

## Na vyššie úroky v eurozóne si ešte počkáme

Základná úroková sadzba Európskej centrálnej banky je na nízkych úrovniach už vyše pol roka. Trhový účastníci sa „pomaly začínajú zaujímať“ o budúci vývoj sadzieb. V tejto súvislosti, neočakávame ďalšie znižovanie sadzieb v eurozóne. Bol by to odkaz ECB investorom, čo si menová autorita skutočne myslí o ekonomike eurozóny a jej perspektíve v strednodobom horizonte. Dôsledky by boli katastrofálne, najmä pre akciový trh. Aj keď pád eura by pomohol európskym exportným firmám. Otázkou tak podľa nás zostáva, kedy sa začnú sadzby zvyšovať. Pripomeňme, že v poslednej recesii v prvej polovici nultých rokov boli sadzby v eurozóne na dne dva a pol roka.

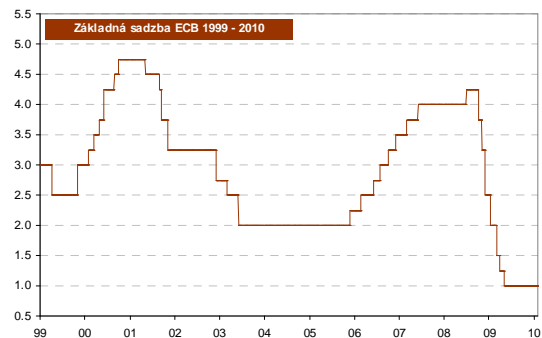
Skoré zvyšovanie sadzieb neočakávame, a to minimálne zo šiestich dôvodov. Po prvé, nevieme si dosť dobre predstaviť zmysel súbežnej expanzívnej fiškálnej a reštriktívnej menovej politiky. Vlády stimulujú vnútorný investičný a spotrebný dopyt viacerými opatreniami, či už zvýšenými verejnými výdavkami alebo ojedinele úľavami na daniach, ale napríklad aj garanciami za rizikové odvetvia, projekty, subjekty. Spoločným menovateľom je zvýšenie čistých verejných výdavkov na úkor budúcich generácií, tvorba verejného dlhu. Podľa projekcií Európskej komisie vzrastie hrubý verejný dlh eurozóny v rokoch 2007 až 2011 zo 66% na 88%, tzn. o 22 percentuálnych bodov. Najviac by mal vzrásť v Írsku, o 71 percentuálnych bodov a najvyššia hodnota, ktorú by mal v roku 2011 dosiahnuť, 135% HDP, sa prisudzuje Grécku. Ešte v roku 2011 by mal rásť podiel dlhu na HDP vo všetkých krajinách eurozóny a z krajín EÚ by nemal rásť len v Dánsku, Bulharsku a Maďarsku. Deficit verejného rozpočtu pod 3% by malo v rokoch 2007 až 2011 splniť len Bulharsko a hodnoty blízke tomuto cieľu by malo dosiahnuť v roku 2011 aj Estónsko a Švédsko. A teda žiadna krajina eurozóny. Stimulácia prostredníctvom verejných zdrojov by teda mala pokračovať. V tejto situácii zvyšovať sadzby by bolo paradoxné. Pre doplnenie, fiškálna stimulácia častí eurozóny pri reštriktívnej menovej politike, tak ako sme to videli aj v minulosti je možná. Jednoducho existujú krajiny (napríklad Taliansko), pre ktoré je nastavenie sadzieb (pre celú eurozónu) príliš vysoké a kompenzujú to zvýšenými verejnými výdavkami. Chceli by sme ďalej povedať, že kontrola plnenia kritérií Paktu stability a rastu mierne znižuje bezbrehé explicitné a implicitné zadlžovanie členských krajín Európskej únie, ktoré sa v systéme čierneho pasažierstva Únie a eurozóny priam ponúka, ale príklad Grécka naznačuje, že by sme pravdu nemali. (Tento problém je tak široký, že sa mu budeme venovať v niektorom z nasledujúcich komentárov.)

Po druhé, v situácii mohutného verejného zadlženia by sa náklady na obsluhu verejného dlhu pri zvyšovaní sadzieb začali okamžite zvyšovať. A to nielen pri krátkych splatnostiach. Tento problém je znásobený aj tým, že práve krajiny s vysokým verejným dlhom sú pre investorov rizikovejšie a majú vyššie prirážky oproti bezpečnejším, povedzme nemeckým, dlhopisom.

Po tretie, fundament eurozóny je slabý. Momentálne je ekonomika eurozóny z „najhoršieho vonku“, čo potvrdzujú nielen tzv. mäkké ukazovatele (dôvera, očakávania), ale aj reálne, tzv. tvrdé dáta. A to nielen na medziročnej úrovni, ktorá je ovplyvnená bazickým efektom. Oživenie je však len veľmi krehké. Navyše, ekonomika eurozóny je otvorenou ekonomikou, s vysokým podielom exportu a importu na HDP. Oživenie tu spravidla začína exportom. Podľa databáz a prognóz MMF za posledných 25 rokov, v každom jednom roku rast svetového obchodu bol vyšší ako rast svetového hospodárstva, okrem roku 2001, 2008, 2009 a – aj roku 2010. To znamená, že optimizmus ohľadom rastu svetovej ekonomiky sa nemusí automaticky preniesť do optimizmu ohľadom exportu z eurozóny a následne ohľadom rastu jej ekonomiky. Iste, sú to len prognózy jednej inštitúcie, ale majú podľa nás reálny základ, keďže niektoré vlády, najmä v Číne a Indii, preukázateľne nahradiť časť výpadku zahraničného dopytu dopytom vnútorným tak, že neohrozili svoju vlastnú obchodnú bilanciu. Ďalej, trh práce je slabý.

V eurozóne pracuje približne 140 miliónov ľudí a za posledný rok prácu stratili takmer 4 milióny (práve pred rokom bol počet zamestnaných najvyšší). V USA od vrcholu na konci roka 2007 stratilo práce vyše 7 mil. ľudí a teraz tam pracuje približne 130 mil. ľudí. A to pri vyššej nezávislosti od zahraničného dopytu a vyššej miere menovej a fiškálnej stimulácie. Zamestnanosť je tak pravdepodobne nadmerná a bude neefektívne zaťažovať rozpočty firiem či verejných inštitúcií. A napokon, úverový trh, ostro sledovaný centrálnou bankou, je taktiež veľmi slabý. Objem úverov (podľa porovnania ukazovateľov peňažnej zásoby M2 a M3) v roku 2009 prvýkrát, minimálne za posledných 40 rokov, medziročne klesal.

Štvrtým dôvodom je slabosť práve tých členov eurozóny, ktorých ekonomiky sú málo konkurencieschopné a zvyšovanie sadzieb by ju ešte potlačilo. Hovoríme najmä o juhoeurópskych krajinách – Grécko, Taliansko, Španielsko a Portugalsko, ktoré historicky stimulovali svoje ekonomiky oslabovaním svojich národných mien (tejto téme sa budeme venovať zvlášť v niektorom z najbližších komentárov).



Piatym dôvodom je menové riziko. Z dlhodobého hľadiska je ECB v zajatí vlastnej pasce – explicitné inflačné ciele (na úrovni 2%) z nej robí dôveryhodného partnera a z eura ďalšiu devízu – rezervnú menu, čím euro postupne a dlhodobou posilňuje a oslabuje menej konkurencieschopné exportné odvetvia a oblasti. Mimo chodcom, v tomto kontexte máme podozrenia, že aktuálne problémy s Gréckom nechávajú establishmenty Grécka a Európskej únie „vyhŕňvať“, aby udržali euro na slabších, konkurencieschopnejších úrovniach. Máme za to, že eurozóna nebude chcieť zvýšiť úroky skôr ako tak urobí americká „konkurenčná“ menová oblasť, ktorá síce zažíva tiež oživenie, ale fundament je tiež krehký.

Šiestym dôvodom je nadmerný bankový sektor. Kým v USA tvorí podiel štvrtej bilančnej sumy všetkých komerčných bánk približne tri štvrtiny ročného HDP krajiny, v eurozóne (a aj v Británii či na Islande) sú banky oveľa väčšie. V Nemecku a v Taliansku majú spoločnú bilančnú sumu vyššiu ako ročné HDP materskej krajiny už dve najväčšie banky, pri Francúzsku „stačí na vľazstvo“ dokonca len jedna banka. Vyššie úrokové prostredie by pri neadekvátnej odozve na aktívnej strane ich bilancie (slabé objemy nových úverov, nízke výnosy dlhopisov v bankovom portfóliu) znamenalo zdraženie zdrojov a zníženie ziskov „ťažko kúšaného“ sektora.

Naopak, existujú minimálne štyri relevantné dôvody pre zvýšenie sadzieb už v blízkej budúcnosti a sú vlastne rizikom prognózy.

Jedným z nich je zvyšujúca sa cena komodít, najmä ropy, ktorá zvýšila infláciu v eurozóne. Podľa čerstvých skúseností ECB zvýšila sadzby aj napriek riziku ďalšieho hospodárskeho poklesu (v júli 2008). Na druhej strane, hoci je produkcia najmä energetických surovín monopolizovaná a podlieha špekuláciám, s veľkou pravdepodobnosťou nebude tendencia rýchlym rastom cien týchto surovín zadusiť krehký svetový hospodársky rast. Po druhé, príliš silné oslabenie eura voči doláru by pri určitých podmienkach (napríklad pri súbežnom raste cien ropy) zvýšil ceny dovážaných tovarov a zvýšil infláciu. Toto je však nepravdepodobné, muselo by dôjsť k veľmi silnému posilneniu dolára. Po tretie, sadzby na nízkych úrovniach „znehodnocujú“ zdravú rizikovú averziu na trhu a podnecujú špekulácie, tvorbu bublín s dlhodobou zhubným účinkom. A napokon, Rada Guvernérov ECB by mohla vyhodnotiť makroprostredie ako vhodné na zvyšovanie sadzieb. Nebolo by to prvýkrát, kedy urobila centrálna banka zlé rozhodnutie.

Zhrnúc všetky vyššie uvedené argumenty, neočakávame, že inflácia bude tohto roku témou. Do konca roku 2010 zvyšovanie sadzieb v eurozóne neočakávame.

**Richard Tóth**  
Hlavný ekonóm.

**Kontakt:** Richard Tóth, Hlavný ekonóm. Tel. +421 2 3226 6661. Fax: +421 2 3226 6910.  
E-mail: [research@privatbanka.sk](mailto:research@privatbanka.sk), [toth@privatbanka.sk](mailto:toth@privatbanka.sk). Web: [www.privatbanka.sk](http://www.privatbanka.sk).

**Upozornenie:** Vyjadrené názory a pohľady sú stanoviskom autora v čase písania správy. Táto správa vyjadruje len všeobecné stanovisko. Žiadna informácia alebo názor nepredstavuje ponuku na nákup alebo predaj cenného papiera alebo iného finančného nástroja. Správa nie je určená na poskytovanie osobného investičného poradenstva a neberie do úvahy špecifické investičné ciele, finančnú situáciu a osobné záujmy kohokoľvek, kto by mohol túto správu prijať. Hoci sú informácie v správe považované za spoľahlivé, nie je možné zaručiť ich správnosť. Právo meniť akúkoľvek formuláciu kedykoľvek a bez upozornenia vopred je vyhradené. Hodnota cenného papiera alebo iného finančného aktíva a príslušného výnosu môže stúpať alebo klesať a návratnosť investície nie je zaručená. Výkonnosť cenného papiera alebo iného fin. nástroja v minulosti nie je zárukou alebo indikátorom výkonnosti v budúcnosti. Investície na trhoch rýchlo sa rozvíjajúcich krajín sú spravidla kvôli vyššej politickej a ekonomickej nestabilite a nerozvinutému trhu a systému rizikovejšie. Zmeny výmenných kurzov a daňový režim vplyvajú na hodnotu, cenu alebo výnos cenného papiera alebo iného finančného nástroja.