



## Strategi v zadregi

24. oktober 2023, leto XV, št. 4



NLB Skladi, d.o.o.

mag. Matej Mazi, CFA

Namestnik direktorja sektorja  
investicijskih skladov

## Se bo inflacija v ZDA še zniževala?

Inflacija je v ZDA dosegla vrh v lanskem juniju pri stopnji 8,9 %. Od takrat naprej cene življenjskih potrebščin v ZDA rastejo počasneje in danes inflacija znaša 3,7 %. V našem osnovnem scenariju, ki ne predvideva novih večjih geopolitičnih konfliktov, predvidevamo, da bi se v prihodnjih mesecih inflacija lahko še znižala, medtem ko raven inflacije na srednji rok zaradi nepredvidljive ekonomske politike težje ocenimo.

Dejavnikov, ki bodo v prihodnjih mesecih pomembno vplivali na višino inflacijo, je več. Pomembno vlogo na višino inflacije bo v prihodnjih mesecih odigrala **metodologija izračuna inflacije**, na osnovi katere lahko sklepamo, da se bo inflacija še zniževala. Pomembno vlogo bo imela tudi denarna politika ameriške centralne banke (Fed), ki je z razliko od preteklega desetletja, ko je Fed večinoma vodil izrazito ohlapno denarno politiko, v zadnjih letih **postala vse bolj restriktivna** in bo kot taka vse manj vplivala na rast cen življenjskih potrebščin. **Potrošnik**, ki je v času pandemijskih denarnih spodbud trošil nadpovprečno, bo postal bolj previden. Toda dokler bo trg dela ostal močan, svojih navad ne bo spremenil bistveno in bo skušal še nekaj časa obdržati trenutno raven potrošnje. **Ponudbeni šok na naftnem trgu** pa v odsotnosti znatne eskalacije vojnih žarišč ne bo vplival tako pomembno na inflacijo, kot je pred dvema letoma.

### 1. Metodologija izračuna inflacije ima pomanjkljivosti

Med najbolj pomembnimi pomanjkljivostmi metodologije izračuna inflacije sta način upoštevanja sprememb cen rabljenih vozil in način upoštevanja sprememb najemnin za nepremičnine. Pri spremembi cen rabljenih vozil uradna metodologija upošteva cene<sup>1</sup>, ki jih dosežejo avtomobilski posredniki pri odkupu rabljenih vozil od lastnikov vozil, in ne cen<sup>2</sup>, po katerih potrošniki kupijo rabljena vozila od posrednikov. Tako izračunana stopnja inflacija torej bolj upošteva, v kakšnem finančnem položaju so avtomobilski posredniki in kakšna so njihova predvidevanja glede prihodnjega razpoloženja ameriškega potrošnika, namesto da bi upoštevala, kakšen je dejanski finančni položaj in razpoloženje ameriškega potrošnika. Od letošnjega maja se je tako razkorak med gibanjem obeh serij cen povečeval, saj so bili potrošniki vse bolj previdni in so za rabljena vozila zahtevali vse višje popuste, medtem ko so odkupne cene vozil s strani posrednikov upadale počasneje. To je bil tudi eden izmed razlogov, zakaj smo tekom poletja napovedovali nadaljevanje zniževanja inflacije. Pričakovali smo namreč, da se bodo nižje cene rabljenih vozil, po katerih so jih potrošniki odkupili od posrednikov, glede na pretekle izkušnje z dvo- do trimesečnim zamikom odrazile tudi v uradnih podatkih o inflaciji.

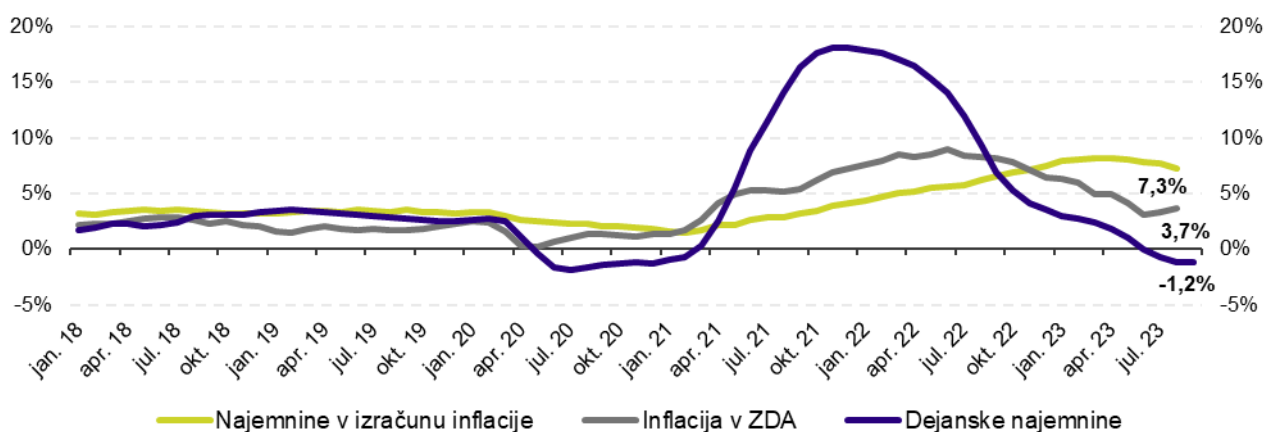
Na gibanje inflacije v prihodnjih mesecih bo imel zelo velik vpliv tudi ameriški nepremičninski trg, ki ima več kot tretjinsko utež v izračunu inflacije. Značilnost nepremičninskega najemniškega trga je, da se najemodajalec in najemnik dogovorita za višino najemnine za naslednjih 12 mesecev. Slednje v praksi pomeni, da so v inflaciji za mesec september upoštevane najemnine, ki so bile dogovorjene v septembru in tudi v enajstih predhodnih mesecih, zato iz tega ni natančno razvidno, za koliko so se spremenile najemnine v letošnjem septembru v primerjavi s koncem lanskega septembra. Gibanje najemnin in inflacije je prikazano na sliki 1.

<sup>1</sup> <https://fred.stlouisfed.org/series/CUSR0000SETA02>

<sup>2</sup> <https://site.manheim.com/en/services/consulting/used-vehicle-value-index.html>



Slika 1: Gibanje najemnin in inflacije

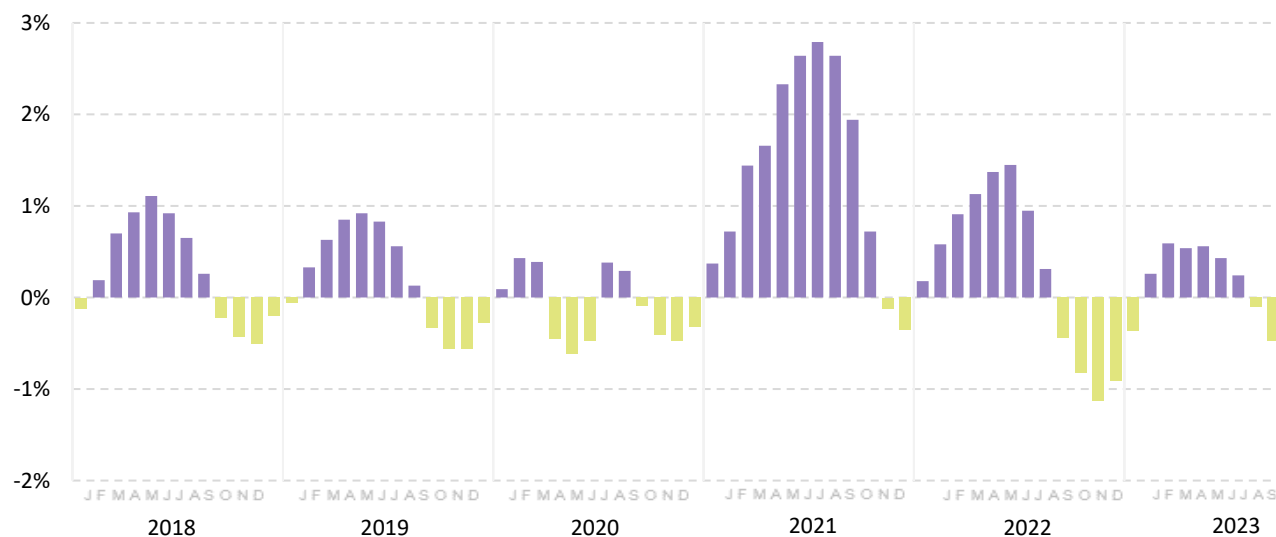


Vir: Apartmentlist.com, Federal Reserve Bank of St. Louis, 13. 10. 2023

Poleg gibanja inflacije in sprememb najemnin, ki so upoštevane v izračunu inflacije, slika 1 prikazuje še gibanje dejanskih najemnin. Prikazano gibanje rasti dejanskih najemnin upošteva le najemnine, sklenjene v posameznem mesecu, glede na sklenjene najemnine pred letom dni. Dejanske najemnine torej bolj natančno prikazujejo razpoloženje najemodajalcev in najemnikov v posameznem mesecu. Iz slike 1 je razvidno, da so dejanske najemnine v letošnjem septembru v primerjavi s koncem lanskega septembra upadle za 1,2 %. Tako ni presenetljivo, da se je tudi rast najemnin, ki so upoštevane v izračunu inflacije, znižala že šesti mesec zapored. Pričakujemo lahko, da se bo trend zniževanja nadaljeval tudi v prihodnje.

V prid nižji inflaciji, ki izvira iz najemnin, pa ne govori le velik razkorak med gibanjem dejanskih najemnin in gibanjem najemnin, kot so upoštevane v izračunu inflacije, ampak tudi sama raven dejanskih najemnin glede na predhodna leta. Slika 2 prikazuje gibanje dejanskih najemnin po posameznih mesecih od leta 2018 naprej. Iz slike je razvidno, da bo letošnji vpliv dejanskih najemnin na inflacijo celo nižji, kot je bil v predpandemijskih letih 2018 in 2019. Razloge za nižjo rast dejanskih najemnin lahko pripišemo visoki rasti najemnin v letih 2021 in 2022 ter tudi dejstvu, da so stroški zadolževanja danes izrazito višji kot v času pandemije, kar pomeni, da so številni zadolženi najemodajalci prisiljeni v hitro oddajo stanovanj, tudi če to pomeni oddajo pod nekoliko slabšimi pogoji.

Slika 2: Gibanje dejanskih najemnin



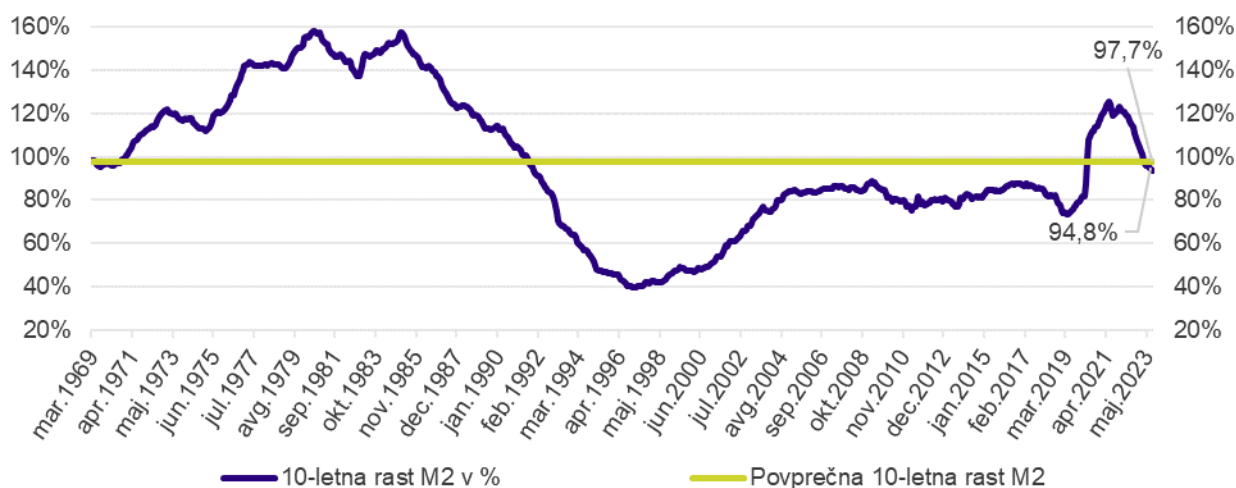
Vir: Apartmentlist.com

V primeru, da v izračunu inflacije podatke o najemninah nadomestimo z dejanskimi podatki za posamezni mesec, inflacija v ZDA že pet zaporednih mesecev znaša manj kot 2 %. Septemrska inflacija na letni ravni upošteva dejanske najemnine tako znaša le 1,05 %. Glede na opisana dejavnika lahko zato pričakujemo, da se bo vpliv cen rabljenih vozil in najemnin v prihodnjih mesecih pomembno zmanjšal, zaradi česar pričakujemo nadaljnje upadanje izračunane uradne inflacije v ZDA.

## 2. Zategovanje denarne politike

Na inflacijo imata pomemben vpliv tudi hitrost obračanja denarja in količina denarja v obtoku. Medtem ko je trend zmanjševanja hitrosti obračanja denarja<sup>3</sup> po letu 1997, kljub nedavni rasti, nespremenjen, pa danes beležimo pomembno zmanjšanje količine denarja v obtoku, merjene z denarnim agregatom M2<sup>4</sup>. Na mesečni ravni se je obseg denarja v obtoku zmanjšal večino mesecev po aprilu 2022, in sicer v povprečju za 49 milijard dolarjev na mesec. Glede na zgodovinske podatke se je rast količine denarja v obtoku že znižala pod 10-letno povprečno rast obsega denarja v obtoku. V primeru nadaljevanja trenutnega trenda pa lahko v le nekaj mesecih pričakujemo, da se bo 10-letna rast obsega denarja v obtoku že znižala celo pod povprečno raven od leta 2004 naprej, kar bo imelo vse manjše inflatorne učinke na ameriško gospodarstvo.

Slika 3: Gibanje 10-letne rasti količine denarja v obtoku



Vir: Federal Reserve Bank of St. Louis, 13. 10. 2023

H kvantitativnemu zategovanju pa poleg zmanjševanja količine denarja v obtoku pomembno pripomore še visoka referenčna obrestna mera ameriške centralne banke, ki je najvišja po marcu 2001. Medtem ko se je del inflacije<sup>5</sup> (aciklična inflacija), na katero najpomembneje vplivajo ponudbeni šoki, že približal 2 odstotkoma, v ZDA na visokih nivojih še naprej vztraja ciklična inflacija, katere vzrok rasti je visoko agregatno povpraševanje. In ravno visoka referenčna obrestna mera, ki v povprečju v polni meri vpliva na znižanje inflacije v 20 do 22 mesecih po dvigovanju, bo znatno pripomogla k nadaljevanju zniževanja inflacije v ZDA.

## 3. Cene storitev

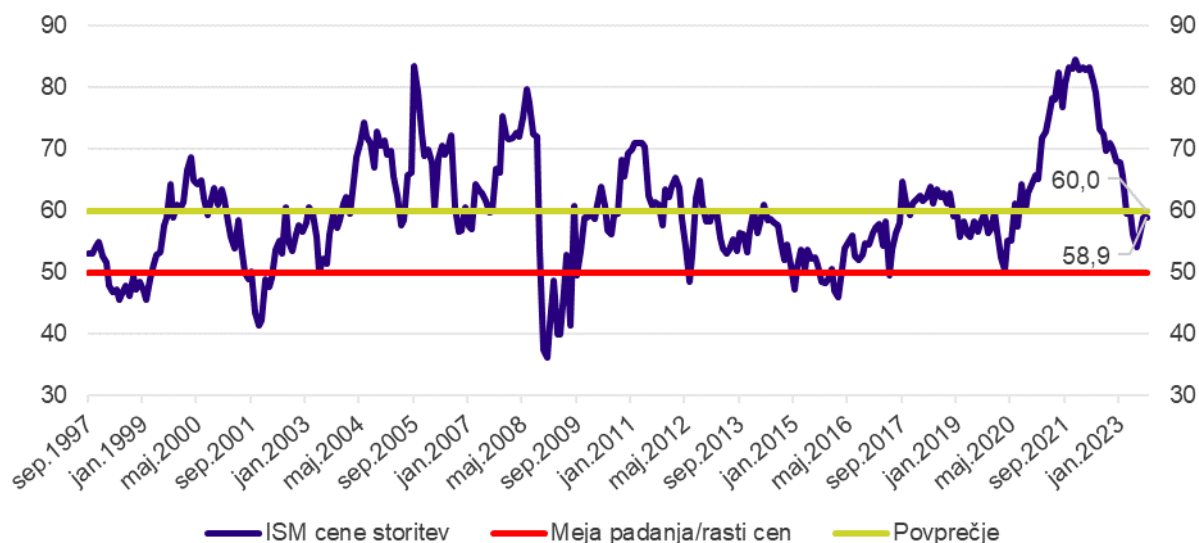
Na cene storitev bodo v prihodnjih mesecih, poleg visoke referenčne obrestne mere, pomembno vplivali tudi drugi dejavniki. Gibanje cen storitev, merjeno z indeksom ISM cene storitev, prikazuje upadanje stopenj rasti cen vse od drugega četrtletja 2022, kar je razvidno s slike 4.

<sup>3</sup> <https://fred.stlouisfed.org/series/M2V>

<sup>4</sup> <https://fred.stlouisfed.org/series/WM2NS>

<sup>5</sup> <https://www.frbsf.org/economic-research/indicators-data/cyclical-and-acyclical-core-pce-inflation/>

Slika 4: Gibanje vrednosti indeksa ISM cene storitev



Vir: Bloomberg 13. 10. 2023

Vrednost indeksa je bila najvišja aprila 2022 pri 84,6 točkah. Danes vrednost indeksa ISM cene storitev znaša 58,9, kar je nižja vrednost od povprečne vrednosti indeksa (60,0) v obdobju od septembra 1997 do septembra 2023. S slike 4 je tudi razvidno, da so obdobja padajočih cen storitev, ko vrednost indeksa znaša manj kot 50, zelo redka in se zgodijo večinoma v času gospodarskih recesij. Med dejavniki, ki bi lahko pomembno vplivali na razpoloženje ameriškega potrošnika in posledično na vrednost indeksa, velja izpostaviti naslednje:

- Ameriški potrošniki so na osnovi številnih denarnih spodbud v času pandemije po ocenah ameriške centralne banke<sup>6</sup> ustvarili za 2.100 milijard ameriških dolarjev presežnih prihrankov. Po nekaterih ocenah bodo Američani te prihranke v naslednjih mesecih v celoti porabili, kar pomeni, da bo ameriški potrošnik postal bolj cenovno občutljiv, kot je bil v zadnjih nekaj letih.
- Iztekel se je triletni moratorij na odplačevanje študijskih kreditov<sup>7</sup>. V ZDA je trenutno izdanih za 1.750 milijard ameriških dolarjev študijskih kreditov, povprečen kreditojemalec pa dolguje slabih 29.000 ameriških dolarjev. Vnovičen začetek odplačevanja kreditnih obveznosti bo vplival na znižanje razpoložljivega dohodka kreditojemalcev, kar bo negativno vplivalo na ciklični del ameriške inflacije.
- Podobno velja tudi v primeru nepremičninskih kreditov s spremenljivo obrestno mero. Vrednost mesečnega obroka za 30-letni hipotekarni kredit v ZDA s spremenljivo obrestno mero se je za primer nakupa povprečne stanovanjske nepremičnine v zadnjih 3 letih več kot podvojila, medtem ko so nominalne plače v ZDA v enakem obdobju porasle le za dobrih 14 odstotkov, kar bo dodatno negativno vplivalo na razpoloženje novih kupcev nepremičnin.
- Iz t.i. Bele knjige<sup>8</sup>, ki jo je objavil Fed, je razvidno, da so v zadnjih mesecih naraščale predvsem cene storitev v turizmu, kar se po koncu poletne sezone verjetno ne bo več nadaljevalo, posledično pa bo to negativno vplivalo na vrednost indeksa ISM cene storitev.

<sup>6</sup> <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2023/may/rise-and-fall-of-pandemic-excess-savings/>

<sup>7</sup> <https://ncua.gov/regulation-supervision/letters-credit-unions-other-guidance/resumption-federal-student-loan-payments#:~:text=The%20U.S.%20Department%20of%20Education's,payments%20restart%20in%20October%202023.&text=As%20federal%20student%20loan%20payments,difficulty%20meeting%20their%20repayment%20obligations.>

<sup>8</sup> <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/publications/beige-book-default.htm>

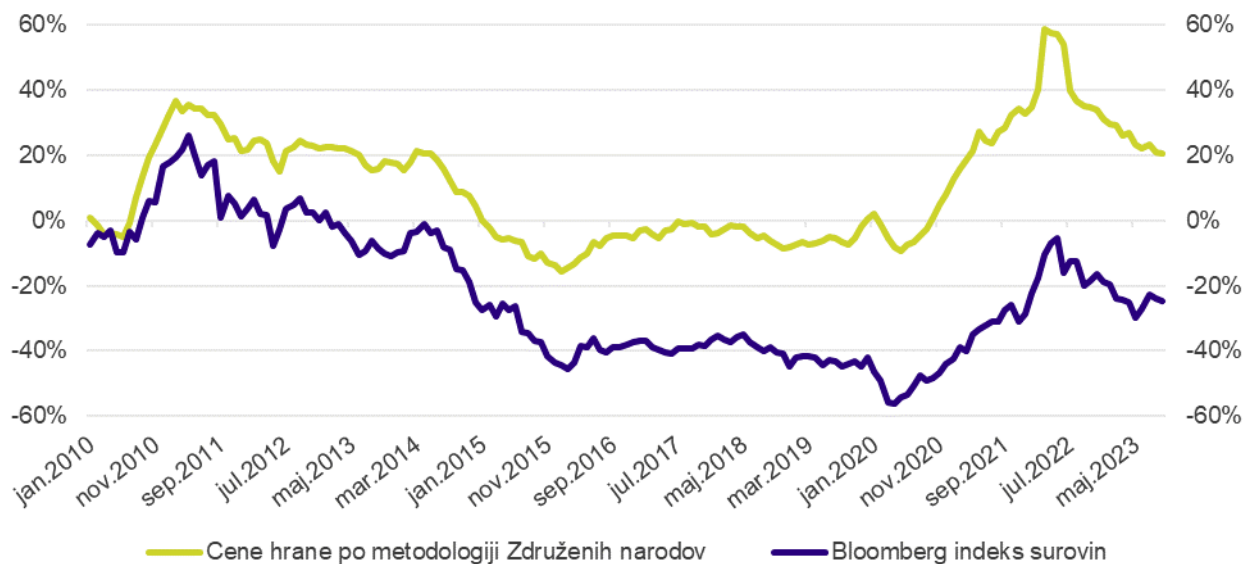
## 4. Cene surovin

Od poletja naprej smo zabeležili rast cene surove nafte, ki je bila predvsem posledica začasne dodatne omejitve črpanja surove nafte v Rusiji in Savdski Arabiji ter premajhnih investicij v obstoječa in nova črpališča surove nafte. Dodatno sta na višje cene nafte vplivala poletna sezona, ko zaradi dopustov Američani porabijo več goriva kot v preostanku leta, ter konec črpanja surove nafte iz ameriških strateških zalog. Poleg rastočih cen energentov smo letos zaradi specifične narave pridelovanja zabeležili še rast cen pomarančnega soka, živine in olivnega olja. Kljub rasti cen energentov in cen določenih segmentov prehranske industrije pa na surovinskem in prehranbenem trgu od maja 2022 beležimo postopen upad cen (slika 5). Cena pšenice je danes celo nižja, kot je bila tik pred izbruhom vojne v Ukrajini.

Medtem ko zaradi ohlajanja globalne gospodarske rasti danes ne pričakujemo občutnejše rasti cen surovin, na ceno surove nafte še naprej vplivajo zgoraj opisani dejavniki, zato pričakujemo, da bo cena surove nafte ostala na trenutnih nivojih oziroma se bo še nekoliko povišala. Vpliv na inflacijo pa bo po naših pričakovanjih nižji, kot je bil v zadnjih mesecih. Tako občutne rasti cene surove nafte, kot je bila v zadnjih 3 mesecih, namreč ne pričakujemo iz več razlogov:

- V zadnjih treh mesecih so ZDA povečale črpanje surove nafte in že presegle rekordno raven dnevno načrpane surove nafte, doseženo tik pred pandemijo.
- ZDA so z Venezuelo, ki ima največje dokazane rezerve surove nafte, dosegle vsaj načelni dogovor o delni omejitvi sankcij, ki bo omogočil povečano črpanje surove nafte v Venezueli. Že pred sklenjenim dogovorom je naftno podjetje Chevron sporočilo, da namerava do konca leta povišati črpanje surove nafte v Venezueli za 65.000 sodčkov na dan.
- Savdska Arabija je imela v prvem in drugem četrtletju letošnjega leta negativno gospodarsko rast in si zato težko privoščiti dodatno omejevanje črpanje surove nafte.
- Mednarodna agencija za energijo (IEA) v oktobrskem poročilu<sup>9</sup> ocenjuje, da se je povpraševanje po surovi nafte začelo nekoliko umirjati zaradi ohlajanja globalne gospodarske rasti in vse učinkovitejše porabe nafte.

Slika 5: Gibanje cen surovin in hrane



Vir: Bloomberg 16. 10. 2023

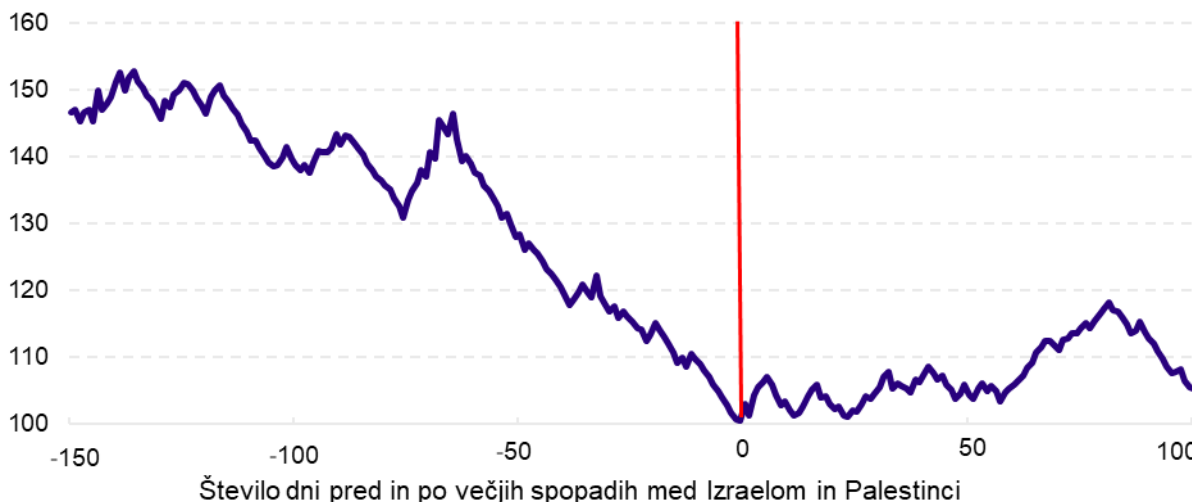
Poleg opaznih premikov na strani povpraševanja in ponudbe po surovi nafte velja izpostaviti še dejstvo, da države, ki so vpletene v vojno, potrebujejo rekordno količino dizelskega goriva, da lahko zadostijo vsem logističnim

<sup>9</sup> <https://www.iea.org/reports/oil-market-report-october-2023>

potrebam vojne. Zaradi povečane proizvodnje dizla<sup>10</sup> pričakujemo, da bo cena bencina rasla počasneje, tudi če bo cene surove nafte še naprej naraščala, saj proizvodnja dizla ni mogoča brez sočasne proizvodnje bencina.

Vpliv vojne v Izraelu nima enoznačnega vpliva na inflacijo. V preteklosti spopadi med izraelsko vojsko in teroristično organizacijo Hamas niso imeli pomembnega vpliva na ceno surove nafte. Tudi ob tokratnem začetku spopadov cena surove nafte ni drastično porasla.

Slika 6: Povprečno gibanje cene surove nafte pred in po začetku spopadov med Izraelom in Hamasom



\* Vključuje konflikte leta 2000, 2008, 2012, 2014, 2018 in 2021

Vir: Clocktower Group, 13. 10. 2023

V našem osrednjem scenariju torej ne pričakujemo zelo velikega vpliva vojne na globalno gospodarsko rast ali cene energentov in surovin. Če pa bi se vojaški spopad med Izraelom in Hamasom razširili na sosednje države in Iran, pa bi lahko prišlo do drastičnega porasta cene surove nafte. Slednjemu scenariju podeljujemo petinsko verjetnost.

## Dodatna tveganja

Poleg potencialnega negativnega vpliva razsežnejših vojaških spopadov na globalno gospodarstvo velja izpostaviti še druge dejavnike, ki bi lahko prekinili zniževanje inflacije v ZDA. Gospodarska rast v ZDA je bila v zadnjih 12 mesecih spodbujena z izrazito ohlapno fiskalno politiko. V primeru še dodatnega **povečanja državnega trošenja** v ZDA bi se lahko upadanje inflacije upočasnilo ali pa bi se trend celo obrnil v pozitivno smer. Visoka državna potrošnja bi namreč lahko v veliki meri izničila učinke višjih obrestnih mer v ameriškem gospodarstvu. Dodatno tveganje pa predstavlja sprememba trenutno restriktivne denarne politike. Spomladi, ko so propadle nekatere manjše regionalne banke v ZDA, je ameriška centralna banka hitro povečala likvidnost v gospodarstvu in s tem preprečila še dodatno poslabšanje razmer na trgu regionalnih bank. V primeru novih težav v ameriškem gospodarstvu, ki bi izvirale iz naslova hitrega in visokega dviga referenčne obrestne mere v ZDA, lahko Fed z namenom blaženja krize restriktivno denarno politiko hitro spremeni v **ohlapnejšo denarno politiko**.

## Sklep in napoved

V prihodnjih mesecih pričakujemo, da se bo inflacija v ZDA še zniževala. V prihodnjem letu ne izključujemo niti krajšega obdobja negativne rasti cen oziroma deflacije. Razloge za nižjo inflacijo vidimo predvsem v vse nižjih dejanskih najemninah, ki bodo v izračunu inflacije imele vse večjo utež, zaostreni denarni politiki, ki bo v začetku prihodnjega leta v še večji meri vplivala na ameriško gospodarsko aktivnost, in manj razpoložnemu ameriškemu potrošniku, ki bo postopoma postal bolj cenovno občutljiv, kot je bil v času pandemijskih denarnih spodbud

<sup>10</sup> [https://www.eia.gov/todayinenergy/includes/CrackSpread\\_Explain.php](https://www.eia.gov/todayinenergy/includes/CrackSpread_Explain.php)



potrošnikom. Glavno tveganje opisanemu scenariju je predvsem geopolitično – predstavlja ga morebitno zaostrovanje vojne v Izraelu, v katero bi se lahko vključil Iran. Dodatno tveganje, ki bi lahko spremenilo trend zniževanja inflacije, pa predstavljajo še nove fiskalne in denarne spodbude ameriškemu gospodarstvu, ki bi v znatni meri nevtralizirale višje referenčne obrestne mere v ZDA.

Gibanje inflacije v ZDA na srednji rok bo odvisno predvsem od strukturnih sprememb v ameriškemu gospodarstvu. V preteklem desetletju se je ameriško gospodarstvo soočalo s presežkom prihrankov nad investicijami in posledično tudi s podpovprečno inflacijo. Presežek prihrankov je bil predvsem posledica nižje državne potrošnje in neizrazitega investiranja zasebnega sektorja, zaradi česar so inflacijski pritiski ostali nizki. V času pandemije se je trend obrnil in danes znaša proračunski primanjkljaj ZDA več kot 8 %, zasebni sektor pa pospešeno investira v nove proizvodne obrate v ZDA, ker zaradi strateških ciljev seli proizvodnjo s Kitajske nazaj v domovino. Izrazito državno in zasebno trošenje pozitivno vpliva na trg dela, kar v času polne zaposlenosti pomeni tudi višje inflacijske pritiske kot v preteklosti. V primeru, da se bo trend nadaljeval in bo v ameriškem gospodarstvu še naprej vztrajalo stanje presežnih investicij glede na prihranke, se lahko inflacija na srednji rok ustali na višjih nivojih kot v preteklem desetletju.

Opozorilo: Ta dokument je pripravila in izdala družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., Tivolska ulica 48, Ljubljana, info@nlbskladi.si, 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). Družba NLB Skladi nima dovoljenja za izvajanje investicijskega svetovanja, med investicijskimi storitvami izvaja zgolj gospodarjenje s finančnimi instrumenti. 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 izdajateljev iz geografskih območij in/ali gospodarskih panog, v zvezi s katerimi podaja mnenja. Razmnoževanje prispevka, delno ali v celoti, brez izrecnega, predhodnega in pisnega dovoljenja avtorja ni dovoljeno. neposredno ali posredno (prek investicijskih skladov) investira tudi v vrednostne papirje izdajateljev iz geografskih območij in/ali gospodarskih panog, v zvezi s katerimi podaja mnenja. Razmnoževanje prispevka, delno ali v celoti, brez izrecnega, predhodnega in pisnega dovoljenja avtorja ni dovoljeno. «