



Analytický komentár

Bude na Slovensku deflácia? Pravdepodobnosť nie je vysoká (momentálny odhad je na úrovni 20-25%)¹.

Na základe aktuálneho vývoja sa medziročná inflácia meraná CPI a HICP pohybuje v blízkosti nuly a pretrvávajúci trend momentálne posielajú dynamiku celkovej cenovej hladiny smerom k záporným hodnotám. Spomalenie medziročného rastu cenovej hladiny zaznamenali aj krajiny eurozóny, avšak v porovnaní s ich priemernou infláciou je dynamika na Slovensku nižšia. V snahe identifikovať možné riziká cenového vývoja v budúcnosti a ich prípadného negatívneho vplyvu do reálnej ekonomiky je potrebné presnejšie určiť príčiny aktuálneho výrazného spomalenia inflácie a kvantifikovať pravdepodobnosť dlhodobejšieho medziročného poklesu cien.

Je možné predpokladať, že najbližšie mesiace bude medziročná inflácia blízko 0 (či už z jednej, alebo druhej strany). Hlavnými faktormi aktuálneho cenového vývoja sú najmä volatilné ceny potravín a dlhodobější pokles cien energií. Je nevyhnutné zdôrazniť že, **záporná medziročná dynamika cenovej hladiny počas krátkeho časového obdobia (mesiacov) ešte neznamená defláciu. Až dlhšie trvajúci pokles cien, najmenej štyri štvrt'roky po sebe, s možnými dôsledkami do reálnej ekonomiky je z nášho pohľadu považovaný za naplnenie definície deflácie**². Aktuálny vývoj je možné považovať za dočasný a spolu so spotrebiteľmi očakávaným rastom inflácie v porovnaní s jej aktuálnou úrovňou by tak nemal byť zdrojom deflačnej špirály.

Prečo sa rast cien zastavil?

Vzhľadom k špecifikám spotrebného koša a otvorenosti ekonomiky v porovnaní s inými krajinami je dôležitý pohľad do základných častí spotrebného koša.

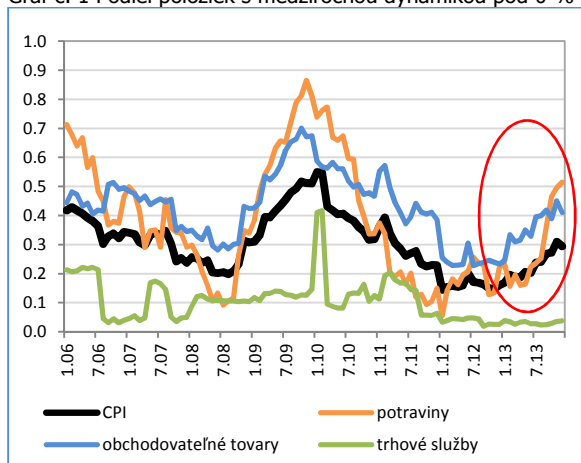
V prvom pohľade abstrahujeme od vývoja regulovaných cien, ktoré sú priamo späté s vývojom cien najmä energetických komodít a spôsobom regulácie. Nižšie uvedené **výsledky** sú postavené **na báze porovnateľného neregulovaného koša položiek** medzi rokmi 2005 až 2013 **očisteného o vplyv zmien nepriamych daní**. Z krátkodobého pohľadu, z nasledujúcich grafov je od druhej polovice roka 2012 badateľný nárast podielu cien, ktorých dynamika dosiahla úroveň pod 0 % (potraviny, obchodovateľné tovary). Nárast podielu zaznamenali aj ceny s dynamikou medzi 0 až 1 % najmä v dôsledku vývoja cien trhových služieb. Zjavne došlo k presunu významnej časti ich cien (ceny služieb spojených s bývaním a stravovaním) s dynamikou 1 až 3 %, ktoré dosahovali na prelome rokov 2012 a 2013. Druhý nemenej zaujímavý je markantný pokles podielu cien potravín s dynamikou vyššou ako 3 % v závere roka 2013. Z krátkodobého pohľadu **za aktuálnym spomalením inflácie od začiatku roka 2013 stojí najmä vývoj cien potravín, obchodovateľných tovarov a nízka dynamika cien služieb bývania a stravovania**. Spomalenie dynamiky je tak pravdepodobne podmienené nielen externými faktormi (pokles cien potravinárskych komodít, nízka dovezená cenová hladina), ale aj ich kombináciou s minuloročnou stagnáciou konečnej spotreby domácností a zmenami v spotrebiteľskom správaní.

¹ Pravdepodobnosť situácie, že inflácia v každom štvrtroku obdobia 2Q2014 až 1Q2015 bude záporná.

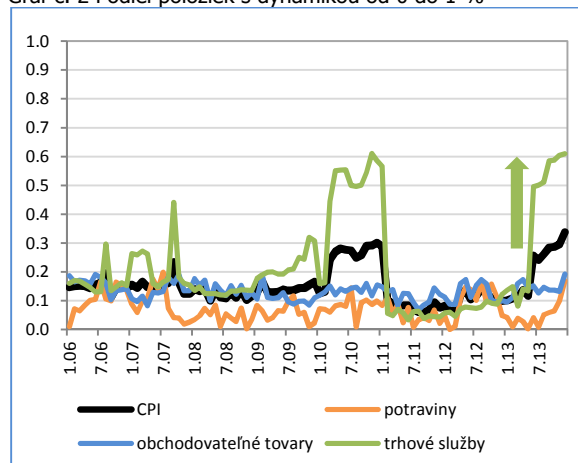
² M. Draghi: „If we look at the definition of deflation, that is a broad-based fall in prices, self-feeding onto itself and happening in a variety of countries.“ Tlačová konferencia prezidenta ECB M. Draghiho Frankfurt am Main, 6. február 2014, <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/is140206.en.html>.

Analytické komentáre nie sú oficiálnym stanoviskom Národnej banky Slovenska. Prezentujú názory analytikov Úseku pre menu, štatistiku a výskum (ÚMS). Šírenie je povolené bez predchádzajúceho súhlasu, avšak s uvedením zdroja „analytici ÚMS“, resp. „analytici Menového úseku“. Ak nie je uvedené inak, časové rady sú sezónne očistené použitím vlastných sezónnych modelov.

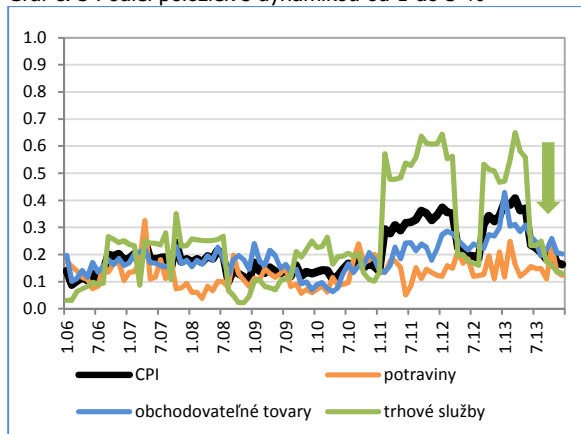
Graf č. 1 Podiel položiek s medziročnou dynamikou pod 0 %



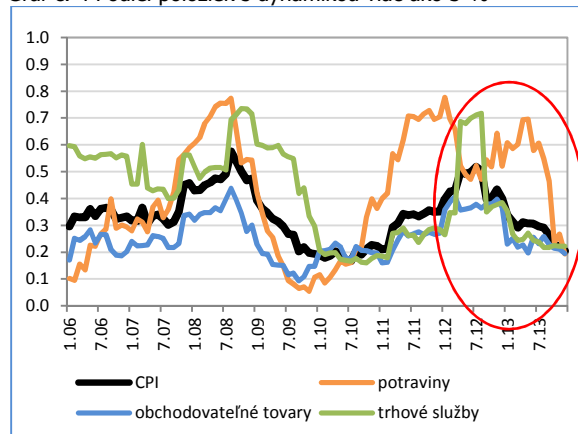
Graf č. 2 Podiel položiek s dynamikou od 0 do 1 %



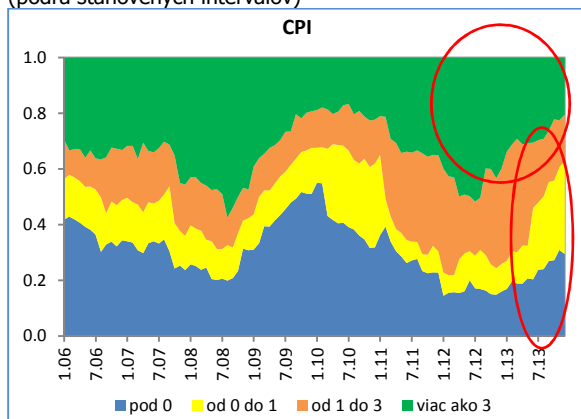
Graf č. 3 Podiel položiek s dynamikou od 1 do 3 %



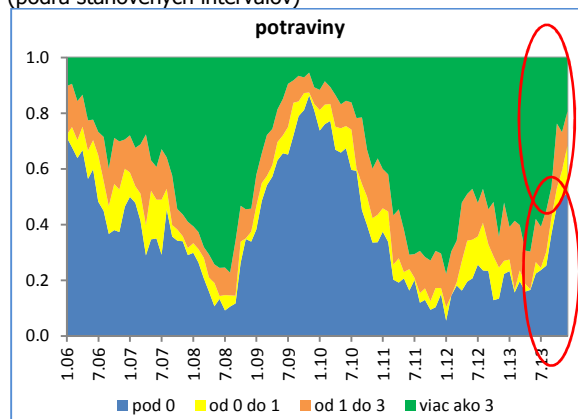
Graf č. 4 Podiel položiek s dynamikou viac ako 3 %



Graf č. 5 Vývoj podielov cien v závislosti od ich dynamiky (podľa stanovených intervalov)

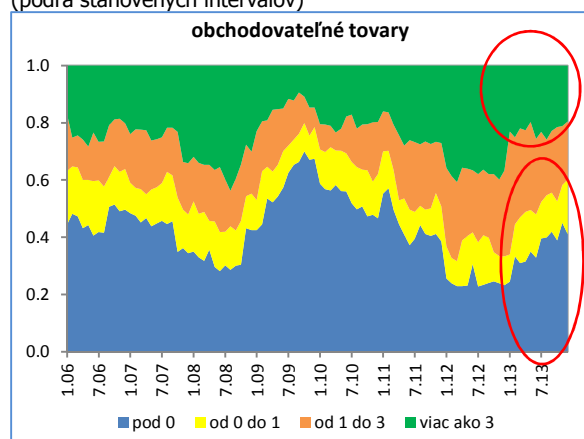


Graf č. 6 Vývoj podielov cien v závislosti od ich dynamiky (podľa stanovených intervalov)



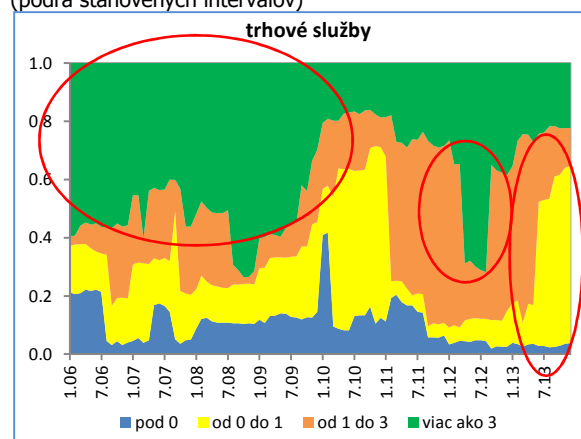
Zdroj: výpočty autora

Graf č. 7 Vývoj podielov cien v závislosti od ich dynamiky (podľa stanovených intervalov)



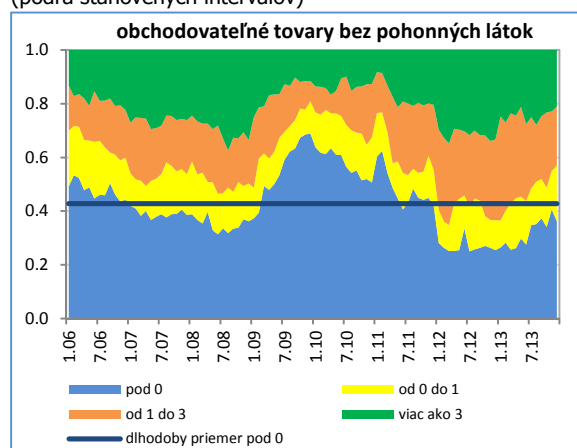
Zdroj: výpočty autora

Graf č. 8 Vývoj podielov cien v závislosti od ich dynamiky (podľa stanovených intervalov)

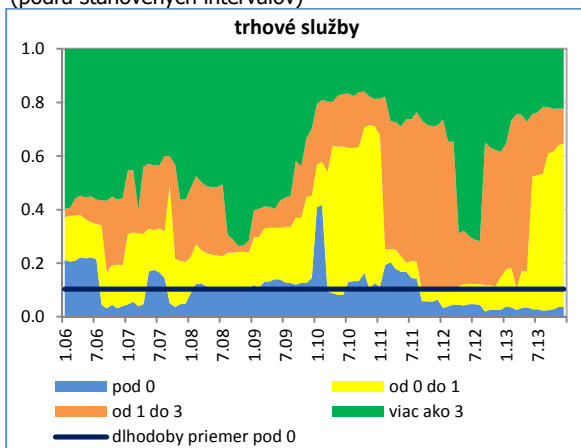


Druhý pohľad na cenový vývoj je smerovaný cez porovnateľné položky čistej inflácie bez pohonných látok (ďalej len net infácia) očistenej o vplyv zmien nepriamych daní.

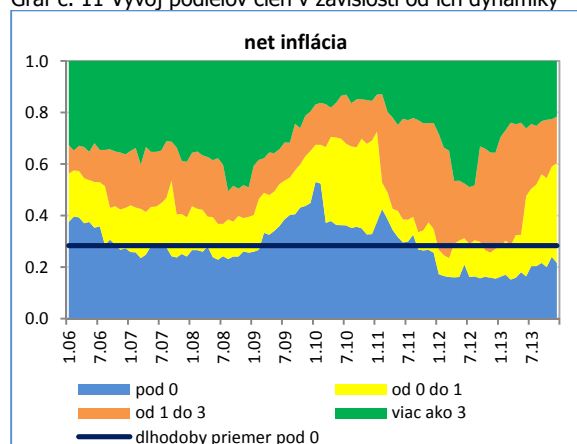
Graf č. 9 Vývoj podielov cien v závislosti od ich dynamiky (podľa stanovených intervalov)



Graf č. 10 Vývoj podielov cien v závislosti od ich dynamiky (podľa stanovených intervalov)



Graf č. 11 Vývoj podielov cien v závislosti od ich dynamiky



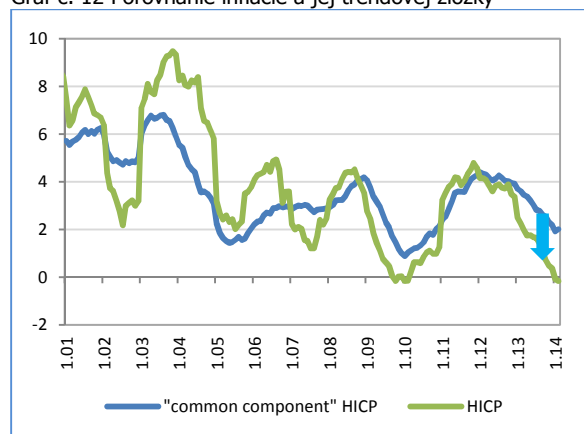
Zdroj: výpočty autora

Porovateľný kôš predstavuje približne 53 % položiek CPI. Podiel cien, ktorých dynamika je nižšia ako 0 % je u net inflácie v súčasnosti nižší ako dlhodobý priemer. V štruktúre ceny obchodovateľných tovarov bez pohonných látok dlhodobo dosahujú vysoký podiel cien s dynamikou nižšou ako 0 %. Od začiatku roka 2012 je ich podiel relatívne stabilný. Preto by nemala byť hlavným zdrojom aktuálneho spomalenia net inflácie. Vysvetľujúcou premennou sa javí byť v rámci cien trhových služieb postupný presun podielu cien s medziročným rastom nad 1 % do cien s dynamikou od 0 do 1 %. Pri podrobnejšom pohľade predovšetkým **nízka dynamika cien služieb bývania a stravovania boli za spomalením net inflácie**. Z dlhodobšieho časového hladiska väčšia časť cien neregulovaného spotrebného koša zastabilizovala od konca roku 2011 podiel cien dosahujúcich dynamiku v rozmedzí 0 až 3 %.

Celkovo v porovnaní s obdobím finančnej a dlhovej krízy v roku 2009 až 2010 súčasný vývoj nie je dramatickejší z pohľadu porovnateľného koša. Napriek skutočnosti, že podiel cien (porovnateľného koša) s dynamikou pod 0 % rastie, **v porovnaní s predchádzajúcim obdobím aktuálny vývoj nemožno hodnotiť ako extrémny a výnimočný**. Aktuálne medziročná net inflácia je viac menej porovnateľná s obdobím počas krízy a jadrová inflácia je vyššia. Pritom je potrebné pripomenúť, že v roku 2009 ceny bývania (napríklad fond opráv) a regulované ceny prispievali (príspevok bol výrazne kladný) k vyššej net inflácii respektíve k celkovej CPI. Nebyť týchto faktorov inflácia by bola v krízovom období významne nižšia.

Pri pohľade na odhadnutú trendovú a perzistentnejšiu zložku inflácie (tzv. common component) je vidieť spomalenie dynamiky. V porovnaní s trendovou zložkou sa aktuálna inflácia javí ešte nižšia v dôsledku významného negatívneho krátkodobého vývoja (graf č. 13). Výraznejší rozdiel je badateľný u celkovej inflácie (graf č. 12), čo tiež nasvedčuje na **krátkodobý negatívny vplyv nízkej dynamiky cien energií a potravín**.

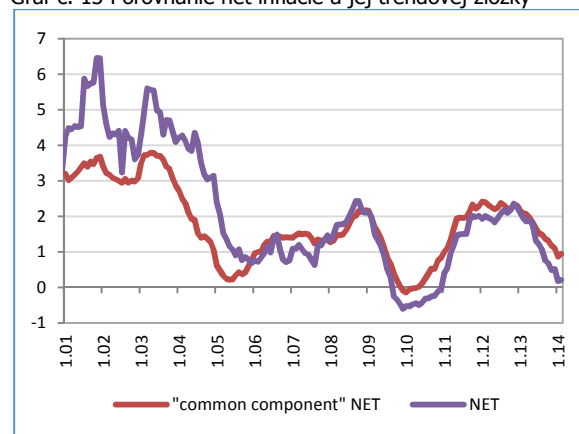
Graf č. 12 Porovnanie inflácie a jej trendovej zložky



Zdroj: výpočty NBS

Poznámka: tzv. „common component“ je považovaný v literatúre za trendovú zložku inflácie

Graf č. 13 Porovnanie net inflácie a jej trendovej zložky

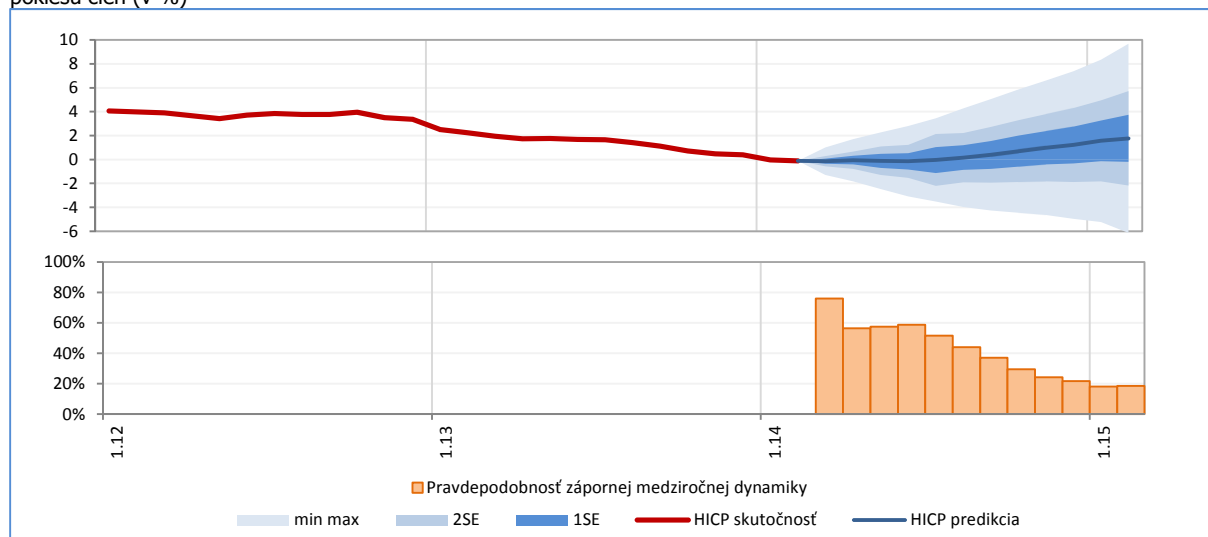


Na základe uvedených skutočností, **po odznení krátkodobých externých faktorov** (s prenosom do cien potravín a energií, cez sekundárne efekty do cien trhových služieb) a odznení vplyvu opatrného spotrebiteľského dopytu, **možno očakávať** napriek riziku vyplývajúceho zo zmeny spotrebiteľského správania a kvalitatívnych zmien (ktoré spotrebný kôš nedokáže dostatočne zachytiť – znižujú infláciu) **rýchlejší medziročný rast cenovej hladiny**.

Budú ceny klesať aj naďalej?

Na základe výsledkov analýzy predikčných chýb a aktuálnej predikcie dynamiky HICP dosahuje **pravdepodobnosť medziročného poklesu cien** v marci 2013 najvyššiu hodnotu a následne **postupne klesá k úrovni 22 % na konci roka 2014³**.

Graf č. 14 Pravdepodobnostné rozdelenie možných budúcich medziročných dynamík HICP a pravdepodobnosť medziročného poklesu cien (v %)



Zdroj: ŠÚSR, výpočty autora

Poznámka: interval +1SE až -1SE predstavuje takmer 68 % pravdepodobnosť a interval +2SE až -2SE predstavuje takmer 95 % pravdepodobnosť, že budúca dynamika sa bude pohybovať v rámci intervalu od centrálnej predikcie

³ Prezentovaný výpočet vychádza z historickej chybovosti predikcií medziročného rastu cenovej hladiny (poznáme distribučné rozdelenie odchýlok skutočnej dynamiky od predikovanej). Na základe údajov o chybovosti predikcií na aktuálny mesiac (t0) až 11 mesiacov dopredu (t11) je možné skonštruovať distribučné rozdelenie pravdepodobnosti vývoja dynamiky od predikovanej dynamiky na určitý časový horizont do budúcnosti. Dôležitými krokom pre transparentný odhad pravdepodobnosti deflácie je odpoveď na otázku či predikčné chyby inflácie sú normálne rozdelené. Predikčné chyby vykazujú výraznú autokoreláciu, ktorá rastie s horizontom predikcie. Po eliminácii tejto autokorelácie a extrémnych výkyvov bola normalita predikčných chýb testovaná pomocou Jarque-Bera testu. Výsledky indikujú, že na hladine významnosti 0,1 nie je možné zamietnuť hypotézu o normalite predikčných chýb pre všetky horizonty predikcie (t0 až t11). Inými slovami, dané predikčné chyby možno považovať za približne normálne rozdelené. Následne boli analyticky vypočítané hodnoty stredných kvadratických predikčných chýb (MSFE) pre jednotlivé časové horizonty. Na základe aplikácie rozdelení vychádzajúceho z upravených hodnôt MSFE predikčných chýb na aktuálne predikované úrovne dynamík cenovej hladiny na najbližšie obdobie (na aktuálny mesiac t0 až 11 mesiacov dopredu t11) sme odhadli pravdepodobnosť medziročného poklesu cien. Odhad pravdepodobnosti vychádza z distribučnej funkcie normálneho rozdelenia možných dynamík v jednotlivých mesiacoch v budúcnosti.

