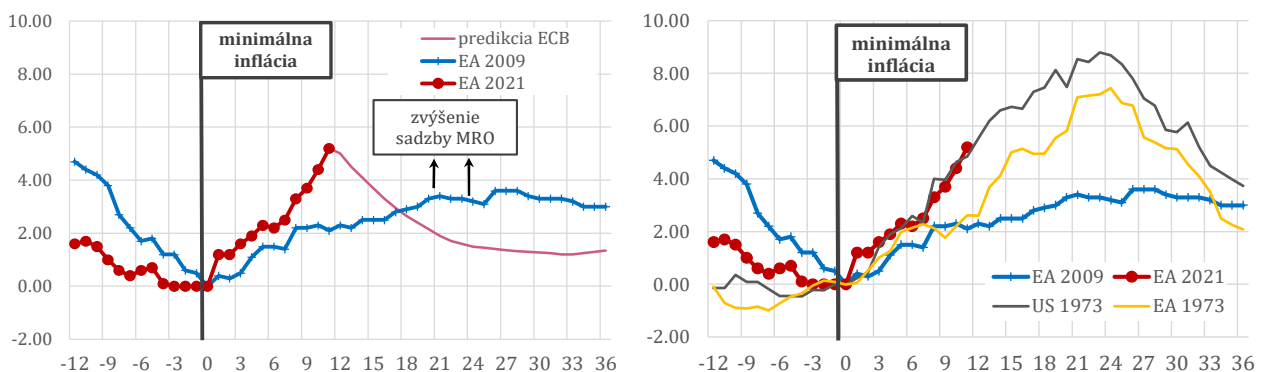


Ako sa vyhnúť dlhodobému obdobiu inflácie?

Inflačné tlaky v rozvinutých ekonomikách sú silné. Z väčšiny centrálnych bánk znie jednoznačné posolstvo, že inflácia je ťahaná výlučne krátkodobými faktormi a v nasledujúcich rokoch sa vráti k strednodobému cieľu. Ak sa to ale nestane dostatočne rýchlo, ukotvenie inflačných očakávaní by mohlo byť ohrozené nielen sekundárnymi efektmi z trhu práce, ale aj dlhodobými štrukturálnymi zmenami v dôsledku starnutia obyvateľstva, globálneho poklesu pracovných síl, rušivých vplyvov transformácie na zelenú ekonomiku, či neprimeranej dlhovej záťaže a neefektívnou snahou o fiškálnu konsolidáciu. Východiskom by mohol byť dobre komunikovaný a koordinovaný záväzok menovej a fiškálnej politiky.

Inflačné tlaky, ktoré v posledných mesiacoch pozorujeme v takmer všetkých rozvinutých ekonomikách sveta, poháňajú faktory, s ktorých kombináciou nemáme v histórii dostatočné skúsenosti. Odpoveď na otázku kedy sa podarí infláciu dostať späť k cieľovým hodnotám nie je preto jednoznačná. Tradične dopytom ťahané oživenie je silnejšie vďaka podporným pandemickým programom a nahromadeným úsporám domácností a podnikov. Rast cien na komoditnom trhu (energie, kovy a vzácne minerály) je mohutnejší ako kedykoľvek v minulosti a ponuka na trhu tovarov sa po nútených výpadkoch nedokáže dostatočne rýchlo prispôbiť. Synergia týchto faktorov spôsobuje neobyčajne silnú dynamiku krátkodobej inflácie, ktorá môže spustiť sekundárne efekty na trhu práce.

Obrázok 1a a 1b: Vývoj inflácie



Zdroj: Eurostat, ECB a vlastné spracovanie.

Poznámka: Na horizontálnej osi je zobrazený priebeh inflácie v mesiacoch od dosiahnutia minima (centrované k minimálnej inflácii pred jej dynamickým rastom). Predikcia ECB vychádza z údajov k decembru 2021. Epizóda EA2009 predstavuje oživenie po globálnej finančnej kríze, US1973 a EA1973 predstavujú ponukovú infláciu počas prvého ropného šoku.

Väčšina viditeľných inflačných tlakov v eurozóne má zatiaľ krátkodobý charakter (ceny komodít a energií, „base effect“ dočasného zníženia DPH v Nemecku v roku 2020, nábeh výroby niektorých chýbajúcich komponentov),¹ no v dlhšom horizonte má zásadný význam stabilné ukotvenie inflačných

¹ Lane Ph R. (2021), Horváth M. (2021) a i.

Analytické komentáre nie sú oficiálnym stanoviskom Národnej banky Slovenska. Prezentujú názory analytikov úseku meny, štatistiky a výskumu (ÚMS). Šírenie je povolené bez predchádzajúceho súhlasu, avšak s uvedením zdroja „Analytici ÚMS“. Ak nie je uvedené inak, časové rady sú sezónne očistené použitím vlastných sezónnych modelov.

očakávaní a jasná komunikácia cieľov menovej politiky. Preto, aj napriek výraznejšiemu rastu inflácie oproti obdobiu oživenia v roku 2009 (5,2 p.b. za 12 mesiacov oproti 3,6 p.b. za 24 mesiacov, obrázok 1a), prevládajú očakávania, že krátkodobé vplyvy pominú a strednodobé inflačné očakávania stlačia infláciu pod úroveň symetrického cieľa 2%.

Prítomnosť inflačných tlakov a šokov ponukového charakteru má však nielen historickú paralelu s obdobím ropných šokov v 70-tych rokoch minulého storočia, ale aj podobnú dynamiku (obrázok 1b).² Za strmým rastom inflácie však v tom období stála najmä kombinácia všeobecnej nedôvery v schopnosti menovej politiky krotiť infláciu, podcenenie vplyvu dlhodobjších inflačných očakávaní a uprednostnenie kontroly trendovej inflácie pomocou prebytočnej ponuky peňazí (Goodfriend, 2007). Poučení z histórie dnes poznáme dôležitosť dobre ukotvených inflačných očakávaní a jasne formulovaného záväzku budúcej menovej politiky.

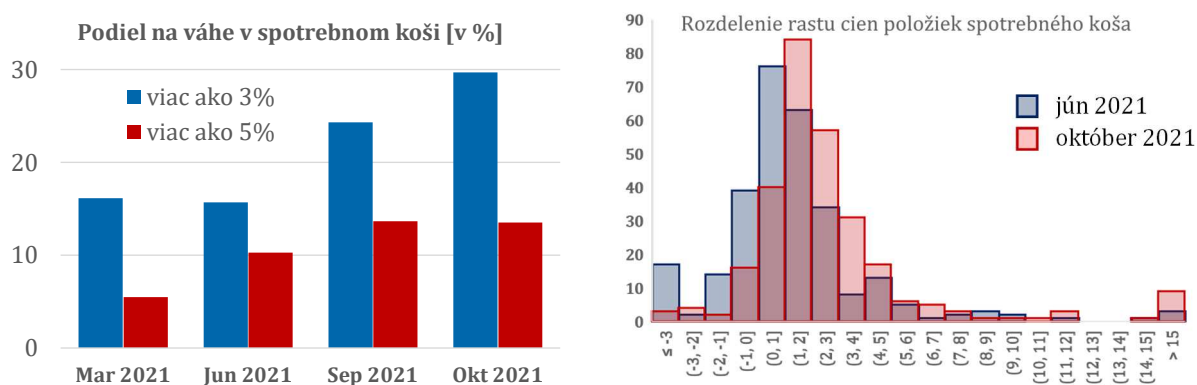
Miera vzostupu inflácie, spôsob a rozsah jej šírenia ako aj charakter krátkodobých inflačných tlakov je relatívne dobre merateľný. Naopak, strednodobé a dlhodobé faktory inflácie sú komplexné javy, ktoré vieme vyjadriť iba obmedzene, čo sa týka intenzity dopadu, a iba s určitou mierou pravdepodobnosti. Opatrnosť pri formulovaní záverov je preto na mieste.

Cieľom tohto komentára je identifikovať krátkodobé a dlhodobé faktory, ktoré môžu mať vplyv na infláciu v nasledujúcich rokoch a zmapovať potenciálne riziká z nich plynúce. Eventuálny posun priemernej úrovne inflácie smerom nahor by mohol znamenať vstup do nového ekonomického prostredia, nového režimu, v ktorom nadmerné zadĺženie súkromného i verejného sektora, štruktúra aktív a pasív, či rozdelenie príjmov a bohatstva môže zohrať úlohu pri reakcii menovej politiky.

Krátkodobý pohľad (ceny, trh práce, domácnosti, nerovnosti)

Očakávaný pokles inflácie pod úroveň 2% vychádza zo skutočnosti, že takmer polovicu príspevku inflácie v októbri a novembri tvorili ceny energií a ďalšiu takmer pätinu priemyselne tovary, ktorých ceny rástli najmä pre silné oživenie dopytu a pomaly sa prispôsobujúci nábeh ponuky.³ Navyše, inflácia sa zatiaľ týkala iba vybraných skupín tovarov, keď pri októbrovej inflácii 4,1% iba 13% spotrebného koša dosiahlo rast vyšší ako 5% (obrázok 2a).

Obrázok 2a a 2b: Rozširovanie HICP inflácie do položiek spotrebného koša



Zdroj: Eurostat a vlastné spracovanie.

Poznámky: Používame 5-miestnu COICOP klasifikáciu (250 tovarov). Na ľavom grafe sú položky spotrebného koša prevážené váhou príslušných tried tovarov. Na pravom grafe sú intervaly medziročnej inflácie kategórií tovarov rozdelené po 1 p.b.

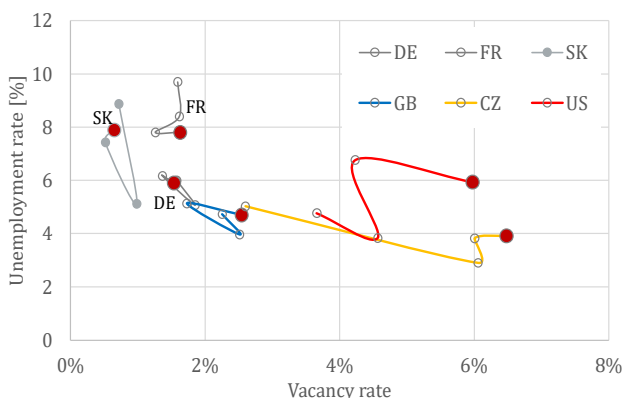
² Veľmi podobnú trajektóriu až dvojcifernéj inflácie prezentoval MMF ako extrémne nepriaznivý scenár pretrvávajúcich komoditných šokov a adaptívnych inflačných očakávaní vo svojom ekonomickom výhľade svetovej ekonomiky (IMF WEO, 2021).

³ Po odpočítaní týchto vplyvov a dobiehajúceho vplyvu zmeny DPH v Nemecku by inflácia v októbri 2021 namiesto 4,1% dosahovala približne 1,2%.

Ceny tovarov sú pružnejšie ako v minulosti a inflácia sa rozširuje aj na cenovo stabilnejšie tovary a služby. Na vyššiu pružnosť najmä neenergetických tovarov dlhodobej spotreby (NEIG) poukázali zistenia výskumnej siete Eurosystemu PRISMA (Gautier a kol., 2021). Práve cien NEIG sa najviac týka súčasný charakter inflácie sčasti ťahaný ponukovými obmedzeniami. Navyše, najstabilnejšie indexy jadrovej inflácie (tzv. *sticky-price index*, alebo *trimmed-mean index*), ktoré majú schopnosť dobre vysvetľovať budúcu infláciu, sa nachádzajú na svojich dlhodobých maximách.⁴ Väčšina tovarov sa však ešte stále nachádza v pásme nízkej inflácie (do 2%) a rozdelenie naprieč kategóriami spotrebného koša je silno doprava zošíkmené (obrázok 2b).

Prechodný charakter inflácie potvrdzuje aj pohľad na trh práce, kde v krajinách eurozóny ešte na konci roka 2021 nie je badať vážnejšie tlaky. Krivka dávajúca do pomeru mieru nezamestnanosti s podielom voľných pracovných miest (Beveridgova krivka) poukazuje na to, že v krajinách eurozóny ešte nie je trh práce natoľko tesný ako napríklad v Čechách, kde centrálna banka už cyklus sprísnenia menovej politiky začala, či v USA, kde sa o urýchlení prvého sprísňovania menovej politiky intenzívne diskutuje (obrázok 3). Napriek tomu, že niektoré krajiny relatívne tesne indexujú mzdový vývoj na infláciu (napr. Belgicko), prípadne tam fungujú silné odborové združenia (napr. Francúzsko), priamy dopad na vývoj miezd nie je zatiaľ badaťel'ny.

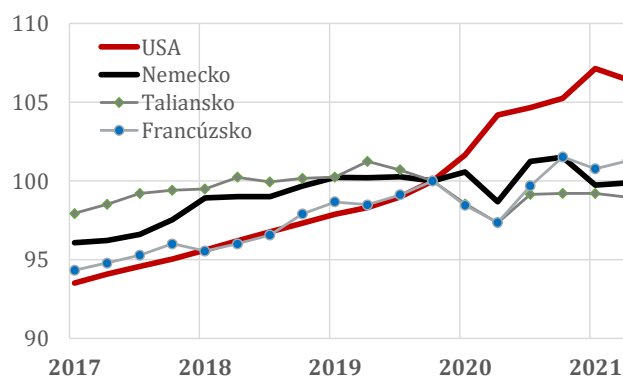
Obrázok 3: Tesnosť na trhu práce (Beveridge krivka)



Zdroj: Macrobond a vlastný výpočet.

Poznámka: Jednotlivé body zodpovedajú obdobiam 16Q4, 18Q4, 20Q4 a posledné pozorovanému zvýraznenému 21Q2.

Obrázok 4: Disponibilný príjem domácností



Zdroj: Dallas Fed a vlastný výpočet.

Poznámka: Index 2019Q4 = 100

Na trhu práce prebiehajú zmeny, ktoré majú negatívny dopad na ponuku pracovných síl, stále však ide o zmeny dočasné. Disponibilnú pracovnú silu obmedzujú karanténne opatrenia, či z rôznych dôvodov nerealizovaný návrat do pôvodných zamestnaní. Domácnosti navyše získali vo väčšine krajín vyrovnávacie príspevky a iné podporné programy na podporu zamestnanosti. Objem prostriedkov súkromnému sektoru bol v USA zameraný najmä na podniky, v eurozóne naopak viac na udržanie pracovných miest a podporu domácností.⁵ Oba varianty však vzhľadom na štruktúru ekonomiky vytvárajú v čase opätovného oživenia tlak na spotrebiteľský dopyt.

Okrem programovej podpory je zdrojom dopytových tlakov rádo vo vyšší disponibilný príjem domácností v USA z dôvodu rozdielnej štruktúry ich aktív (obrázok 4). Vyšší podiel príjmov

⁴ Gomez-Pineda a kol., (2021) poukazujú na neobyčajný nárast tradične stabilných cien v roku 2021 a informačnú hodnotu indexov jadrovej inflácie pre budúcu infláciu. Andrieu a kol. (2013) zas ako jedni z prvých poukázali na informačnú hodnotu jadrovej inflácie (konkrétne trimovanej inflácie) vo Philipsovej krivke.

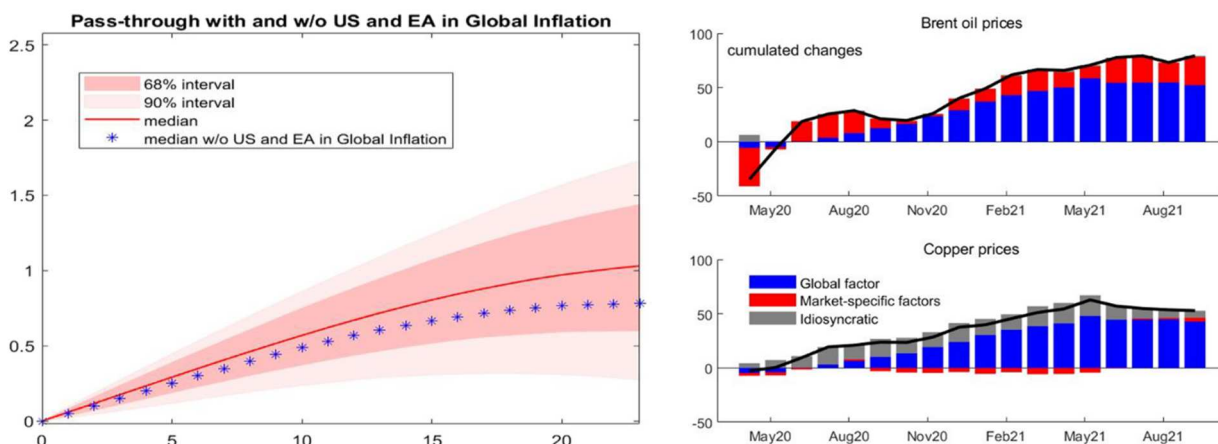
⁵ Vplyv podporných schém na dopyt či ponuku pracovných síl závisí od dizajnu programu. Programy smerujúce priamo domácnostiam v podobe kompenzačných príspevkov do väčšej miery posilňujú spotrebu a znižujú motiváciu pracovať. Obálka podpory súkromnému sektoru v USA v roku 2020 bola objemom podobná ako napríklad v Nemecku (približne 9000 USD na obyvateľa), no štruktúra podpory bola v Európe v prospech domácností (IMF. 2021b).

domácností v USA z finančných aktív zabezpečil domácnostiam v priemere vyššiu kúpyschopnosť.⁶ Na druhej strane vyššia príjmová a majetková nerovnosť obmedzuje nízko a stredne príjmové domácnosti v spotrebe do väčšej miery ako v Európe⁷, kde domácnosti profitovali z programov na podporu zamestnanosti. Dopytový tlak súkromného sektora však v USA dopĺňajú finančne silné podniky. Ich silný dopyt po pracovnej sile a obmedzená post-pandemická ponuka zas ale vytvára silnejší tlak na mzdy na strane špecifických profesií.

Na jednej strane tak ekonomiky s výraznejšími nerovnosťami v príjme a majetku domácností pocítia krátkodobú podporu dopytu, na druhej strane aj dlhodobé dopytové obmedzenia, ktoré brzdia hospodársky rast.⁸ Rastúca príjmová a majetková nerovnosť stimuluje ďalší tok kapitálu od dlžníkov smerom k sporiteľom. Dlžníci zvyšujú svoju zadlženosť a tento trend obmedzuje nízko a stredno- príjmové zadlžené domácnosti v spotrebe. Spolu so sporiteľmi, ktorí odkladajú svoju spotrebu, škrtia agregátny dopyt. To ďalej stláča prirodzenú úrokovú sadzbu smerom nadol.

Ak sa nerovnosti budú naďalej zvyšovať, dopyt súkromného sektora ako aj rast produktivity práce môžu ostať v dlhodobom horizonte utlmené, čo môže vytvoriť priestor pre rast rizikových prirážok. Nízky rast a dlhobojšie obdobie vyššej inflácie zredukuje vzniknuté nerovnováhy a napomôže redistribúcii zdrojov od sporiteľov späť k dlžníkom. Riziko stagflácie je tiež možné znížiť vyšším zdanením majetku, vyššími verejnými investíciami do vzdelania, výskumu či zdravotníctva. Dôsledky takýchto štrukturálnych zmien by boli takisto proinflačné, no vo forme dlhodobého povzbudenia dopytu a zlepšenia medzinárodnej konkurencieschopnosti.

Obrázok 5a a 5b: Spoločný faktor globálneho pohybu cien



Zdroj: Ciccarelli a Garcia (2021), Delle Chiaie a kol. (2021).

Poznámka: Graf a) Vplyv inflácie v USA na svetovú infláciu v čase. Červená čiara predstavuje mediánovú infláciu, modrá je mediánová inflácia bez USA a eurozóny. Graf b) Dominantným faktorom pohybu cien je globálny prvok (modrý stĺpec).

⁶ Kým napríklad priemerná domácnosť v Nemecku vlastnila v roku 2020 finančné aktíva vo výške približne 100-tisíc EUR, z ktorých iba 11% bolo umiestnených v likvidných zdrojoch (vklady, sporiace účty, akcie, podielové fondy), v USA to bolo 300-tisíc EUR, no v likvidných zdrojoch mali uložených viac ako tretinu všetkých finančných aktív. Ak zohľadníme iba dostupný výnos na domácom trhu (DAX 8,1% a DJ 18,7% / NASDAQ 23,0% za rok do októbra 2021), nominálny výnos domácností v USA mohol byť aj 20-krát vyšší ako ten v Nemecku (obrázok A3). Navyše, domácnosti v Nemecku držia na účtoch a v hotovosti zhruba 5-krát väčšiu časť finančných aktív ako domácnosti v USA. V USA je to asi 4% likvidných zdrojov (~4K/100K USD), kým v Nemecku takmer 20% (~2K/10K EUR). (Zdroj: OECD Household Accounts / Household financial assets, StLuis Fred a ECB Household sector report 21Q2)

⁷ Koncept „dlhom zaťaženého dopytu“ rozpracovali Mian, Sufi a Straub (2021).

⁸ Napríklad OECD (2012) alebo Ostry J.D. a kol. (2014).

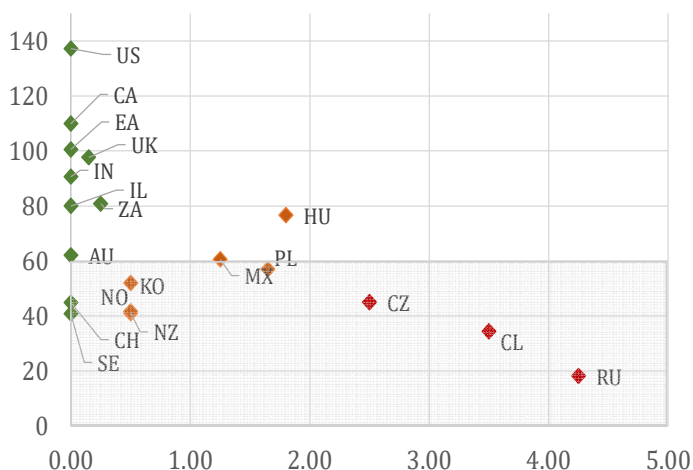
Zdokumentovali sme, že medzi jednotlivými krajinami existujú na krátkom horizonte zjavné rozdiely v inflačných tlakoch. Infláciu však treba v súčasnosti chápať ako globálny fenomén. Schopnosť globálneho finančného trhu preniesť inflačné očakávania do celého sveta je vysoká, či už prostredníctvom intenzívne obchodovaných finančných inštrumentov⁹ (obrázok 5a) alebo spoločným pohybom cien zdanlivo nesúvisiacich komodít obchodovaných na svetových trhoch¹⁰ (obrázok 5b). Prenosu navyše pomáhajú nové stratégie menovej politiky Fed-u aj ECB,¹¹ ktoré umožňujú väčšiu vôľu akceptovať inflačné tlaky pred spustením cyklu sprísňovania menovej politiky.

Dlhodobé trendy (zadĺženie, zelená transformácia, starnutie, demografia)

Z predchádzajúcej časti vyplýva, že strata ukotvenia inflačných očakávaní v jednej globálne významnej ekonomike môže mať dosah aj na ostatné svetové ekonomiky. Historickú epizódu spred takmer pol storočia, kedy väčšina rozvinutých svetových ekonomík hľadala východisko z prostredia dvojcifernej inflácie, sa podarilo ukončiť až rýznou zmenou fiškálnej a menovej paradigmy, teda zásadným znížením priamych daní spolu s extra prísnou menovou politikou.

Prísna menová politika je v prostredí vysokého verejného dlhu fiškálne náročná a pre krajiny s vyšším dlhom, ako Taliansko, alebo Grécko, by udržateľnosť verejných financií bola veľmi komplikovaná. V prípade významného zvýšenia úrokových nákladov je preto dôveryhodný fiškálny prísľub budúcej konsolidácie pre hospodársky, fiškálne a spoločensky slabšie krajiny zásadný.

Obrázok 6: Dlhové obmedzenie menovej politiky



Zdroj: Macrobond a vlastný výpočet

Poznámka: Na horizontálnej osi je zobrazený rozsah sprísnenia menovej politiky (základnej úrokovej sadzby v roku 2021). Na vertikálnej osi je podiel verejného dlhu na HDP.

Krajiny s vyšším verejným dlhom na HDP sa zdajú byť pri sprísňovaní menovej politiky opatrnejšie. Napriek tomu, že už asi desiatka svetových centrálnych bánk začala sprísňovať menovú politiku (príloha, obrázok A1), boli to v zásade iba krajiny s nižším verejným dlhom. Medzi rozsahom sprísnenia menovej politiky v roku 2021 a výškou verejného dlhu vidieť aj miernu koreláciu (obrázok 6).

Centrálna banka sa tak v prípade vysokého verejného dlhu rozhoduje medzi tolerovaním vyššej inflácie a zvýšenou dlhovou službou domácej vlády, ktorej cenné papiere prevažne nakupuje. Aj druhá voľba však v konečnom dôsledku zvyšuje riziko inflácie, pretože vyššia riziková prémie bude motivovať vyššie inflačné očakávania.¹²

⁹ Ciccarelli a Garcia (2021) ukazujú globálny charakter inflačných očakávaní na príklade úrokových swapov.

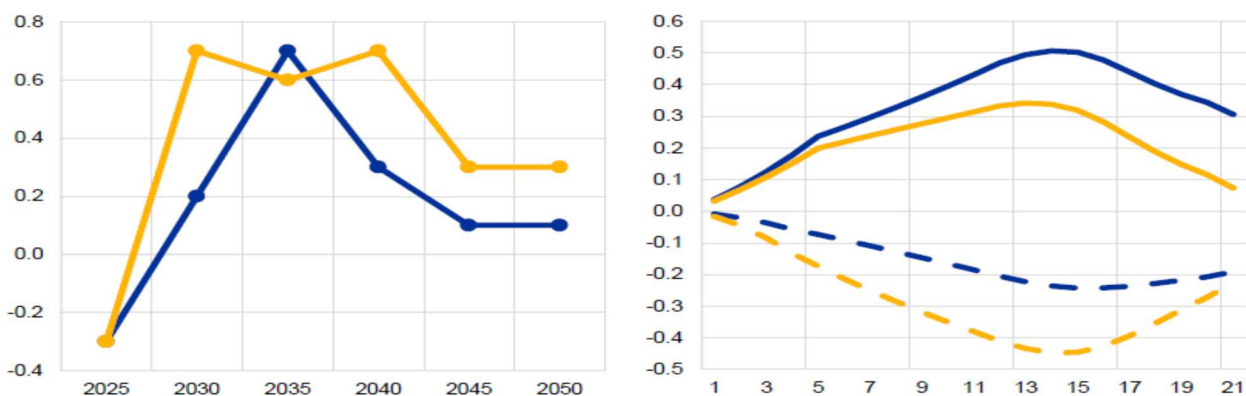
¹⁰ Delle Chiaie a kol. (2021) prichádzajú k záveru, že existuje globálny faktor dopytu, ktorý spoločne ťahá jedným smerom ceny komodít, pre ktoré nie je fundamentálny dôvod, aby navzájom súviseli, napríklad: ropa, stavebné drevo, pšenica, vzácne kovy.

¹¹ Cielenie priemernej inflácie (AIT) umožňuje Fed-u zohľadniť obdobie dlhodobo nízkej inflácie v minulosti. Symetrický inflačný cieľ ECB zas umožňuje v krátkodobom horizonte prehliadnúť vyššiu realizovanú infláciu ako očakávania inflácie za krátkym horizontom sú pod úrovňou cieľa.

¹² Ak centrálna banka v rámci cyklu sprísňovania menových podmienok prestane reinvestovať istiny splatných dlhopisov, vláda bude musieť nájsť pri novej emisii nového investora. Ten bude musieť mať dôveru, že vysoký dlh bude vláda schopná v budúcnosti splatiť. Už ani jasný a dôveryhodný plán fiškálnej konsolidácie by nemusel stačiť na stlačenie rizikovej prémie, a teda aj očakávaného výnosu emitovaného dlhopisu, čo môže viesť k explozívne procesu rastu rizika a nákladov a následne k dlhovej kríze a inflácii (Cochrane, 2021).

Náklady spojené so zmenou klímy ako aj náklady jej dlhodobého riešenia v podobe zelenej transformácie majú tiež inflačný potenciál a prichádzajú tak pre ekonomiku v nevhodnom čase. Na jednej strane inflačné tlaky globálneho otepľovania môžu na ceny potravín a energií pôsobiť dlhodobo ale aj ako náhodné šoky spôsobené extrémnymi udalosťami a zvýšenou volatilitou cien. Na druhej strane, globálne riešenia vyžadujú zmeny v dlhodobom spotrebiteľskom správaní a inovácie technologických postupov, ktorých nábeh môže vyvolávať negatívne efekty a rušivý vplyv na ceny. Oba varianty sú tak predmetom dlhodobých inflačných tlakov v podobe rastúcich cien energií a materiálových nákladov, alebo rastúcich cien uhlíka, ktoré budú výrobcovia musieť zakomponovať do nákladov znižovania emisií.

Obrázok 7a a 7b: Dlhodobý vplyv zelenej transformácie na infláciu



Zdroj: 7a) Allen a kol. (2020), 7b) ECB (2021b).

Poznámky: Na grafe 7a vľavo sú zobrazené dlhodobé dopady rušivej transformácie na infláciu. Žltá čiara predstavuje náhodné nárazové poruchy, modrá oneskorenú transformáciu. Na grafe 7b (vpravo) plná čiara znázorňuje dopady na infláciu a prerušovaná dopady na HDP. Modrá reprezentuje jadrovú a žltá celkovú HICP infláciu.

Popri odd'áľovaní prijatia klimatických záväzkov, sú revízie cien uhlíka a negatívne šoky v produktivite hlavnými rizikami rušivej transformácie, ktorá môže mať významný a dlhodobý vplyv na infláciu. Scenár rušivej transformácie by mal mať spočiatku tlmiaci efekt na infláciu v dôsledku zníženej ekonomickej aktivity, o to silnejší však je v dlhodobom horizonte v dôsledku oneskorenej, a razantnejšej reakcie a dynamického rastu cien uhlíka. Allen a kol. (2020) ako aj ECB(2021b) tento vplyv na infláciu odhadujú na úrovni až 0,5% ročne (obrázok 7a).¹³ Reakcia menovej politiky na tieto inflačné tlaky tiež zohráva nezanedbateľný vplyv. Odhady počítajú so zvýšenou toleranciou voči ponukovej inflácii, a teda voči pretrvávajúcemu prekročovaniu inflačného cieľa. Ak však namiesto dynamiky relatívnych cien (celkového HICP) zacieli menová politika na jadrovú infláciu, zmierni to negatívny dopad na infláciu, no na druhej strane sa prehĺbi prepád HDP (obrázok 7b). Keďže však v tomto prípade ide o dlhodobý proces, ďalším rizikom môže byť komplikovanejšie ukotvenie inflačných očakávaní. Proces zelenej obnovy zároveň obsahuje množstvo neistoty, ktorá môže zahŕňať aj pozitívny technologický šok, o ktorom dnes nemusíme mať znalosť, a ktorý by mohol podporiť produktivitu práce a zredukovať negatívne dopady a inflačný potenciál transformácie.

Ďalším dlhodobým inflačným tlakom je starnutie populácie a pokles ponuky pracovnej sily. Celé štvrtstoročie poberali vyspelé ekonomiky dividendu v podobe nízkych cien priemyselných tovarov. Na pozadí urbanizácie a industrializácie vo východnej Ázii, počet produktívnych obyvateľov angažovaných

¹³ Výsledky odhadov sú do veľkej miery závislé od predpokladov. Allen a kol. (2020) reportujú tri scenáre: i) pokojnú transformáciu, ii) oneskorenú transformáciu a iii) rušivú transformáciu. Tri scenáre majú rôznu dynamiku v rôznych obdobiach do roku 2050 a efekty na infláciu a výpadky HDP sa líšia naprieč sektormi aj krajinami (na základe energetickej efektívnosti a spotreby). ECB (2021) reportujú scenáre pokojnej a rušivej transformácie. V dlhodobom priemere naprieč scenármi a prístupmi však dopady na infláciu dosahujú 0,3-0,5% ročne.

v globálnej produkcii, s nízkymi nákladmi práce, rýchlo rástol. Významný obrat vo vývoji produktívneho obyvateľstva v súčasnosti je spôsobený limitmi globalizácie, urbanizácie a politikou jedného dieťaťa v Číne pred 40 rokov. Tá sa dnes materializuje a v krajine s viac ako miliardou obyvateľov vstupuje na globalizovaný trh práce rádovo menej ľudí ako z neho odchádza (obrázok A4).

Menej pracovnej sily v globálnom meradle bude prispievať k obmedzenému rastu ponuky tovarov a k zvyšovaniu vyjednávacjej sily aj menej kvalifikovaných zamestnancov, a tlačiť tak na ich mzdové nároky (Goodhart a Pradhan, 2020). Zamestnanci sa v dlhodobom horizonte môžu začať viac organizovať v odborových združeniach a vytvárať silnejší tlak pri mzdových vyjednávaniach. Navyše starnúce obyvateľstvo bude vyžadovať väčšiu časť pracovnej sily v zdravotníctve či starostlivosti o seniorov. Pre priemysel a obchodné služby tak ostane ešte menej pracovnej sily, navyše v dôsledku nákladov z fiškálnej oblasti (nutnosť vyšších daní v budúcnosti) a tlakov zelenej transformácie (uhlíkové obmedzenia) môžu mať mzdové nároky ešte silnejšiu podporu.

Čo z toho vyplýva pre menovú politiku

Tlaky na mzdy vyplývajúce z dlhodobých obmedzení na globálnom trhu práce a tlaky na ceny vyplývajúce z úzkych miest v ponuke sa tak opäť stanú motorom vyššej inflácie. Obnovená dynamika inflácie oživí Phillipsovu krivku. Príčiny, prečo tomu tak v rozvinutých ekonomikách nebolo v ostatných 10 rokoch, boli bohato popísané v literatúre. Najfrekvencovanejším vysvetlením sploštenia Phillipsovej krivky bolo lepšie ukotvenie inflačných očakávaní v dôsledku inflačného cielenia (Rusticelli a kol., 2020).¹⁴ Del Negro a kol. (2021) tiež argumentujú, že v období globalizácie obchodu a prebytočnej likvidity mali veľké nefinančné korporácie a globálne reťazce dostatok likvidných zdrojov a dokázali tak internalizovať menšie šoky v cenách. Navyše nadnárodný charakter veľkých korporácií, ktoré určujú cenu na trhu, umožnil dostatočne pružnú reakciu v podobe kompenzácie idiosynkratických šokov v cenách a mzdách naprieč krajinami.¹⁵ Inými slovami, nákladové šoky neboli dostatočne silné, aby prekonalí schopnosť súkromného sektora vyrovnáť sa s nimi bez zásadného vplyvu na infláciu. Pevne ukotvené inflačné očakávania, ktoré sú v súkromnom sektore prevažne dozadu hľadajúce (Rudd, 2021), s históriou inflácie len mierne nad 1% v posledných 10 rokoch, dopomáhali udržiavať infláciu stabilne nízku.

Oživenie Phillipsovej krivky je príznakom oslabeného dlhodobého ukotvenia inflačných očakávaní. To má schopnosť zoslabnúť ešte viac ak sa vyššie diskutované dlhodobé tlaky na infláciu materializujú. Pre návrat k ukotveným inflačným očakávaniam je potom potrebná ambicioznejšia menová politika, ktorá zabezpečí rýchly návrat inflácie do blízkosti cieľa. Domácnosti a firmy totiž na rozlíšenie medzi prechodným a trvalejším inflačným šokom extrahujú informáciu z minulých zmien inflácie. V prípade prílišnej tolerancie menovej politiky voči inflácií vzdalujúcej sa od cieľa môže súkromný sektor vyhodnotiť šoky ako trvalejšie a nahlodať tak celkové ukotvenie inflačných očakávaní.¹⁶

Ekonómia často pracuje s predpokladom, že permanentné reálne efekty nemôžu vzniknúť z nominálnych šokov. Na ukotvenie inflácie tak nemá vplyv to, ako reálne mzdy zareagujú na

¹⁴ V našich podmienkach zmenu informačného obsahu inflácie potvrdzuje napríklad Kupkovič (2020).

¹⁵ Rad ďalších štúdií, vnímajúc zmenu štruktúry ekonomiky poukázali na potrebu aktualizácie definície nákladov. Andriele a kol. (2013) argumentovali potrebou sústrediť sa na stabilnú zložku cien, konkrétne na miery jadrovej (trimovanej) inflácie, Nickel a kol. (2017) zas na náklady práce, pre ktoré Phillipsova krivka ostáva v platnosti. Pracovná skupina pre mzdy v rámci Eurosystemu (WEG) sa taktiež snažila identifikovať faktory „chýbajúcej inflácie“, či „záhady mzdového rastu“, výsledkom čoho boli zistenia o oneskorenej reakcii miezd na infláciu, „stratu inflačnej pamäti“ v krajinách s indexáciou miezd, či o nedostatku informačnej hodnoty kompenzácií na zamestnanca pri predikcii inflácie. (Jonckeere a Saks, 2019).

¹⁶ Jørgensen a Lansing (2021) tieto dva režimy, ktoré zakomponovali do makroekonomického modelu nazývajú silné a slabé ukotvenie inflačných očakávaní.

nominálne šoky, ale aký je charakter menovej politiky. Krátkodobé šoky v cenách energie, v obchode, či v technológiách, ktorých sme svedkami v ostatných mesiacoch, sú úpravami relatívnych cien tovarov a služieb. Presvedčenie o krátkodobosti súčasnej inflácie spočíva práve v poukazovaní na neprítomnosť systematických prvkov, ktoré by mali trendový charakter. Preto sú inflačné očakávania kľúčové a tie sú stále v blízkosti inflačného cieľa 2%. Či sa ich podarí udržať v jeho blízkosti spočíva v očakávaniach budúcej menovej politiky. Preto je zásadné aby menová politika ostala dôveryhodná, bez rýchlych a okamžitých reakcií na krátkodobé šoky.

Aktuálna signalizácia ECB komunikuje prísľub udržiavať úrokové sadzby nízke v dlhšom časovom období, minimálne však do ukončenia nákupov aktív (forward guidance). Odráža sa to aj na trhových očakávaniach, ktoré napriek otvorenému koncu programu APP v decembri 2021 predpokladali jeho ukončenie v polovici roka 2023 a prvé zvýšenie sadzieb až ku koncu roka 2023. Skoršie ukončenie programu a následný rast sadzieb je technicky možný, no v prípade výraznejších sekundárnych efektov a prítomnosti systematických prvkov inflácie v priebehu roka 2022 by komunikovaná postupnosť krokov sprísňovania menovej politiky mohla potrebnú menovo-politickú reakciu do určitej miery obmedzovať.

Menovo-politický prísľub tak môže predstavovať výzvu pre kredibilitu menovej politiky, pretože pri akejkoľvek známke trendovej zložky inflácie bude nutné “urobiť všetko čo treba pre zachovanie cenovej stability”. Pre výkon menovej politiky navyše bude v dôsledku vysokého verejného dlhu viac ako inokedy dôležitý jasný a dôveryhodný plán fiškálnej konsolidácie.

Záver

V prípade inflačných tlakov je potrebné identifikovať, či tlaky ktoré ju spôsobujú majú prechodný alebo dlhodobejší charakter. Zmeny relatívnych cien, ktorých sme dnes svedkami, zatiaľ neobsahujú trendovú zložku a inflačné očakávania sú ešte stále ukotvené v blízkosti 2%. Trendová zložka sa však môže objaviť tak z krátkodobých zdrojov, akými sú sekundárne efekty na trhu práce vo forme vyšších mzdových nárokov, alebo z dlhodobých zdrojov, akými sú znižujúci sa objem globálnej ponuky pracovných síl, nákladov zelenej transformácie, či kompenzácie očakávaného vyššieho daňového zaťaženia v dôsledku nutnej fiškálnej konsolidácie v budúcnosti.

V súvislosti s možným trvaním prechodne zvýšenej inflácie je dôležité sledovať, či poruchy, ktoré chápeme ako prechodné nemajú dlhodobejší charakter. Vznik druhotných efektov je funkciou času. V čase kedy sme vstupovali do Globálnej finančnej krízy v roku 2008 sme tiež chápali udalosti ako krátkodobé poruchy na trhu a nekonvenčné opatrenia menovej politiky prijímali ako dočasné. Vieme, že inflačné očakávania sú do veľkej miery dozadu hľadiace. Preto spoliehať sa na históriu pevne ukotvených inflačných očakávaní nie je na mieste.

V prípade, že sa potvrdí dlhodobejší charakter porúch na trhu, budeme za prítomnosti vysokého verejného dlhu schopní adekvátne reagovať na vzniknuté sekundárne efekty? Nachádzame sa v období nezanedbateľného rizika fiškálnej dominancie. To znamená, že za budúcu infláciu je do veľkej miery okrem dôveryhodnej menovej politiky zodpovedná aj uveriteľná a jasná fiškálna politika so zrozumiteľným plánom konsolidácie.

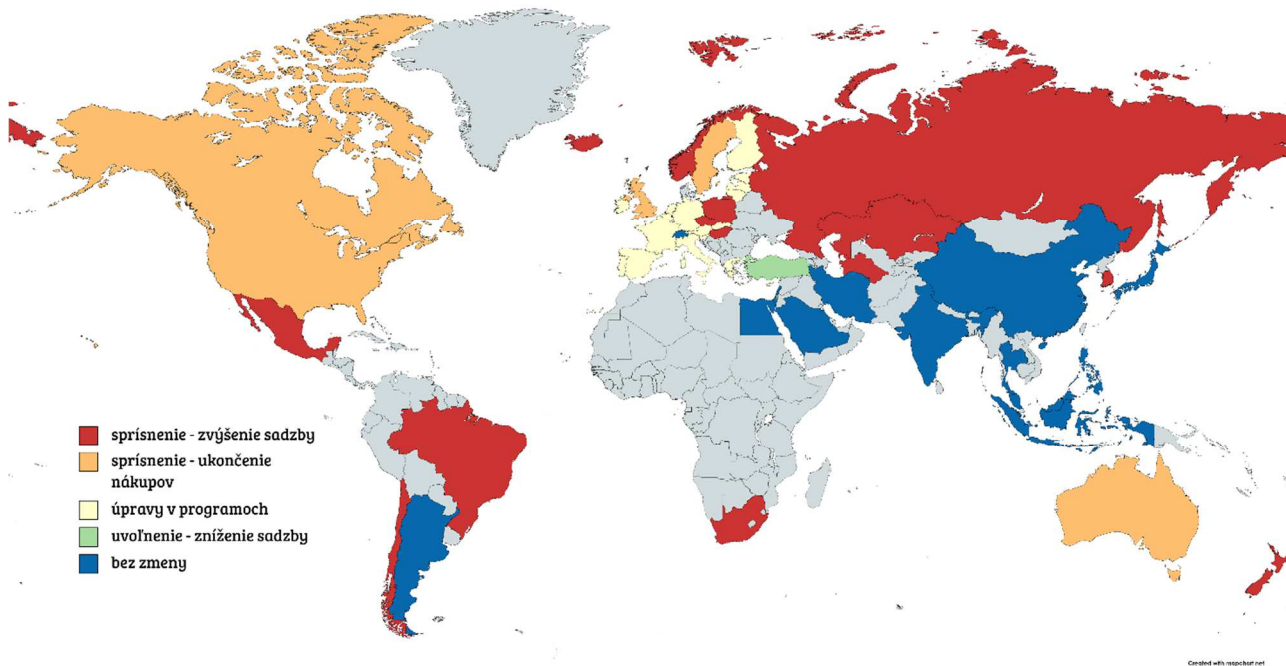
Strategická koordinácia menovej a fiškálnej politiky, jej jasná komunikácia a schopnosť včasne a rozhodne reagovať budú kľúčové pre udržanie cenovej stability v budúcnosti. To platí nielen pre výzvy post-pandemických trhových porúch a nerovnomerného oživenia, ale aj pre perzistentné inflačné tlaky, ktoré globálnu ekonomiku čakajú v dlhodobom horizonte.

Pavel Gertler, analytici@nbs.sk

Literatúra

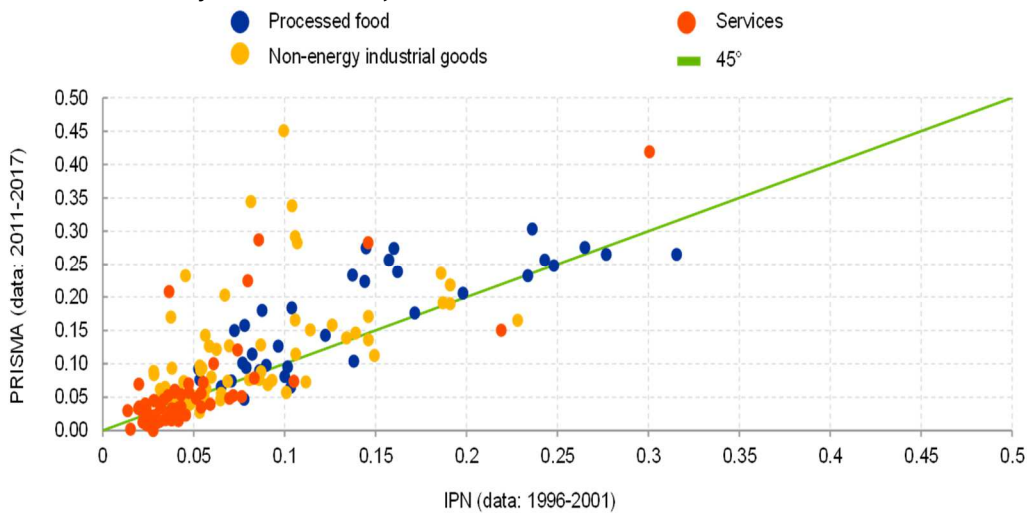
- Allen T. a kol. (2020): [Climate-related scenarios for financial stability assessment: an application to France](#), Working Paper Series, No 774, Banque de France.
- Andrle M., Bruha J. and Solmaz S. (2013): [Inflation and Output Co-movement in the Euro Area: Love at Second Sight?](#) CNB Working Paper 7/2013
- Benati L. (2008): [Investigating Inflation Persistence Across Monetary Regimes](#), Quarterly Journal of Economics, 123:3, August 2008, 1005 - 1060
- Budianto F., Lombardo G., Mojon B. and D. Rees (2021): [Global reflation?](#) BIS Bulletin no.43. July 2021
- Ciccarelli M. and Garcia J.A. (2021): [Expectation spillovers and the return of inflation](#). Economic Letters. Vol. 209 Forthcoming
- Cochrane J. (2019): [The Fiscal Roots of Inflation](#). NBER Working Paper 25811
- Cochrane J. (2021): [What Makes It Hard to Control Inflation](#). Chicago Booth Review. 3.novembra 2021
- Del Negro M., Lenza M., Primiceri G.E. a Tambalotti A. (2020): [What's up with the Phillips Curve?](#) NBER Working Paper 27003
- Delle Chiaie S., Ferrara L., Giannone D. (2021): [Common Factors of Commodity Prices](#). Journal of Applied Econometrics, Vol.36, No.6, tpb
- ECB (2021): ECB Strategic Review. [Climate change and monetary policy in the euro area](#). ECB Occasional Paper No 271
- Fischer F. (1983): [Supply Shocks, Wage Stickiness, and Accommodation](#), NBER Working Papers 1119, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Gautier E. a kol. (2021): [New Facts on Consumer Price Rigidity in the Euro Area](#). ECB Working Paper series. Forthcoming.
- Gomez-Pineda J.G., Julio J.M. a Roa-Rozo J. (2021): [The 2021 surge in inflation: A look at sticky prices](#). VoxEU. 28.november 2021
- Goodfriend M. (2007): [How the world achieved consensus on monetary policy](#). NBER Working Paper 13580
- Goodhart Ch., Pradhan M. (2020): [The Great Demographic Reversal](#). Palgrave Macmillan.
- Hajnovič F., Zeman J., Žilinský J.: [Fiškálny priestor eurozóny](#). NBS WP 5/2012.
- Horvath M. (2021): [Pôjdu úrokové sadzby hore aj u nás?](#) Blog NBS. 12.októbra 2021
- IMF (2021a): [World Economic Outlook](#). Recovery During a Pandemic.
- IMF (2021b): [Fiscal Monitor Database of Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic](#).
- Jonckheere J., Saks Y. (2019): [Low wage growth in the euro area: main conclusions from an ESCB Wage Expert Group with a focus on Belgium](#). NBB Economic Review. December 2019.
- Jørgensen, P.L, Lansing K.J. (2021): [Anchored Inflation Expectations and the Slope of the Phillips Curve](#). FRB San Francisco Working Paper 2019-27.
- Lane Ph.R. (2021): [Inflation in the short term and in the medium term](#). Speech at the ECB Conference on Money Markets. 8. novembra 2021.
- Mian A., Sufi A. a Straub L. (2021): [What explains the decline in r*? Rising income inequality versus demographic shifts](#). University of Chicago, Becker Friedman Institute for Economics Working Paper No. 2021-104
- Nickel C, Bobeica E., Koester G., Lis E., and M. Porqueddu (2019), [Understanding low wage growth in the euro area and European countries](#), ECB Occasional Paper, No. 232
- OECD (2012): [Reducing Income Inequality While Boosting Economic Growth: Can it be Done?](#) Going for Growth
- Ostry J.D, Berg A.G a Tsangarides Ch.G. (2014): [Redistribution, Inequality, and Growth](#), IMF Staff Discussion Note 14/02
- Rud J.B. (2021): [Why Do We Think That Inflation Expectations Matter for Inflation? \(And Should We?\)](#). Finance and Economics Discussion Series 2021-062. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System
- Rusticelli E. Turner D. a Cavalleri M. C. (2015): [Incorporating anchored inflation expectations in the Phillips Curve and in the derivation of OECD measures of equilibrium unemployment](#). OECD Working Papers No. 1231.

Obrázok A1: Zmeny nastavenia menovej politiky vo svete



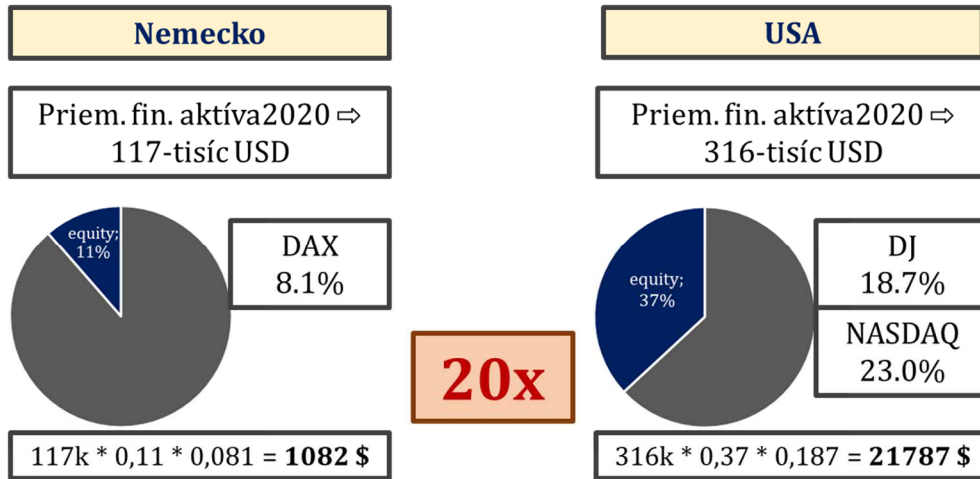
Zdroj: Vlastné spracovanie na základe <https://mapchart.net/world.html>

Obrázok A2: Ceny sa menia častejšie



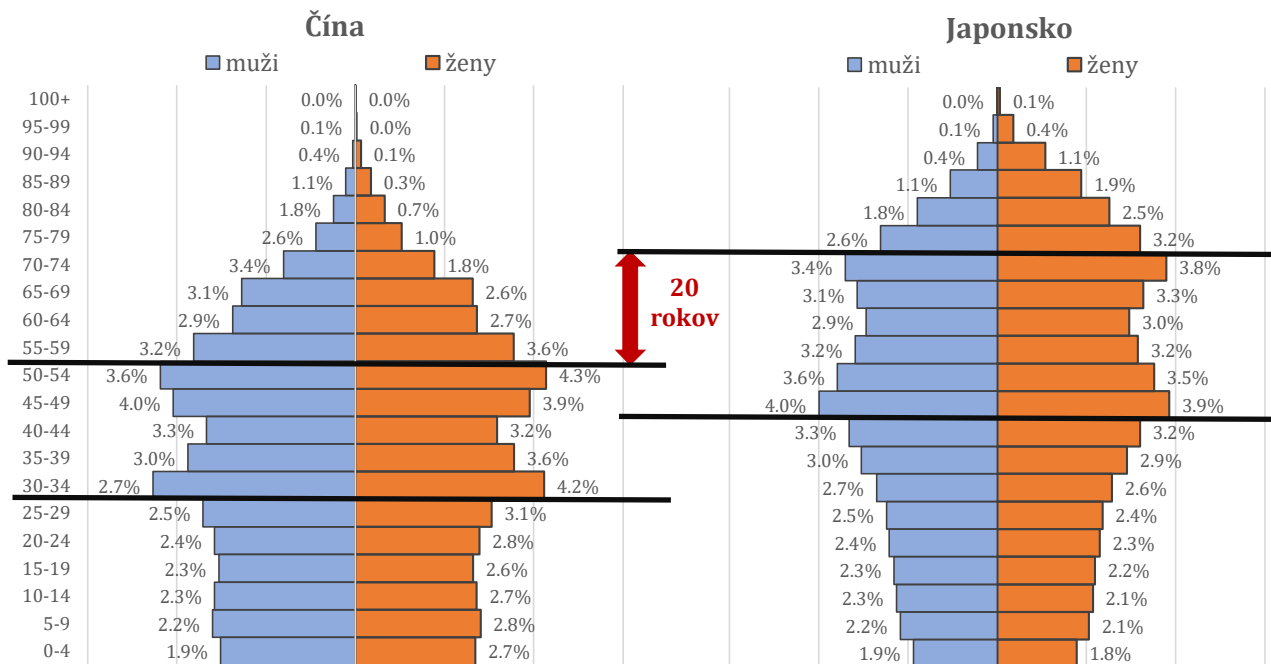
Zdroj: Gautier a kol. (2021), "New Facts on Consumer Price Rigidity in the Euro Area", Working Paper Series, ECB

Obrázok A3: Rozdielna štruktúra finančných aktív domácností v Nemecku a USA



Zdroj: OECD a vlastné spracovanie.

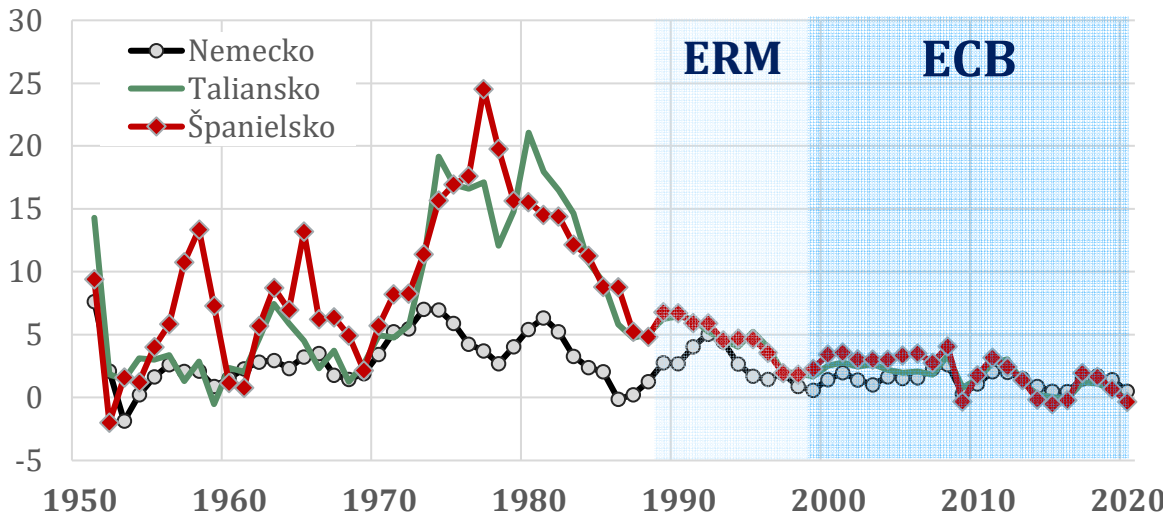
Obrázok A4: Úbytok produktívneho obyvateľstva v Číne je podobný Japonsku koncom 90-tych rokov.



Poznámka: Obdobná štruktúra demografického stromu v Číne a Japonsku posunutá o 20 rokov.

Zdroj: PopulationPyramid.net

Obrázok A5: Historická paralela rôznej menovej politiky pri rovnakom charaktere šokov (medziročná inflácia)



Poznámka: Na obdobné ponukové šoky, ktoré európske ekonomiky zažili v 70-tych rokoch 20. storočia, reagovali centrálné banky Španielska, Talianska a Nemecka rôzne.

Zdroj: Macrobond, vlastné spracovanie.