



Strategiji v zadregi

25. oktober 2021, leto XIV, št. 2



NLB Skladi, d.o.o.

Jaša Perossa

Direktor sektorja upravljanja portfeljev

Ali se bo visoka inflacija nadaljevala?

Povzetek:

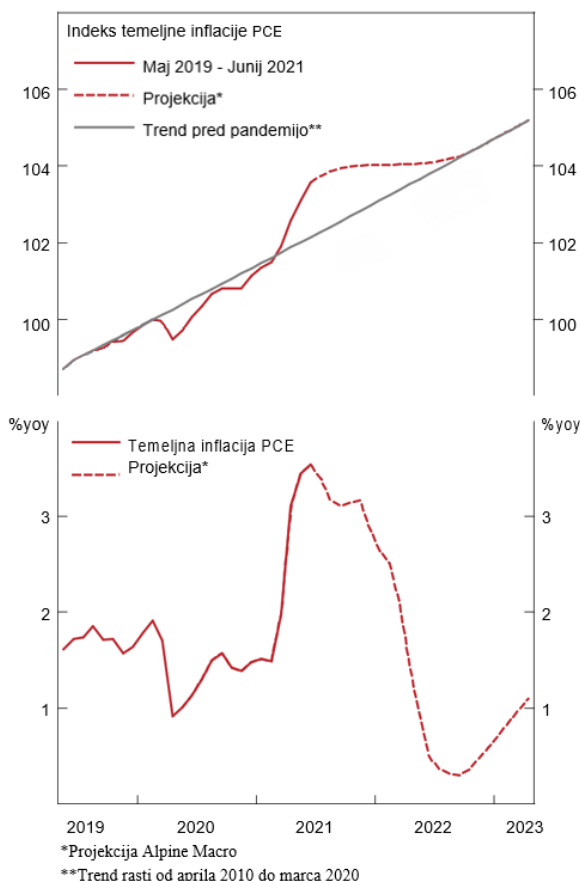
- Inflacija je v ZDA dosegla 4,3 %, v EU pa 3,4 % in kar predstavlja na obeh straneh Atlantika najvišjo stopnjo rasti cen v zadnjih 30ih oz. 13ih letih.
- Medtem ko so politiki in številni vlagatelji zaskrbljeni zaradi trenutnih skokov cen, obstaja visoka verjetnost, da se bo prihodnje leto strah pred inflacijo spremenil v deflacijski pritisk.
- Inflacija je koncept stopnje spremembe (odstotna sprememba vrednosti v določenem časovnem obdobju). Večji kot je prvotni šok na raven cen, tem večja bo prihodnja sprememba inflacije. Ključno je, da bo pričakovani padec inflacije, dokler je cenovni šok prehodni, odraz nedavnega povečanja inflacije.
- Skok cen je bil ozko zasnovan in odraža predvsem cenovne šoke, ki so posledica pomanjkanja polprevodnikov (čipov) in ponovnega odpiranja gospodarstev.
- Cenovnih šokov, ki so posledica težav v oskrbovalnih verigah, se ne da odpraviti z monetarnimi ali fiskalnimi ukrepi. Potrebna je normalizacija razmer, ki pa je pogojena z razvojem pandemije. V nekaterih primerih se cenovni šoki lahko popravijo tudi sami od sebe.
- Pričakujemo, da bo svetovno gospodarstvo prihodnje leto doživelo upočasnjevanje rasti, saj se bo gospodarska rast z najvišje stopnje okrevanja znižala na bolj stabilno raven, tudi zaradi prenehanja fiskalnih spodbud. Močan dolar bi tako lahko bil v prihodnjih mesecih še ena dodatna sila, ki bi zavirala inflacijo v ZDA.
- Monetarizem, ki prevladuje v ekonomskem razmišljanju o inflaciji govori, da prevelika količina denarja v obtoku povzroči visoko inflacijo. V resnici pa že od začetka 90ih let rast količine denarja v obtoku znatno prehitava nominalno rast BDP, inflacija pa kljub temu iz različnih razlogov konstantno pada. Če centralne banke ne bi s kvantitativnim sproščanjem oz. pogovorno s tiskanjem denarja povečevale količino denarja v obtoku, bi v ZDA in v Evropi lahko prišlo celo do deflacije in Japonskega scenarija.
- Že danes se kaže, da je v nekaterih sektorjih ta prehodna inflacija bolj vztrajna kot je bilo sprva pričakovati. Možno je, da bodo težave v oskrbovalnih verigah trajale še eno ali dve leti, preden se bo vse normaliziralo.
- Še vedno tudi ni jasno, kako obsežne so proste kapacitete na trgu dela. Podjetja po vsem svetu navajajo, da imajo velike težave pri iskanju ustreznega kadra. V zadnjem obdobju je namreč močno upadla participacija delovne sile. Če bo rast plač znatno višja od produktivnosti delovne sile, bo to imelo močan vpliv na višjo inflacijo.
- Trajni učinek na višje cene energentov bodo vsekakor imele okoljske usmeritve držav, ki so v času močno rastočega povpraševanja po energiji omejile rast ponudbe. Današnja energetska kriza kaže na potrebo po fosilnih gorivih. Obnovljivih virov je dovolj za dodatno povpraševanje po energiji, osnovno potrebe pa lahko danes in na srednji rok pokrijejo zgolj fosilna goriva.

Zadnje čase veliko slišimo o rastoči inflaciji, ki je v ZDA dosegla 4,3 % (PCE), v EU pa 3,4 % in kar predstavlja na obeh straneh Atlantika najvišjo stopnjo rasti cen v zadnjih 30ih oz. 13ih letih. Ker so cene hrane in energije izredno nestanovitne, se ekonomisti raje osredotočamo na inflacijo, ki izključuje učinek teh dveh kategorij in bolje pojasnjuje osnovni trend gibanja cen. Pravimo ji temeljna inflacija in ta je dosegla 3,6 % v ZDA in 1,9 % v EU. Medtem ko so politiki in številni vlagatelji zaskrbljeni zaradi trenutnih skokov cen, obstaja visoka verjetnost, da se bo prihodnje leto strah pred inflacijo spremenil v deflacijski pritisk. Za to trditev je možnih več razlogov:

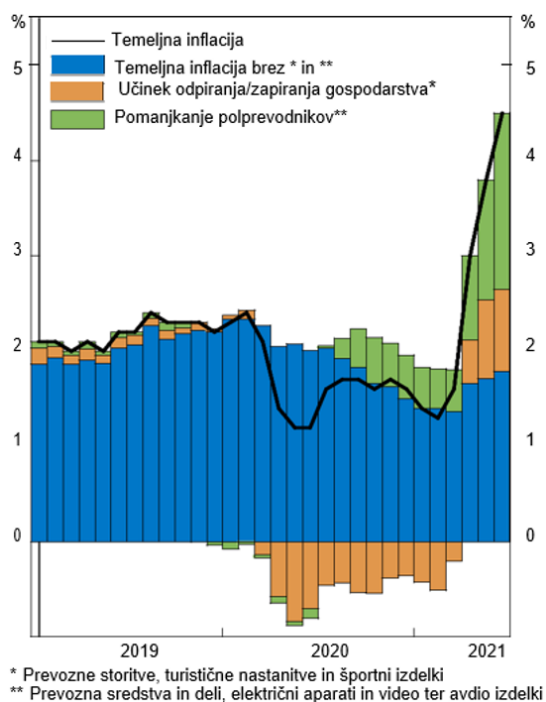
1. Koncept inflacije

Inflacija je koncept stopnje spremembe (odstotna sprememba vrednosti v določenem časovnem obdobju). Večji kot je prvotni šok na raven cen, tem večja bo prihodnja sprememba inflacije. Pandemija Covid-19 je povzročila izjemne motnje tako na strani povpraševanja kot ponudbe, kar je letos povzročilo znatno zvišanje ravni cen. Ob predpostavki, da bi se indeks temeljne inflacije PCE¹ vrnil na svoj trend pred pandemijo v drugi polovici leta 2022, bi to pomenilo znižanje temeljne inflacije na približno 0,4 % z današnjih 3,6 % letno (graf 1). Vendar obstaja veliko negotovih dejavnikov: čas in pot vrnitve na trend pred pandemijo nista znana in prav tako ni znano, ali se raven cen sploh bo vrnila na trend. Ključno je, da bo pričakovani padec inflacije, dokler je cenovni šok prehodni, odraz nedavnega povečanja inflacije.

Graf 1: Trend in gibanje temeljne inflacije PCE



Graf 2: Gibanje temeljne inflacije CPI in prispevek njenih komponent



2. Trajna ali prehodna inflacija

Pri prebiranju dnevnih medijev lahko zasledimo, da se soočamo s sistemsko in trdoživo inflacijo. Samo čas bo pokazal, ali imajo prav, menim, da je malo verjetno, da se bo trenutna stopnja zvišanja cen lahko ohranila. Skok cen je bil ozko zasnovan in odraža predvsem cenovne šoke, ki so posledica pomanjkanja polprevodnikov (čipov) in ponovnega odpiranja gospodarstev. Kot prikazuje graf 2, če izključimo vpliv pomanjkanja polprevodnikov in začasnih ovir, povezanih s ponovnim odpiranjem gospodarstev, so osnovne komponente temeljne inflacije CPI² ostale stabilne, na okoli 1,75 %. Z drugimi besedami, Ameriški centralni banki (FED) še vedno ni uspelo dvigniti

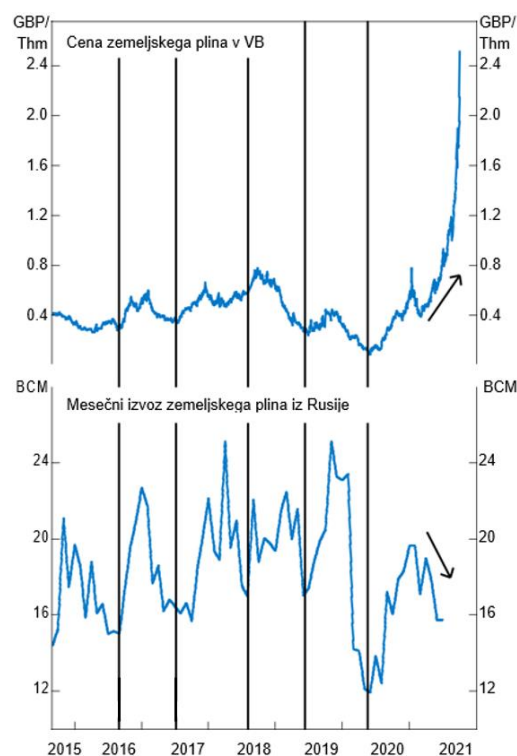
¹ PCE (*angl: Personal consumption expenditures price index*) je mera inflacije v ZDA, ki jo cilja FED. Reprezentativna je predvsem za potrošnjo podjetij. Temeljna inflacija PCE je v zadnjih mesecih znašala 3,6% v juniju, 3,6% v juliju in 3,6% v avgustu; v primerjavi enakim mesecem lanskega leta.

² CPI (*angl: Consumer price index*) je najbolj poznana mera inflacije v ZDA. Reprezentativna je predvsem za potrošnjo gospodinjstev. Temeljna inflacija CPI je v zadnjih mesecih znašala 4,5% v juniju, 4,3% v juliju in 4,0% v avgustu ter septembru; v primerjavi enakim mesecem lanskega leta.

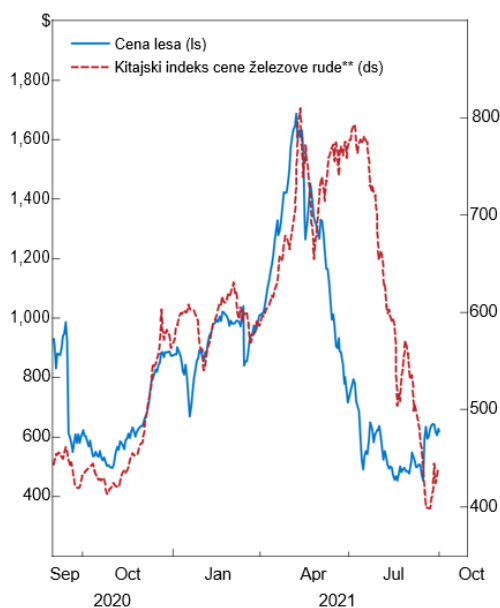
temeljne inflacije nad 2 %. Rast cen rabljenih avtomobilov, ki predstavlja 32 % nedavnega povečanja temeljne inflacije CPI se ne more nadaljevati. Od aprila do junija so se cene rabljenih avtomobilov zvišale za približno 10 % na mesec in se nato stabilizirale, saj v primeru da bi se ta stopnja ohranila, bi rabljeni avtomobili postali dražji od novih. Cene polprevodnikov so prenehale naraščati in pričakujemo, da bi se lahko pomanjkanje polprevodnikov zmanjšalo relativno hitro. V tem primeru se bodo cene rabljenih avtomobilov znižale in znižale bodo tudi inflacijo.

Cenovnih šokov, ki so posledica težav v oskrbovalnih verigah, se ne da odpraviti z monetarnimi ali fiskalnimi ukrepi. Na Kitajskem je dobesedno zmanjkalo izkopanega premoga in zato tovarne delajo pod polno zmogljivostjo. V Evropi je letošnje slabo vreme povzročilo manj proizvodnje iz obnovljivih virov energije in dvignilo povpraševanje po zemeljskem plinu, katerega zaloge smo po močni in dolgi lanski zimi v Evropi dodobra izčrpali. Višje povpraševanje in cene v Aziji pa so preusmerile ponudbo proti vzhodu. Rusija, ki je največji dobavitelj zemeljskega plina v Evropi, možno da tudi iz geopolitičnih razlogov, kljub visoki rasti cene plina omejuje izvoz (graf 3). Vse skupaj je povzročilo, da so cene zemeljskega plina odletele v nebo. Na te težave ne evropska, ne kitajska in tudi ne ameriška centralna banka ne morejo vplivati. Potrebna je normalizacija razmer, ki pa je pogojena z razvojem pandemije. V nekaterih primerih se cenovni šoki lahko popravijo tudi sami od sebe. Cene lesa, ki so bile ene prvih na udaru pandemije, so upadle 70 % od njihovega vrha v mesecu maju, razlog je tudi v tem, da so že same izredno visoke cene znatno zmanjšale povpraševanje po lesu. Na Kitajskem je upadla cena železove rude po tem, ko so jeklarne zmanjšale proizvodnjo jekla, čemur so botrovala težave v oskrbi z elektriko in tudi predhodno visoke cene omenjene surovine (graf 4).

Graf 3: Gibanje cene plina in dobava iz Rusije



Graf 4: Gibanje cene lesa in železove rude

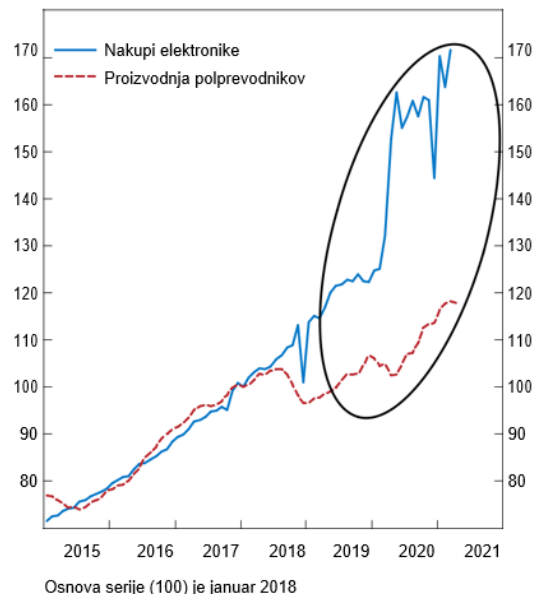


Kaj se dogaja s polprevodniki?

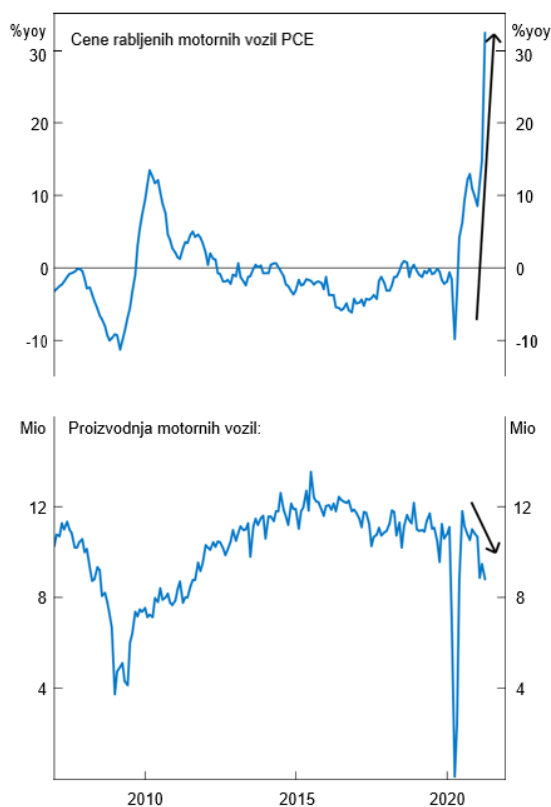
Medtem ko svet še naprej okreva po pandemiji, ozka grla in motnje v oskrbovalnih verigah povzročajo težave tudi z nepredvidljivim zviševanjem cen vhodnih materialov. S krizo, ki je leta 2020 zaustavila storitven sektor, so potrošniki na splošno preusmerili svojo porabo iz storitev v razne izdelke. Pomanjkanje polprevodnikov je predvsem posledica izrazito povečanih nakupov elektronike v času pandemije in odraža nenormalnost povpraševanja, ki mu ponudba (proizvodnja) ni uspela slediti (graf 5). Zaradi pomanjkanja polprevodnikov so bili

proizvajalci avtomobilov prisiljeni začasno ustaviti proizvodnjo določenih modelov, kar je povzročilo zmanjšanje proizvodnje in dvig cen avtomobilov, zlasti rabljenih (graf 6). Motnje v dobavi polprevodnikov niso upočasnile le okrevanja v svetovni avtomobilski industriji, temveč je posledično močno povišanje cen rabljenih avtomobilov in elektronike dvignilo celotno temeljno inflacijo.

Graf 5: Krč v dobavi polprevodnikov



Graf 6: Cene rabljenih vozil in proizvodnja vozil v ZDA

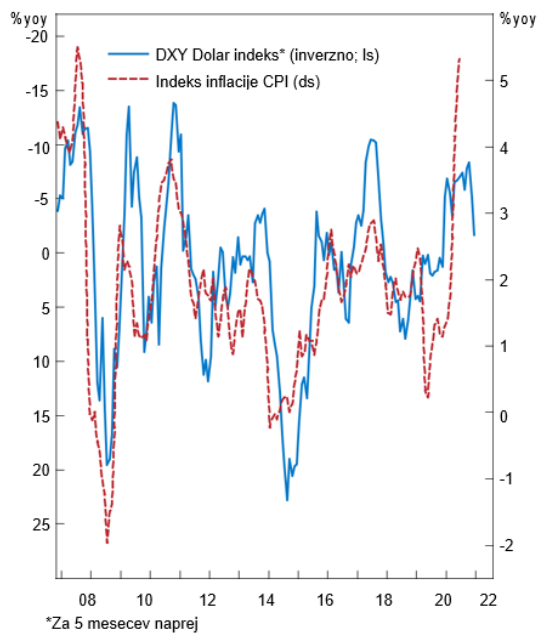


Odpiranje gospodarstev ponovno vzpostavlja normalen vzorec porabe potrošnikov, povpraševanje po storitvah se povečuje in poraba blaga, tudi elektronike, se bo verjetno zmanjšala, kar bo olajšalo krč pri dobavi polprevodnikov. Dodati je potrebno še, da so veliki proizvajalci polprevodnikov že povečali naložbe za širitev proizvodnih zmogljivosti, pri čemer bodo od kitajske in ameriške vlade prejeli veliko denarne pomoči, zgodovinsko gledano pa tovrstno vladno posredovanje pogosto povzroča prekomerno ponudbo. Upoštevaje, da pomanjkanja polprevodnikov običajno trajajo 12-18 mesecev, trenutni krč pa se je začel avgusta 2020, lahko pričakujemo da se bo trg polprevodnikov že v prihodnjem letu normaliziral. Presežna ponudba pa bi lahko kasneje povzročila padec cen polprevodnikov.

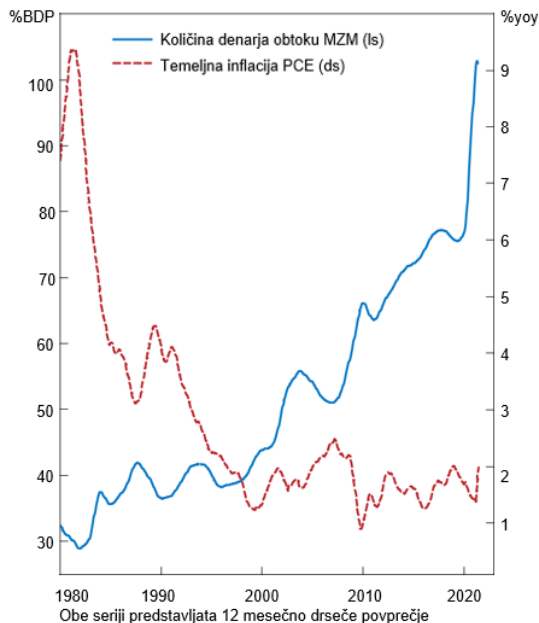
3. Upočasnjevanje rasti

Pričakujemo, da bo svetovno gospodarstvo prihodnje leto doživelo upočasnjevanje rasti, saj se bo gospodarska rast z najvišje stopnje okrevanja znižala na bolj stabilno raven, tudi zaradi prenehanja fiskalnih spodbud. Kitajska je to fazo že prestala, zaradi česar je centralna banka ponovno uvedla monetarne spodbude, namreč strah jih je pred ponovnim ohlajanjem gospodarstva. FED ni v isti situaciji kot Narodna banka Kitajske (PBOC). Federalni odbor za operacije na odprtem trgu (FOMC) je razdeljen glede tega, kdaj zaostriti monetarno politiko in zaustaviti sproščanje, nikakor pa ne razmišljajo o tem, kdaj ga povečati. Pomembno je omeniti, da ima vrednost dolarja proti ostalim valutam izjemno velik vpliv na inflacijo v ZDA (graf 7). V prihodnjih mesecih bi se dolar lahko še naprej krepil, saj se FED pripravlja na zaustavitev denarnih spodbud, hkrati pa se gospodarska rast upočasnjuje. Močan dolar bi tako lahko bil v prihodnjih mesecih še ena dodatna sila, ki bi zavirala inflacijo v ZDA.

Graf 7: Vpliv USD na inflacijo v ZDA



Graf 8: Količina denarja v obtoku in temeljna inflacija



4. Tiskanje denarja

Monetarizem, ki prevladuje v ekonomskem razmišljanju o inflaciji, govori, da prevelika količina denarja v obtoku povzroči visoko inflacijo. V resnici pa že od začetka 90ih let rast količine denarja v obtoku znatno prehitava nominalno rast BDP, inflacija pa kljub temu iz različnih razlogov konstantno pada (graf 8). Ko obrestne mere padejo proti 0 % (ali nižje), centralne banke znatno izgubijo sposobnost vplivanja na gospodarstvo in posledično tudi na inflacijo. Če centralne banke ne bi s kvantitativnim sproščanjem oz. pogovorno s tiskanjem denarja povečevale količino denarja v obtoku, bi v ZDA in v Evropi lahko prišlo celo do deflacije in Japonskega scenarija.

V katerem scenariju bi se povišana inflacija lahko nadaljevala?

Obstajajo dejavniki, ki kažejo, da bo pritisk na visoko inflacijo še nekaj časa močan. Že danes se kaže, da je v nekaterih sektorjih ta prehodna inflacija bolj vztrajna, kot je bilo sprva pričakovati. Možno je da bodo težave v oskrbovalnih verigah trajale še eno ali dve leti, preden se bo vse normaliziralo. Gospodinjstva imajo veliko prihrankov, ki so jih privarčevala med korona krizo. Te prihranke lahko v prihodnjih četrletjih uporabijo tudi za nadomestitev izgube kupne moči, ki izvira iz trenutno višje inflacije.

Še vedno tudi ni jasno, kako obsežne so proste kapacitete na trgu dela. Podjetja po vsem svetu navajajo, da imajo velike težave pri iskanju ustreznega kadra. V zadnjem obdobju je namreč močno upadla participacija delovne sile (delež pripravljenih od vseh sposobnih za delo), o čemer pričajo tudi zadnji podatki s trga dela v ZDA. V septembru je bilo dodanih najmanj novih delovnih mest v letošnjem letu (bistveno pod pričakovanji), kljub temu je stopnja brezposelnosti upadla s 5,2 % na 4,8 % ter prišlo je do rasti plač. To dokazuje, da do zvišanja plač lahko pride tudi ob sedanjih brezposelnosti. Če bo rast plač znatno višja od produktivnosti delovne sile, bo to imelo močan vpliv na višjo inflacijo.

Izpostaviti tudi velja, da bodo v ZDA Bidnovi infrastrukturni projekti verjetno precej poretani in da bo skupni paket znašal približno 1.500 milijard namesto 3.500 milijard dolarjev. Po drugi strani pa je navdušenja nad zvišanjem davkov prav tako malo in zdi se, da bodo načrti, po katerih bi pretežni del infrastrukturnih projektov financirali z dvigom davkov, še bolj oslabljeni. Zato je možno, da bo kljub manjšemu paketu fiskalnih pomoči neto učinek spodbud na ekonomijo višji od pričakovanj. Višja agregatna potrošnja pa lahko pomeni višjo inflacijo.



Trajni učinek na višje cene energentov bodo vsekakor imele okoljske usmeritve držav, ki so v času močno rastočega povpraševanja po energiji omejile rast ponudbe. Skok cene nafte, premoga, zemeljskega plina in posledično elektrike je pokazal občutljivost energijske oskrbovalne verige v času, ko se svet skuša premakniti k večji uporabi obnovljivih virov energije. Tovrstnih šoki se znajo v prihodnosti ponavljati, saj bo povpraševanje po fosilnih gorivih ostalo, ponudba pa bo vprašljiva. Od nesreče v Fukušimi se je več Evropskih držav odločilo za postopno zapiranje nukleark, nekatere države so zaustavile širitvene projekte. Na Kitajskem že od leta 2012 stagnira proizvodnja elektrike iz premoga (50% vseh virov elektrike), država je namreč omejila gradnjo termoelektrarn zaradi cilja zmanjšanja izpustov CO₂. Cena nafte je v zadnjem letu zelo porasla, število črpališč (ponudba) pa se je komaj da povečalo. Naftna podjetja enostavno ne želijo investirati v povečanje števila črpališč, saj se je zaradi ESG usmeritev strošek investicij teh podjetij znatno povečal. Posledično smo sedaj bolj odvisni od držav, ki so v združenju OPEC+, katerim pa ustrezajo višje cene nafte. Trend do vedno večje vloge obnovljivih virov je jasen, po drugi strani je energija iz teh virov relativno nezanesljiva, draga za shranjevanje in energetsko manj učinkovita. Današnja energetska kriza kaže na potrebo po fosilnih gorivih. Obnovljivih virov je dovolj za dodatno povpraševanje po energiji, osnovno potrebe pa lahko danes in na srednji rok pokrijejo zgolj fosilna goriva.

Zaključek

Bistvo je, da bi kombinacija upočasnjenega svetovnega gospodarstva, močnejšega dolarja, sprostitev dobav polprevodnikov in nadaljnje normalizacije svetovnega gospodarstva lahko privedla do znižanja trenutne visoke inflacije že v naslednjem letu. To pomeni, da FED-u ne bo potrebno zvišati obrestnih mer tako hitro, kot ste morda pričakovali.

Ta dokument je pripravila in izdala družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., Tivolska ulica 48, Ljubljana, ki je nadzorovana s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev, Poljanski nasip 6, Ljubljana. Dokument je bil pripravljen izključno za boljše razumevanje finančnih instrumentov in delovanja trga kapitala in ne pomeni ponudbe oziroma povabila k ponudbi za nakup ali prodajo v dokumentu obravnavanih finančnih instrumentov oziroma kakršnihkoli drugih finančnih instrumentov, povezanih z obravnavanimi finančnimi instrumenti. Dokument prav tako ne predstavlja osebnega priporočila oziroma investicijskega svetovanja po 11. členu Zakona o trgu finančnih instrumentov (Ur.l. RS št. 77/18 s spremembami in dopolnitvami; v nadaljevanju: ZTFI-1), saj ne upošteva investicijskih ciljev, finančne situacije in specifičnih potreb osebe, ki se je na kakršenkoli način seznanila z delom ali celotno vsebino tega dokumenta. Dokument prav tako ne pomeni naložbenega priporočila iz 20. člena Uredbe o zlorabi trga (Uredba (EU) št. 596/2014 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. aprila 2014 o zlorabi trga, v nadaljevanju: Uredba o zlorabi trga). Informacije so bile pridobljene na podlagi javno dostopnih podatkov, za katere avtor meni, da so verodostojne, vendar pa za njihovo natančnost in celovitost ne jamčimo. Informacije ne predstavljajo notranjih informacij po 7. členu Uredbe o zlorabi trga. Družba NLB Skladi ne prevzema odgovornosti za posledice odločitev, sprejetih na podlagi mnenj in informacij, ki jih vsebuje ta dokument. Omenjeni podatki v tem dokumentu ne pomenijo priporočila za nakup ali prodajo katerihkoli vrednostnih papirjev, finančnih naložb ali naložbenih skupin niti javne ponudbe vrednostnih papirjev, ampak le podatke in ocene, izdelane na podlagi javno dostopnih informacij, namenjene obveščanju zainteresiranih strank. Družba NLB Skladi je in bo sklepala posle z nekaterimi vrednostnimi papirji ali naložbenimi skupinami, ki so navedene v tem dokumentu, in z drugimi vrednostnimi papirji. V te vrednostne papirje in naložbene skupine nalagajo tudi investicijski skladi in portfelji strank gospodarjenja s finančnimi instrumenti, ki jih upravlja družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. Oseba, ki v tem dokumentu podaja mnenja in komentarje glede dogodkov na kapitalskih trgih (in/ali z njo povezane osebe), del osebnega premoženja neposredno ali posredno (prek investicijskih skladov) investira tudi v vrednostne papirje izdajatelj iz geografskih območij in/ali gospodarskih panog, v zvezi s katerimi podaja mnenja. Razmnoževanje prispevka, delno ali v celoti, brez izrecnega dovoljenja avtorja ni dovoljeno.