

16. júna 2022

Odkiaľ sa zjavila vysoká inflácia?

Analýza faktorov, ktoré prispievajú k súčasnému rastu cien

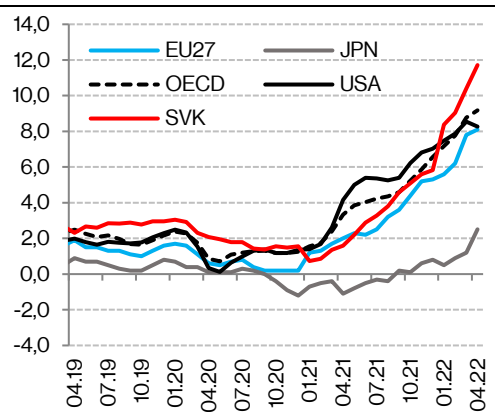
Vojtech Plutzer, Ján Šilan, Dávid Hojdan

Ceny na Slovensku aj v zahraničí začali počas pandémie prudko rásť. K nárastu spočiatku prispievali najmä ponukové faktory, ktoré súviseli s presunom dopytu od služieb k tovarom, ktorý viedol k úzkym hrdlám v globálnom priemysle a logistike. Kým pôvodne sa očakávalo, že výrazný rast inflácie sa zmierni behom roka 2022, vojna na Ukrajine oddaluje návrat na predkrízové tempo inflácie. Vojna spôsobuje ďalší nárast cien, najmä cez zdraženie energií, ale aj skrz predĺženie trvania problémov v dodávateľských reťazcoch. Výrazný rast cien predstavuje riziko pre nízkoprijmové domácnosti a predovšetkým pre osoby odkázané na sociálne dávky, ktoré sa o infláciu upravujú len s oneskorením.

Vojna oddialila návrat inflácie k predkrízovým hodnotám

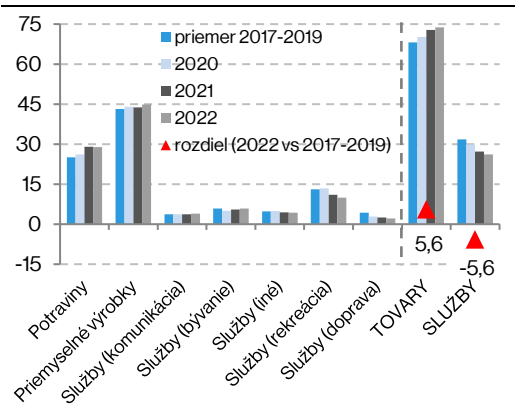
Po rokoch nízkej a stabilnej miery inflácie začali ceny v posledných mesiacoch celosvetovo prudko rásť (Graf 1). Kým v priebehu minulého roka bol zrýchlený rast cien považovaný za dočasný vplyv pandémie a s ňou súvisiacich faktorov, ktoré mali behom roka 2022 odznieť, vojna na Ukrajine oddialila očakávaný návrat k predkrízovému tempu inflácie. Kombinácia ponukových faktorov, ktoré zvyšovali ceny už počas pandémie a vplyv vojny znamená, že miera inflácie sa ani v roku 2022 nevráti na svoju predkrízovú úroveň.

Graf 1: Inflácia pred pandemickou krízou a počas nej (medziročný rast v %)



Zdroj: OECD, IFP

Graf 2: Váhy v slovenskom spotrebnom koši HICP (v %)



Zdroj: Eurostat, IFP

Dopyt sa počas pandémie presmeroval na tovary...

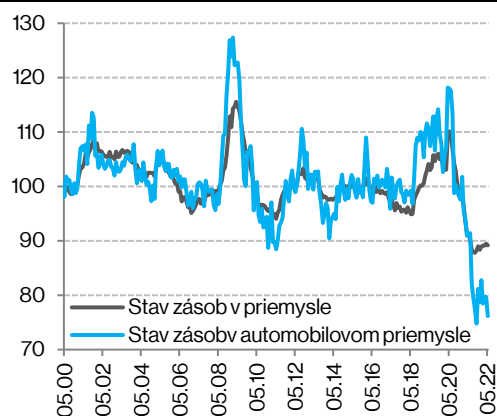
K zrýchleniu inflácie viedli spočiatku ponukové faktory spojené s pandemiou, najmä bezprecedentný presun dopytu od služieb k tovarom. Služby boli počas pandémie obmedzené karanténymi opatreniami do väčšej miery. Mnohé z nich si vyžadujú osobný kontakt a preto bol dopyt po službách limitovaný nie len opatreniami vlád, ale aj individuálnou snahou domácnosti chrániť svoje zdravie. Záujem zákazníkov sa tak pri obmedzených službách do veľkej miery presmeroval na tovary. V slovenskom spotrebiteľskom koši, na základe ktorého sa počíta aj miera rastu domácich cien, vzrástol počas pandémie podiel tovarov na úkor služieb o 5,6 percentuálnych bodov v porovnaní s predkrízovým obdobím (Graf 2).

...čo vyvíjalo tlak na dodávateľské reťazce

Uspokojeniu zvýšeného dopytu po tovaroch bránilo počas pandémie najmä narušenie dodávateľských reťazcov, ktoré spôsobila séria nesyndronizovaných lockdownov naprieč krajinami. Narozdiel od služieb sú tovary naročné na materiál, prepravu, kapitál,

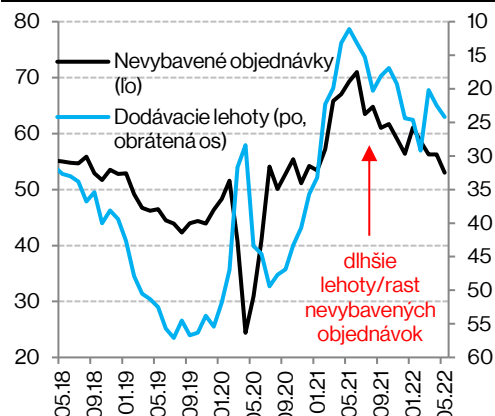
a logistiku. Rastúci dopyt po elektronike sa prejavil nedostatkom čipov, ktorých výrobu je náročné rozšíriť kvôli vysokým fixným nákladom. Keďže ponuka nedokáže uspokojiť prudký nárast dopytu a rýchlo sa míňali aj zásoby firiem (Graf 3), dodávacie lehoty sa predĺžili a vzrástol počet nevybavených objednávok (Graf 4). Nesúlad medzi zvýšeným dopytom a obmedzenou ponukou tak tlačí na rast cien.

Graf 3: Priemyselné podniky v Nemecku čerpali počas pandémie zo svojich zásob



Zdroj: Ifo, Macrobond, IFP

Graf 4: Dodávacie lehoty sa počas pandémie predĺžili (PMI, Rakúsko)



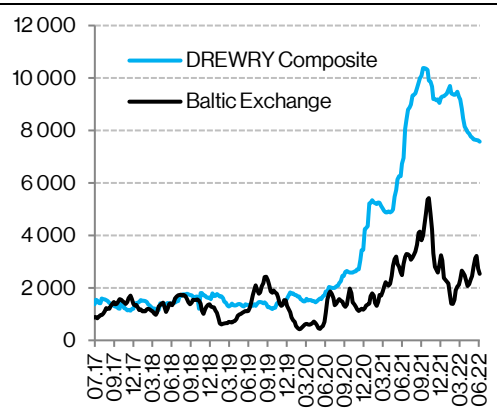
Pozn: hodnota nad 50 indikuje nárast nevybavených objednávok (lo); resp. skrátenie dodávacích lehôt (po).

Zdroj: IHS Markit, Macrobond, IFP

Vzrástli ceny prepravy,...

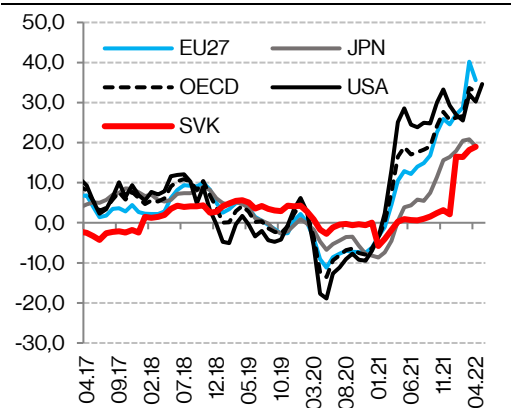
Okrem chýbajúcich súčiastok sužovali priemysel aj rastúce ceny prepravy. K tým okrem zvýšeného dopytu po tovaroch prispeli aj karanténne opatrenia v jednotlivých krajinách, ktoré viedli ku komplikáciám v logistike (Graf 5). Drahšia preprava viedla k zdraženiu nielen súčiastok, ale aj stavebných materiálov. Sankcie voči Rusku, uzavretie ukrajinských prístavov a vyhlásenie bezletovej zóny nad postihnutými regiónmi oddialila zotavenie svetových dodávateľských reťazcov. Vysoké ceny prepravy a súčiastok sa tak budú vracieť na svoje predkrízové úrovne pomalšie.

Graf 5: Cena námornej kontajnerovej prepravy počas pandémie vzrástla (USD)



Zdroj: Drewry, Macrobond, IFP

Graf 6: Ceny energií začali rásť už počas pandémie (medziročná zmena v %)



Zdroj: OECD, IFP

...aj energií, ktoré výrazne zdraželi aj po vypuknutí vojny

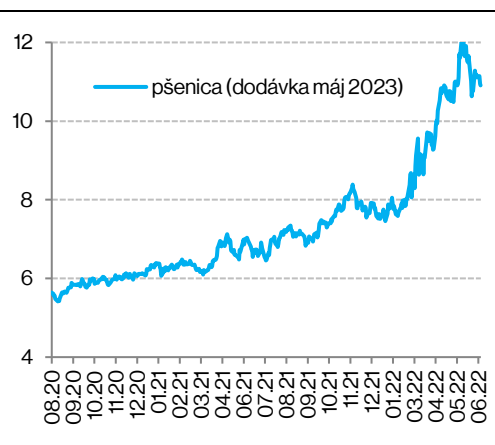
K inflácii prispelo aj zdraženie energií, ktoré vojna do veľkej miery ešte zhoršila (Graf 6). K zdraženiu energií viedlo jednak oživenie spojené so zmiernením vplyvu pandémie na ekonomiku, ako aj zvýšený dopyt po tovaroch, ktorých výroba je energeticky náročnejšia. Na druhej strane geopolitické napätie medzi Ruskom a Ukrajinou už v priebehu minulého roka zvyšovalo ceny energií skrz nižšie dodávky plynu a relatívne nízku naplnenosť plynových zásobníkov. Pôvodne sa očakávalo, že ceny energií sa znorlizujú po

ukončení vykurovacej sezóny, kedy dopyt po plyne spravidla klesá a letné mesiace poskytnú príležitosť na naplnenie zásobníkov. Vyústenie geopolitických tlakov vo vojnu však ohrozuje aj budúce dodávky energetických komodít, keďže Rusko je dôležitým dodávateľom plynu a ropy. Zdraženie týchto komodít sa môže ďalej premietnuť do cien pohonných látok a potravín a cez drahšie vstupy do aj do cien ostatných tovarov a služieb.

Vojna zhoršila dostupnosť aj iných komodít, čo zvyšuje ich ceny

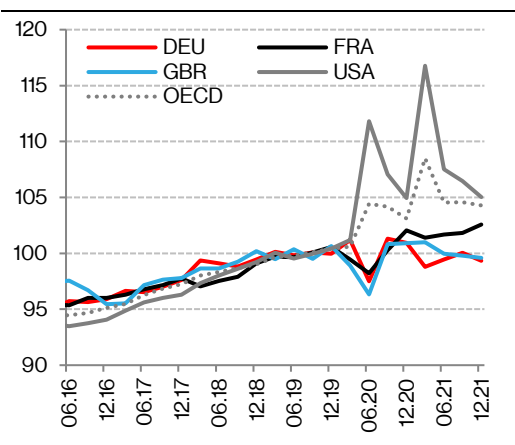
Okrem energií je Rusko a Ukrajina významným dodávateľom aj iných komodít, ktoré v dôsledku konfliktu zdražili a prispievajú tak k nárastu inflácie. Nedostatok káblových zväzkov, paládia, či nikla môže poškodiť najmä priemyselné odvetvia, ktoré sú na týchto vstupoch závislé. Keďže nachádzanie nových dodávateľov môže trvať istý čas, v týchto odvetviach narastajú inflačné tlaky, ktoré sa postupne môžu pretaviť aj do ostatných odvetví. Ukrajina je okrem iného prominentným producentom pšenice, ktorej cena od začiatku prudko stúpa a prispieva tak k rastu cien potravín (Graf 7).

Graf 7: Cena pšenice po invázii prudko vzrástla (USD)



Zdroj: Drewry, Macrobond, IFP

Graf 8: Disponibilný príjem sa vracia na predkrízový trend (100=2019)



Pozn.: v USA rástli disponibilné príjmy počas pandémie najmä kvôli dočasným transferom pre domácnosti.

Zdroj: OECD, IFP

Dopytová inflácia bola počas pandémie nevyrazná

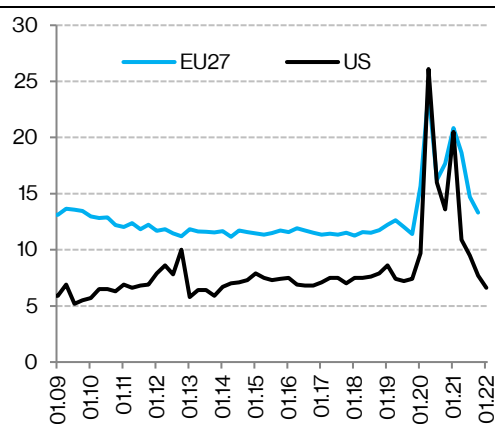
K inflácii vo všeobecnosti prispievajú ponukové a dopytové faktory. Faktory, ktoré naštartovali rast cien počas pandémie súviseli prevažne s ponukovými problémami. **Inflačné tlaky zo strany dopytu boli počas pandémie nevyrazné a spomalenie ekonomického rastu z dôvodu vojny na Ukrajine ich bude ďalej tmiť.** Disponibilný príjem domácností v eurozóne rastie približne rovnakým tempom ako pred koronakrízou a v USA sa po vyprchaní pandemickej pomoci príjmy vracajú na predkrízový trend (Graf 8). Väčšina centrálnych bánk vychádzala počas pandémie z predpokladu, že inflačné tlaky počas roka 2022 ustúpia, a preto výraznejšie nemenila voľnú monetárnu politiku pred krízou, ktorá okrem iného umožňovala vládam počas pandémie vykonávať fiškálne transfery na pomoc domácnostiam. Rast inflácie presahujúci v mnohých krajinách maximá posledných dekád, ktorý navyše pramení z viacerých zdrojov, prinútil niektoré centrálné banky prehodnotiť svoju menovú politiku. Predovšetkým americký Fed musel sprísniť menové podmienky, čo vyvoláva obavy z tzv. tvrdého pristátia.

Predĺženie inflácie môže viesť k ďalšiemu zvýšeniu inflačných tlakov

V prípade, že bude vysoká inflácia pretrvávajúca, dopytové tlaky sa zvýšia. Mzdové vyjednávania síce ešte neodrážajú aktuálnu infláciu, no dlhšie trvanie vysokej inflácie môže časom motivovať ľudí k zvýšeniu svojich platových nárokov. Nárast miezd by sa v tom prípade premietol aj do cien výrobkov a služieb, keďže firmy sa budú snažiť preniesť časť vyšších nákladov na spotrebiteľov. Riziko zosilnenia dopytovej inflácie

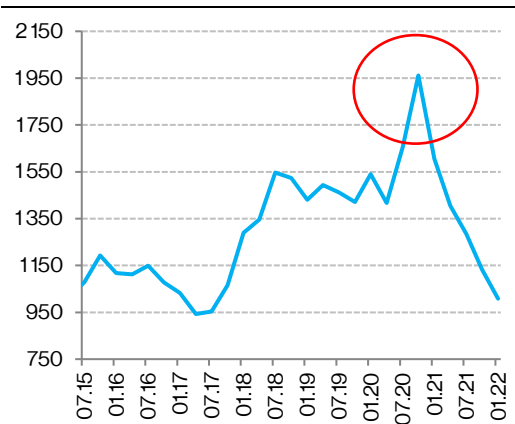
môže v budúcnosti predstavovať aj rozpustenie úspor, ktoré si domácnosti počas pandémie nahromadili (Grafy 9 a 10).

Graf 9: Miera úspor domácností počas pandémie vzrástla (% disp. príjmu)



Zdroj: Macrobond, IFP

Graf 10: Aj slovenské domácnosti zvýšili počas pandémie objem svojich úspor



Pozn: nom. úspory v mil EUR, SA. Zdroj: Macrobond, IFP

Inflácia na Slovensku

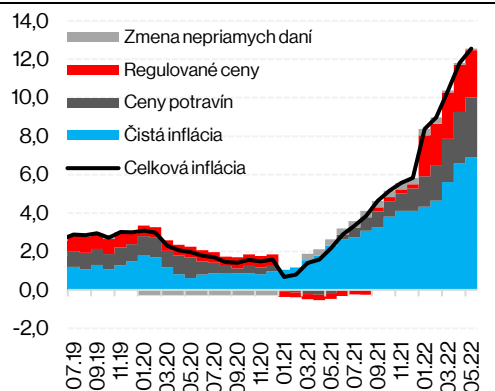
Ceny na Slovensku sa vyvíjali v súlade s globálnym trendom

Vývoj cien na Slovensku vo veľkej miere zodpovedal globálnym trendom inflácie počas pandémie, aj prvých mesiacov vojny. Podobne ako v iných krajinách aj ceny na Slovensku reagovali na nedostatok súčiastok spojený s úzkymi hrdlami v priemysle, rastúce ceny stavebných materiálov a prepravy a zdraženie energií, ku ktorému neskôr prispelo aj vypuknutie vojny na Ukrajine.

Inflácia na Slovensku začala zrýchľovať v máji 2021

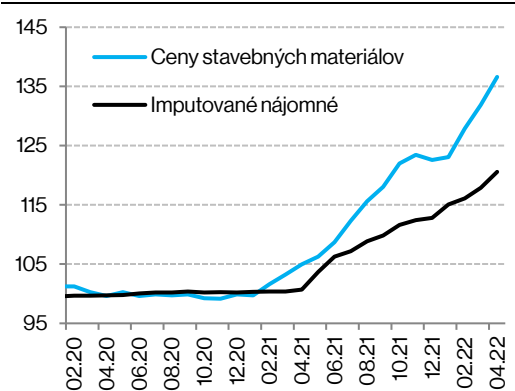
Na Slovensku sa inflácia začala výraznejšie zvyšovať v máji 2021, hnaná nárastom cien bývania (imputované nájomné), vyššími cenami pohonných látok a v závere roka aj drahšími obchodovateľnými tovarmi a potravinami, ktoré reagovali na nárast cien vstupov, ako sú palivá a energie (Graf 10). Za rok 2021 vzrástli spotrebiteľské ceny na Slovensku v priemere o 3,2 %, čo už vtedy predstavovalo najrýchlejšie ročné tempo inflácie od roku 2012.

Graf 11: Medziročný rast CPI a príspevky jednotlivých zložiek (p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, IFP

Graf 12: Ceny stavebných materiálov počas pandémie vzrástli (index, 100 = 2020)



Zdroj: ŠÚ SR, IFP

Regulované ceny výrazne vzrástli v januári

Na začiatku roka 2022 sa k spomenutým faktorom pridalo aj očakávané zvýšenie regulovaných cien energií. Ceny energií (elektrina, plyn, teplo) sa spravidla menia v prvom mesiaci roka a odrážajú vývoj cien energií v predošlom období. Úrad pre reguláciu

Nárast imputovaného nájomného väčšina domácností nepocíti

sieťových odvetví (ÚRSO) určoval maximálne ceny elektriny a plynu pre domácnosti na rok 2022 podľa burzových cien elektriny od októbra 2020 do septembra 2021. Tie už počas roka 2021 tlačila hore neistota spojená s geopolitickou situáciou týkajúcou sa dodávok plynu z Ruska, nárast cien emisných povoleniek, ako aj zvýšený dopytu po plyne v Ázii. Vyššie ceny energií sa premietali do inflácie aj cez zdraženie potravín, ktoré okrem cien energií reagovali aj na globálny rast poľnohospodárskych komodít. **Inflácia sa tak v máji 2022 vyšplhala na 12,6 % medziročne**, čo predstavuje najvyšší rast za posledných 22 rokov.

Pod rastúcu infláciu sa podpisujú aj také faktory, ktoré kúpyschopnosť domácností výrazne neovplyvnia. Jedným z hlavných prispievateľov k rastu cien bolo od mája 2021 imputované nájomné. Ide o položku, ktorá zachytáva rast implicitných výdavkov domácností na bývanie vo vlastnej nehnuteľnosti. Jej zdraženie však väčšina domácností v skutočnosti priamo nepocíti (Box 1). Rast tejto položky nepriaznivo ovplyvnilo zdraženie stavebných materiálov. Tie tvoria približne 75 % z celkového imputovaného nájomného a počas pandémie ich cena prudko vzrástla najmä v dôsledku úzkych hrdiel a problémom v logistike (Graf 11). V apríli 2022 prispelo imputované nájomné k medziročnému rastu cien 2 percentuálnymi bodmi.

BOX 1: Imputované nájomné

Z hľadiska presného merania vývoja cien v ekonomike by cenové ukazovatele mali zachytávať všetky položky, ktoré jednotlivé domácnosti spotrebúvajú. Výnimkou nie sú ani náklady spojené s bývaním vo vlastnej nehnuteľnosti. **V ekonomickej teórii tieto náklady v rámci spotrebného koša domácností reprezentuje položka imputovaného nájomného.** Medzi štatistickými úradmi však neexistuje jednoznačná zhoda ohľadne ideálnej metódy, podľa ktorej by sa táto položka mala vypočítať. V praxi sa používa napríklad **metóda čistej akvizície** (do úvahy sa berú náklady spojené s kúpou a udržiavaním nehnuteľnosti; Eurostat) či **prístup ekvivalentného nájomného** (ceny bývania sú odhadnuté na základe cien nájomného; USA, Nemecko).

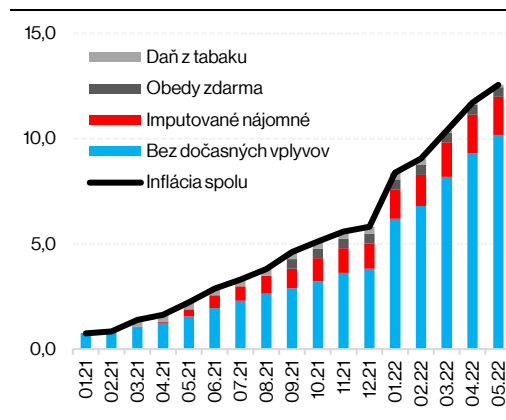
Imputované nájomné a jeho zahrnutie v spotrebnom koši je jedným z rozdielov medzi národným indexom spotrebiteľských cien (CPI) a harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (HICP), ktorý meria vývoj cien v Európskej únii. **Harmonizovaný index HICP nezahŕňa imputované nájomné**, keďže zatiaľ neexistuje presná zhoda o tom, akou metódou by sa mali v cenových indexoch vyrátaných na základe spoločnej harmonizovanej metodiky zohľadniť ceny bývania vo vlastnej nehnuteľnosti (Bonatti a kol., 2021). Výzvu predstavuje aj rozdielna dostupnosť údajov v jednotlivých krajinách, ktorá by sťažila odhady vývoja imputovaného nájomného v mesačnej frekvencii, ako aj odlišné charakteristiky trhu s bývaním naprieč členskými štátmi. **Vzhľadom na prudký nárast imputovaného nájomného v posledných mesiacoch, inflácia podľa CPI aktuálne výrazne prevyšuje infláciu HICP**, ktorá imputované nájomné nezahŕňa.

Okrem globálnych faktorov ovplyvnili slovenskú infláciu aj špecifické domáce faktory. Zvýšenie spotrebnej dane z tabakových výrobkov k 1.2.2021 sa v inflácii prejavilo v marci 2021 a k medziročnému rastu prispievalo 0,3 p.b. (Graf 12). Tento vplyv sa prejavoval do februára 2022. Ďalšie kolo zvyšovania spotrebnej dane z tabakových výrobkov bude od marca 2022 prispievať k inflácii 0,1 p.b. Infláciu v medziročnom porovnaní od minulého septembra taktiež navyšuje obmedzenie štátneho financovania obedov na základných školách – tzv. obedov zadarmo. V septembri, kedy sa efekt zrušenia obedov zadarmo začal prejavovať na slovenskej inflácii, bol príspevok tejto zložky na celkovom raste cien

K inflácii prispeli aj jednorazové faktory, ktoré behom roka 2022 pominú

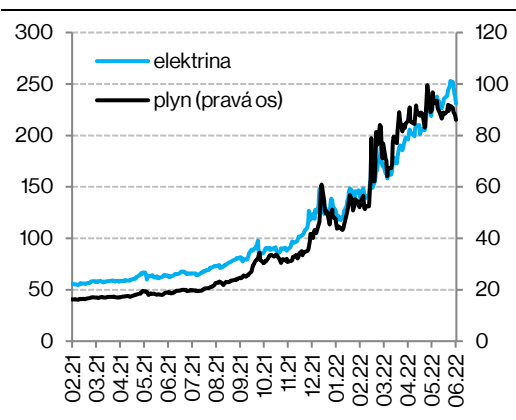
0,5 p.b. Efekt zrušenia obedov zadarmo bude medziročné porovnanie cien ovplyvňovať do augusta 2022.

Graf 13: Príspevky jednotlivých faktorov k medziročnému rastu cien



Zdroj: ŠÚ SR, IFP

Graf 14: Burzové ceny energetických komodít s odberom v roku 2023 naďalej rastú



Zdroj: eex.com, IFP

Riziko pre infláciu predstavujú ceny energií

Rizikom pre infláciu však ostáva vojna, ktorá ťahá ceny energií nahor. To zvyšuje náklady pre firmy, ktoré budú nárast cien vstupov premietat' do cien svojich výrobkov. Domácnosti by mali byť pred ďalším zvyšovaním elektriny chránené najmä vďaka memorandu medzi vládou a Slovenskými elektrárňami, ktoré sa zaviazali nezvyšovať ceny pre domácnosti v rokoch 2023 a 2024. Ceny plynu na rok 2023 sa však naďalej budú určovať podľa pôvodného vzorca ÚRSO, do ktorého vstupujú burzové ceny od októbra 2021 do septembra 2022, a tým pádom zachytávajú aj súčasné vysoké ceny plynu (Graf 13). Aktuálny vývoj cien plynu sa tým pádom bude premietat' do cien energií aj v roku 2023.

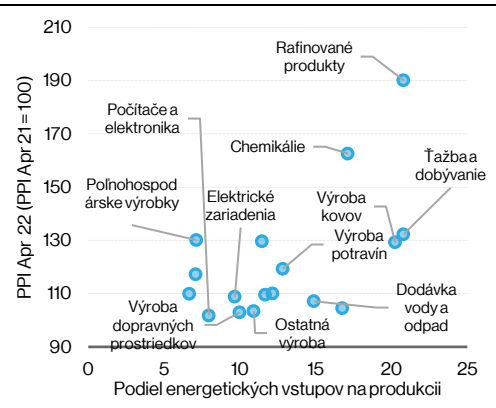
Zdraženie ohrozí najmä nízko príjmové domácnosti...

Prudký rast cien predstavuje riziko predovšetkým pre nízko príjmové domácnosti. Najrýchlejšie rastúce zložky inflácie – energie a potraviny – totiž predstavujú mierne väčšiu časť spotrebného koša nízko príjmových domácností a dôchodcov. Potraviny predstavovali v roku 2021 v priemernom spotrebnom koši približne 18,7 %, kým u dôchodcov tvorili 21,5 % a pri nízko príjmových domácnostiach 21,9 % spotrebného koša. Energie (elektrina, plyn a teplo) tvoria 9,2% výdavkov priemernej domácnosti, 11,8% u dôchodcov a 10% pri nízko príjmových domácnostiach. Odhadujeme, že celkový rast cenovej hladiny bude pre tieto skupiny v roku 2022 preto o približne 0,1 - 0,3 p.b. vyšší.

...a domácnosti odkázané na sociálne dávky

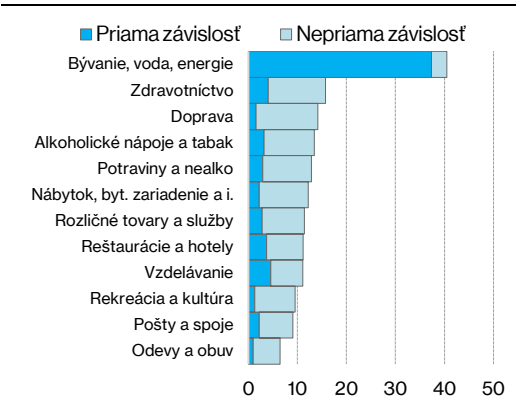
Vysokým rastom cien budú do väčšej miery ohrozené aj skupiny ľudí, ktorí sú odkázaní na príjem v podobe sociálnych dávok. Výška mnohých dávok a podporných schém sa totiž indexuje o infláciu, čím sa má zaručiť automatické krytie rastu nutných nákladov, najmä na stravu, ubytovanie, či oblečenie. Pri indexácii sa zohľadňuje miera inflácie z predošlého roka alebo prvého polroka predošlého roka. To môže pri rýchlej inflácii viesť k dočasnému poklesu reálnej hodnoty dávok. Aktuálny nárast inflácia sa totiž prejaví zvýšením dávok až v roku 2023. Táto metodológia výpočtov sa týka valorizácie dôchodkov, rastu dávok v hmotnej núdzi, rodičovského príspevku či prídavku na dieťa. Neskorá indexácia predstavuje riziko prepadnutia sa do chudoby pre tie skupiny, ktoré sú odkázané na sociálne dávky, najmä pre marginalizované rómske komunity, osamelých rodičov či mnohodetné domácnosti.

Graf 15: Vysoká energetická závislosť sa premieta do cien



Zdroj: ŠÚ SR, IFP

Graf 16: Energetická náročnosť jednotlivých kategórií spotrebného koša (podiel energetických vstupov na produkcii %)

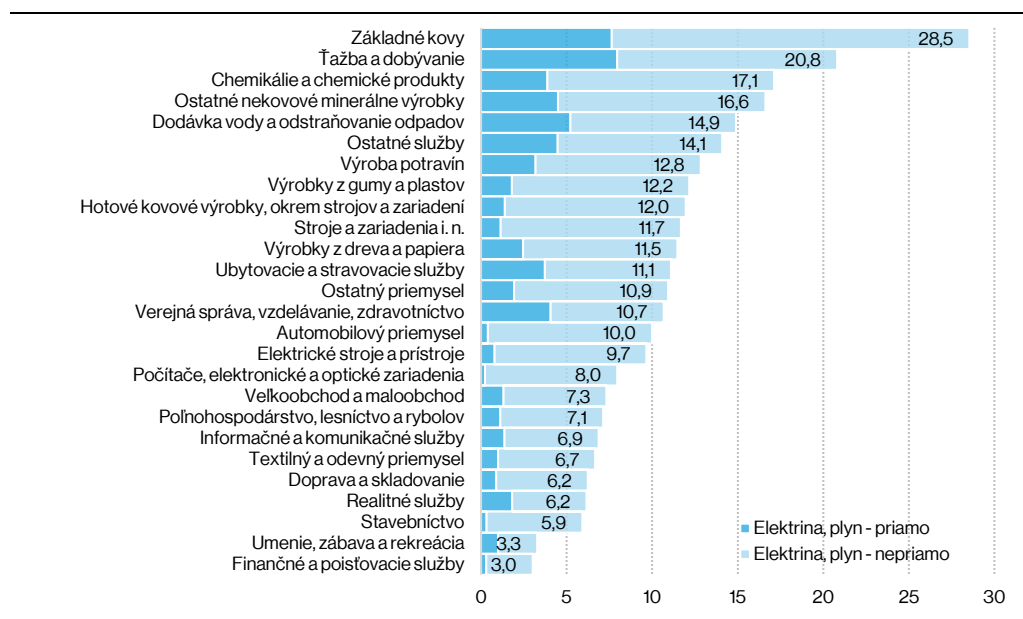


Zdroj: ŠÚ SR, IFP

Rast cien ohrozuje aj energeticky náročné odvetvia ekonomiky

Rast cien energií ohrozuje nielen domácnosti cez drahšie náklady na bývanie, ale aj energeticky náročné odvetvia ekonomiky (Graf 14 a 15). Z hľadiska energetickej náročnosti sú najviac vystavené riziku podniky pôsobiace v spracovávaní kovov a ťažbe a dobývaní (Graf 16), tieto odvetvia však majú celkovo nízky podiel na slovenskej priemyselnej aktivite a zamestnanosti. Vysoké ceny energií sa však môžu postupne pretaviť aj do konečných cien ostatných tovarov a služieb. Či sa tak stane a ako rýchlo, závisí od rôznych faktorov, najmä od trvania vysokého rastu nákladov, stavu zásob, konkurenčného prostredia, ako aj možností a ochoty firiem dočasne znášať nižšie ziskové marže. Keďže výrobný proces si vyžaduje čas a väčšinou pozostáva z viacerých fáz, reakcie firiem na zvýšené ceny vstupov sa zvyčajne prejavuje s jednoročným oneskorením alebo dlhšie (Koestler a kol., 2021). V časoch vysokej inflácie sú však firmy motivované k častejšiemu preceňovaniu (Altissimo a kol., 2006) a preto je možné, že aktuálny prudký nárast cien energií sa v cenách finálnych tovarov a služieb prejaví rýchlejšie než bolo bežné v minulosti.

Graf 17: Medzi energeticky najnáročnejšie odvetvia patrí spracovanie základných kovov a ťažba a dobývanie (podiel energetických vstupov na produkcii v %)



Zdroj: ŠÚ SR, IFP

Autori ďakujú Danielovi Dujavovi za cenné rady pri tvorbe komentára.

Použitá literatura:

Altissimo, F., Ehrmann, M. a Smets, F. (2006) „Inflation persistence and price-setting behaviour in the Euro area, A summary of the IPN evidence“, Occasional Paper Series, No. 46, June 2006, European Central Bank.

Bonatti, L. a Fracasso, A. (2021) „Including Owner-Occupied Housing Costs in the HICP: Some Technical and Policy Remarks“; Monetary Dialogue Papers, November 2021; Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, Directorate-General for Internal Policies.

Koester, G., Rubene, I., Gonçalves, E. a Nordeman, J. (2021) „Recent developments in pipeline pressures for non-energy industrial goods inflation in the euro area“, ECB Economic Bulletin, Issue 5/2021.