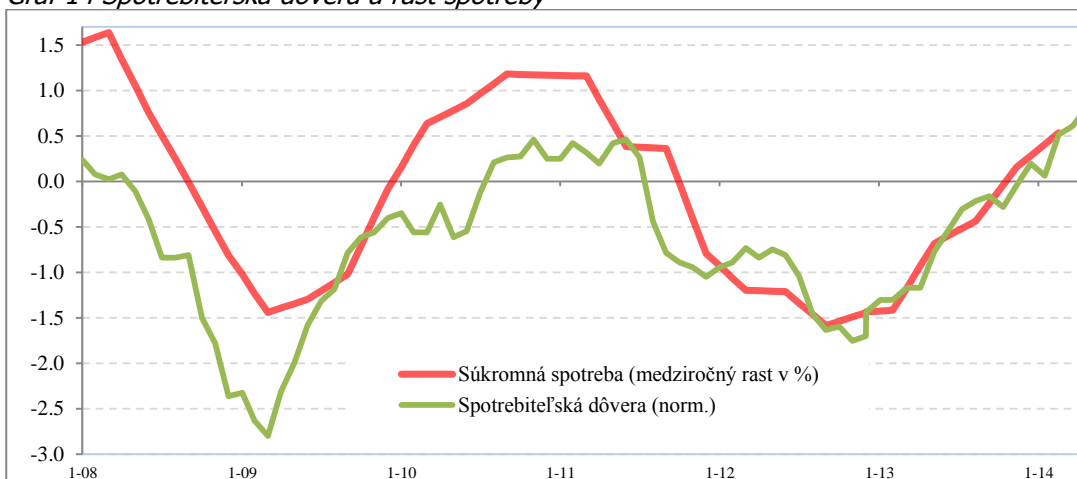
Zdroj: Eurostat, prepočty NBS.

Poznámka1: odchýlka rastu cien služieb od dlhodobého trendu – priemer január - apríl 2014 v porovnaní s priemerom (12/2001-12/2008), zmena maloobchodného obrátu v porovnaní s predkrízovou úrovňou – marec 2014 v porovnaní s priemerom roka 2008.

Poznámka 2: Slovensko nie je v grafe zahrnuté, nakoľko v údajoch za maloobchod je zlom v roku 2008

Nízka úroveň spotrebiteľského dopytu je tak jednou z príčin nízkej inflácie v súčasnosti. Tento jav je typický najmä pre krajiny s finančnými ťažkosťami, ale neplatí len pre tieto krajiny. Kríza spôsobila značnú kontrakciu spotrebiteľského dopytu napríklad aj v pobaltských ekonomikách a v Holandsku. Tomu zodpovedajú aj výrazne nižšie tempá inflácie služieb v porovnaní s dlhodobým priemerom. Napriek náznakom oživovania spotreby vo viacerých krajinách je jej úroveň naďalej nízka a navyše jej oživenie neprebíha v celej eurozóne. Postupné posilňovanie spotrebiteľskej dôvery od začiatku roka 2013 dáva predpoklady aj pre oživenie spotrebiteľského dopytu. Súčasný geopolitický napätie však pre spotrebiteľský dopyt a ekonomický rast predstavuje výrazné riziko. Akcelerácia inflácie tak bude pravdepodobne len pozvoľná a zotrúva na nízkych úrovniach dlhšie obdobie.

Graf 14 Spotrebiteľská dôvera a rast spotreby



Zdroj: Eurostat, prepočty NBS.

Rastislav Čársky (analytici@nbs.sk)

⁷ Inflácia za Slovinsko je dostupná až od 12/2001