

KOMENTÁR

6. decembra 2022

Ťažké časy s infláciou neodchádzajú

Na úvod sa ospravedlňujem za dĺžku komentára aj za jeho komplikovanosť, ale nejde to kratšie a jednoduchšie, ak nechcem ísť len po povrchu problému.

Už viac ako rok a pol, od marca 2021, sa boríme s vysokou infláciou po celom svete. Niektoré centrálné banky na ňu zareagovali už v lete roku 2021 (napríklad česká, juhokórejská či nórska), ale dve najväčšie centrálné banky sveta (americký FED a ECB) si dali „načas“ a zareagovali až marci a júli tohto roku. Ich reakcia odvtedy ale bola a aj je veľmi prudká, prudšia ako reakcie dvoch o málo menších sestier – čínskej a japonskej centrálnej banky.

Za pár mesiacov od marca zvyšoval FED sadzby už 6 krát, spolu o 3.75 percentuálnych bodov na dnešných 4.00%. ECB od júla trikrát, spolu o 2 percentuálne body na 2.00%. Japonsko sadzby nemenilo, Čína dokonca mierne znižovala.

Menej viditeľné je masívne sťahovanie peňazí z obehu cez kvantitatívne uťahovanie. Od začiatku roku 2022 znížil FED svoju bilančnú sumu o 3.5 percentuálneho bodu na HDP z 37.5% HDP na 34% HDP, ECB o 5 bodov zo 70% HDP na 65% HDP a Japonsko o 4 body zo 134% HDP na 130% HDP. Japonsko sa zameralo len na kvantitatívne uťahovanie, lebo úrokové sadzby zvyšovať nemôže - okamžite by tým zvýšilo výnosy na dlhopisoch a riskovalo by, že obrovský verejný dlh na úrovni vyše 260% HDP by sa stal postupne nezvládnuteľným.

Prečo je reakcia centrálnych bánk tak silná? Dokedy budú banky sprísňovať podmienky a čo bude potom?

Hoci sa nám to zdá už pridlho, hlavné sprísňovanie menovej politiky trvá v USA len od marca, v eurozóne dokonca len od júla. To je v USA osem mesiacov a v eurozóne len štyri. Normálny cyklus zvyšovania úrokových sadzieb pritom trvá zvyčajne dva až tri roky. S touto perspektívou by sme boli v podstate len na začiatku sprísňovania.

Na druhej strane je reštrikcia extrémne silná. Zvýšenie sadzieb až o 0.75 percentuálneho bodu na jednom zasadnutí bolo v USA naposledy v roku 1994, v Nemecku v roku 1991. Ak zoberieme kumulatívny vývoj sadzieb povedzme za posledný rok, takú silnú

vlnu zvyšovania sadzieb sme mali v USA naposledy v roku 1981 a v Nemecku dokonca v roku 1971. Pritom sa dnes navyše uťahuje nielen úrokovými sadzbami, ale aj kvantitatívne, čo v minulosti nebolo.

Sprísňovanie je enormné a je to tak aj správne. A už vidno aj výsledky.

Hoci vo všeobecnosti všetky (čisté) peniaze v ekonomike pochádzajú z práce (ostatné príjmy sú len derivátom minulých alebo budúcich pracovných príjmov), centrálné banky prakticky nesledujú len mzdy, ale aj úvery. Príliš rýchly rast miezd a úverov robí centrálnym bankárom starosti rovnako ako ich príliš pomalý rast.

Aktuálny objem hypoték v USA je 12.2 bil. USD a v 2Q 2022 rástli medziročne o 7.9%. To je privysoké číslo, normálny rast by mal byť podobný rovnovážnemu nominálnemu rastu HDP, a teda okolo 3 - 4%. Dnešný vysoký rast tak znamená, že do ekonomiky USA priteklo v prepočte na rok aspoň o 500 mld. USD (2% HDP) viac ako by bolo normálne a rovnovážne. Tieto peniaze sú navyše, nadmerne stimulujú domáci dopyt a vedú k vyššej inflácii.

Údaje o hypoúveroch za 3Q ešte nemáme, ale korekcia na trhu nehnuteľností je už zjavná. Priemerná 15 ročná úroková sadzba na hypotéku bola ešte na začiatku roka na úrovni cca 2.50%, teraz je na 5.90%. Ceny nehnuteľností nielenže prestali medzimesačne rásť, ale od júla klesajú.

To, čo potrebujeme vidieť, je spomalenie rastu hypotekárnych úverov tak, aby sa netvorila bublina a nadmerná spotreba. Už teraz evidujeme pokles nových žiadostí o hypotéky a aj aj mierny rast problematických úverov. Hypotekárny trh sa ochladzuje, čo je vítané. Ale kolaps je neželaný, napokon ľudia potrebujú bývať.

V USA rastú prirýchlo aj spotrebné úvery. V 2Q 2022 boli na úrovni 4.6 bil. USD a medziročne vzrástli o 7.5%. Ak by vzrástli len normálne o 4%, bolo by ich v prepočte na celý rok o 160 mld. USD (0.6% HDP) menej. Najbližšie číslo za 3Q bude zverejnené v decembri a nasledujúce za 4Q 2022, ktoré by malo potvrdzovať trend, bude rovnako ako pri hypoúveroch

zverejnené až v marci 2023. Zatiaľ je to pre FED dôvod pre pokračovanie prísnej menovej politiky.

Ďalej, v USA sa v tomto roku v súkromnom sektore vyplatia mzdy za približne 10 bil. USD. V októbri rástli medziročne o 4.7%, normálny rast je okolo 3 - 4%. Ak by bol takýto rast miezd po celý rok, do ekonomiky príde navyše viac ako 100 mld. USD. Toto nie je až také vysoké číslo, ale na druhej strane tu hrozí riziko špirálovitého zrýchlenia rastu miezd. Lebo nezamestnanosť je nízka, zamestnanci na pracovnom trhu chýbajú a firmy si musia konkurovať mzdami. Aby mohla byť centrálna banka pokojná, potrebuje vidieť medzimesačný rast miezd na úrovni okolo 0.2 – 0.3%. Posledné číslo je 0.6%, to je raz také tempo aké potrebujeme. Toto je veľmi vážne a je to pre FED v podstate postačujúca podmienka, aby došlo ešte k prísňovaniu menovej politiky.

A napokon, výrazne klesla miera úspor. Normálne americké domácnosti ušetria okolo 7% disponibilného príjmu, a posledné číslo za október 2022 je na úrovni 2.3%, len tesne od historického minima z roku 2005 na úrovni 2.1%. Americké domácnosti nešetria a teda uprednostňujú dnešnú spotrebu na úkor budúcej. Ak je aktuálny ročný disponibilný príjem takmer 19 bil. USD, potom sa neusporí a teda použije na spotrebu v prepočte na rok dodatočných povedzme 950 mld. USD. Toto musí centrálnu banku veľmi znepokojovať.

Len hypotekárne úvery, spotrebné úvery, mzdy a nedostatočné úspory spolu tvoria teraz v ročnom vyjadrení dodatočný stimul do americkej ekonomiky vo výške asi 1.7 bil USD alebo takmer 7% HDP. To je obrovská sila, ktorá umelo zvyšuje domácu spotrebu, čo vidíme napríklad na nadmernom maloobchode.

A aby to nebolo také jednoduché, ak chceme znížiť cenu tovaru alebo služby, potom pri klesajúcom dopyte musí ponuka klesať pomalšie ako dopyt, lebo potom tlak na vysokú cenu zostáva. Priemyselná produkcia v USA spomaľuje, pričom indikátory jej budúceho vývoja (napríklad indexy dôvery PMI, ISM) sú v negatívnom teritóriu. Znižuje sa aj dovoz tovarov. A to môže vytvoriť v budúcnosti takú slabú ponuku, že nebude stačiť pokryť ani klesajúci dopyt. Tlak na rast cien sa môže obnoviť.

Boj FEDu je oprávnený silný. Netreba ale zabudnúť, že každé zvyšovanie sadzieb pôsobí s určitým oneskorením a už dnešné zvyšovanie sadzieb „zaberá“. Tak ako keď si dáme tabletku proti teplote, ale ešte neúčinkuje, ale vieme, že o chvíľu účinkovať bude a ďalšiu tabletku si nezoberieme. A zároveň

platí, že s každým ďalším zvyšovaním úrokových sadzieb sme bližšie ku koncu cyklu zvyšovania sadzieb. Aktuálne sme v USA na 4 percentách a koniec je blízko. Predpokladáme ešte dve zvyšovania sadzieb v horizonte pár najbližších mesiacov na celkových 4.75 – 5.00%. Absolútne kľúčovým bude ale trh práce, konkrétne FED bude chcieť vidieť aspoň malý rast miery nezamestnanosti nad 4%, aby bol presvedčený, že tempo rastu miezd sa zníži.

Už teraz (od júna) spomaľuje nielen celková spotrebiteľská inflácia, ale prvá lastovička sa vyskytla aj v jadrovej inflácii – v októbri vzrástla medzimesačne o necelých 0.3%, čo je síce stále príliš veľa, ale je to najmenej od septembra 2021. Jadrová inflácia je bez potravín a energií (externých globálnych faktorov) a lepšie vystihuje vnútornú inflačnú dynamiku v ekonomike. Celková inflácia bola v októbri medziročne na 7.7%, jadrová bola najvyššie v septembri 2022 na 6.6% a októbri klesla na 6.3%.

V eurozóne je celková inflácia vyššia, v novembri bola na 10%, kde klesla z októbrového historického maxima 10.6%. Jadrová inflácia bola v novembri na 5% rovnako ako v predchádzajúcom mesiaci.

Kým v USA je rozdiel medzi vyššou celkovou infláciou a nižšou jadrovou infláciou len 1.4 percentuálneho bodu, v eurozóne je veľmi vysoký, aktuálne je celková inflácia vyššia o 5 percentuálnych bodov (10% celková vs. 5% jadrová). Inflácia v eurozóne je ťahaná hlavne vysokými cenami energií, ktoré sú započítané v celkovej inflácii, ale v jadrovej nie.

Pre každú centrálnu banku je dôležité sledovať najmä jadrovú infláciu, lebo tá odráža stav ekonomiky, ktorú má centrálna banka „pod palcom“. Ale musí sledovať aj celkovú infláciu, lebo hoci tá odráža celosvetové vplyvy, na ktoré centrálna banka nemá dosah, pri mzdových rokovaniach sa pozerá na celkovú infláciu. A to už by malo banku zaujímať.

V novembri rástli nominálne mzdy v Nemecku o 1.8% (vrátane bonusov o 2%), čo ECB nemôže znepokojovať, na druhej strane ale mzdy v inzerovaných nových pracovných ponukách rastú až o 7.1%. Vo Francúzsku v 3Q rástli celkové mzdy o 3.7%, inzerované nové pracovné miesta o 5%. V Taliansku v septembri rástli mzdy o 1.1%, ale v inzerátoch o 4.2%. V každom štáte je to inak, ale vo všeobecnosti najviac rastú mzdy upratovania, prípravy

jedla a obsluhy, vodičov, ošetrovateľov a zamestnancov v komunitných a sociálnych službách (psychológovia, fitness tréneri a pod.).

Veľká väčšina miezd rastie v Nemecku a v Taliansku pomaly a nie je dôvodom pre ECB aby konala. Vo Francúzsku je ale vývoj horší. A navyše, vo všetkých troch krajinách je nezamestnanosť na veľmi nízkej úrovni, a teda chýba konkurencia na pracovnom trhu. To môže viesť k všeobecnému rastu nominálnych miezd. A hlavne v eurozóne reálna mzda (nominálna mzda mínus spotrebiteľská inflácia) neustále mohutne klesá (viac ako v USA) a vytvára tlak zo strany zamestnancov na rast nominálnych miezd.

Úvery na bývanie rástli v októbri v eurozóne medziročne o 5.4%, čo je pomalšie ako v septembri (5.7%). Úvery spomaľujú už od júna, kedy dosiahli vrchol na úrovni 5.9%. Priemerné úrokové sadzby na celkové úvery na bývanie v eurozóne sa postupne zvyšujú, od začiatku roka 2022 z 1.61% na októbrových 1.78%, keď priemerné úrokové sadzby na nové úvery sa zvýšili za toto obdobie o 1.3 percentuálneho bodu z 1.34% na 2.61% a sú najvyššie od roku 2014. V eurozóne rastú hypotekárne sadzby pomalšie ako v USA, na druhej strane trh nehnuteľností tu bol v porovnaní s americkým menej prehriaty. Ceny nehnuteľností máme k dispozícii zatiaľ za 2Q 2022, medziročne rástli o 9.3%, v 1Q to bolo 9.8%.

Reálny maloobchodný predaj v eurozóne v októbri vzrástol oproti septembru o 2.2%, čo je najnižšie číslo za tento mesiac od roku 2019. Medziročne klesol o 2.7%, čo je jedno z najhorších čísel v histórii eurozóny. Dopytové tlaky v tovaroch sa uvoľňujú.

Ani v eurozóne nie sme ešte na konci cyklu zvyšovania sadzieb, ale zároveň už nie sme ďaleko od jeho konca. Hospodárstvo eurozóny už brzdí: reálne mzdy klesajú, trh nehnuteľností spomaľuje, slabý maloobchodný predaj naznačuje, že dopyt domácností slabne, napätie v medzinárodných dodávateľsko – odberateľských vzťahoch je už takmer minulosťou, ceny medzinárodnej prepravy klesajú k predkoronakrizovým úrovniam a hlavne – ceny energií sa stabilizujú či dokonca klesajú. Úspory európskych domácností sú v poriadku, nepredstavujú riziko pre zníženie dopytu v budúcnosti.

Začínajú sa uvoľňovať producentské ceny, nasledovať budú celkové spotrebiteľské ceny a potom aj jadrové spotrebiteľské ceny. ECB by mala spomaliť tempo sprisňovania menovej politiky vrátane kvantitatívneho

uťahovania. Teraz počítame s ešte dvomi tromi zvyšovaniami sadzieb na 2.50 – 3.00%.

Samozrejme, že premenných je v eurozóne tu veľa, ale kým sa neuskutočnia, nevieme ich do prognózy zapracovať. Za najväčšie riziká patrí nekontrolovateľné rozšírenie vojny na Ukrajinu vrátane (aj kybernetických) útokov na západnú infraštruktúru, rozšírenie lockdownov v čínskych výrobných centrách kvôli nulovej tolerancii vedenia krajiny voči covidu (prístup čínskeho vedenia sa, zdá sa, mení) či vojenská agresia Číny voči Taiwanu.

Doterajšie zvyšovanie úrokových sadzieb prinieslo zvýšenie výnosov všetkých dlhopisov a hlavne s krátkou dobou splatnosti, zvýšenie kreditných prírážok na podnikových dlhopisoch, zníženie cien akcií, zníženie cien komodít a posilnenie bezpečných mien okrem japonského jenu.

Otázka teraz znie: dokedy budú vysoké úrokové sadzby? Ako na to zareagujú dlhopisy, akcie, komodity a meny?

Niektorí analytici vinia za súčasnú vysokú infláciu príliš veľké množstvo peňazí v obehu, ktoré sa má pretavovať do vyššej inflácie. Toto počujeme v podstate už od roku 2008, kedy začali centrálné banky kvantitatívne uvoľňovať. Je to ale pravda len z časti - nie je dôležité len množstvo peňazí v obehu, ale aj rýchlosť ich obehu¹.

V americkej ekonomike postupne od roku 2000 klesá rýchlosť obehu peňazí, tento trend je dlhodobý. Hoci rastie peňažná masa, peniaze sa používajú čoraz pomalšie (rozumej s jedným dolárom sa urobí v priebehu roka menej transakcií) a tak ani veľká peňažná masa nespôsobovala inflačné tlaky. To sa dialo až do prvého štvrťroku 2020. Potom sa to zmenilo.

Počas koronakrízy na jar 2020 rýchlosť obehu peňazí prudko klesla, ale na druhej strane začala americká centrálna banka mohutne stimulovať a množstvo peňazí v obehu prudko vzrástlo. Nové peniaze ani nebolo kde míňať. Lebo najprv boli obchody okrem potravín zatvorené a neskôr, v roku 2021, keď už boli otvorené, boli celosvetové problémy v dodávateľsko – odberateľských vzťahoch a spotrebiteľia sa k svojim tovarom nedostali. Tlak na rast cien tovarov sa zvyšoval. Masa peňazí na jednej strane sa tak pri obmedzenej ponuke tovarov pretavila do vyššej ceny týchto tovarov. Bola to vlastne akási celosvetová miernejšia obdoba Venezuely.

Až do konca roku 2021 rástlo množstvo peňazí v obehu kráť rýchlosť obehu (po zohľadnení rýchlosti obehu) rýchlejšie než bola ekonomika schopná absorbovať, jednoducho rýchlejšie než HDP. Od prvého štvrtroku 2022 sa podarilo nastoliť základnú rovnováhu. Na jednej strane sa spomalil rast objemu peňazí a na druhej strane vzrástlo nominálne HDP – jednak kvôli vyššej inflácii a aj kvôli tomu, lebo napätie v dodávateľsko – odberateľských vzťahoch kleslo a teraz sa už spotrebitelia sa k svojim tovarom dostanú. Jednoducho, naakumulovanú bublinu v podobe obrovskej masy peňazí teraz požiera vysoká inflácia a teda nastal základný predpoklad, aby mohla vôbec inflácia v budúcnosti klesať.

Aby sme sa ale s infláciou dostali na nižšie hodnoty, bude to ešte vyžadovať nejaký čas. Potrebujeme stlačiť tvorbu nových peňazí tak, aby pri zohľadnení rýchlosti zodpovedala normálnemu vývoju HDP bez vysokej inflácie. Tento proces trvať pri súčasnom tempe znižovania peňažnej zásoby približne ešte rok. Takto sa nebudú tvoriť prebytky peňazí a vytvorí sa zásadná makroekonomická rovnováha. Jednoducho povedané, asi rok bude trvať, kým splasne celá peňažná bublina.

Z toho vyplývajú dve veci: inflácia v USA už klesá, ale spomaľovať bude len postupne. Prudký pokles inflácie je nepravdepodobný a už vôbec nie je pravdepodobný pokles inflácie do záporných hodnôt, do deflácie. A druhá vec: primerane k tomuto vývoju by mala reagovať aj centrálna banka, FED sa nemá so znižovaním sadzieb kde ponáhľať.

Ako asi teda bude uvažovať FED?

Podľa samotného vyjadrenia americkej centrálnej banky je dlhodobá rovnovážna sadzba pre tamojšiu ekonomiku na úrovni 2.5%. Teraz je FED Funds na úrovni 4.00%, a preto už dnešné sadzby sú z pohľadu FEDu reštriktívne, napokon inflácia už brzdí. Mnohé časti americkej ekonomiky korigujú, ale FED bude chcieť vidieť ešte mierny rast nezamestnanosti a aj rast miery úspor domácností. Nezamestnanosť preto, aby sa odstránili tlaky na nadmerný rast miezd a úspory preto, aby sa odstránila dnešná nadmerná spotreba domácností. Kým toto neuvidí, bude sadzby ešte zvyšovať, ale blížime sa ku koncu zvyšovania sadzieb. Dočkáme sa pravdepodobne už len jedného či dvoch zvyšovaní sadzieb a potom bude FED čakať na výsledok jeho menovej politiky, sadzby nebude hneď znižovať. Medzitým bude stále opatrne kvantitatívne

uťahovať. V druhej polovici roka už budú vytvorené podmienky na to, aby sa sadzby mohli začať znižovať.

Zároveň ale nie je vylúčená „volatilita“ FEDu, keď bude v krátkom období hýbať sadzbami hore a dole tak aby dosiahol svoj inflačný cieľ pri čo najmenších nákladoch na hospodárskom raste, čo bolo naposledy v 90. rokoch minulého storočia (potom už FED operoval len v cykloch – cyklus zvyšovania sadzieb striedal cyklus držania sadzieb a následne cyklus poklesu sadzieb a tak dookola).

Toto považujeme za najpravdepodobnejší scenár. Dôvodom pre skoršie znižovanie sadzieb by mohla byť príliš silná korekcia na trhu nehnuteľností alebo nový horší variant koronavírusu a opačne, a dokonca silnejším rizikom, rizikom pre dlhšie zotrvanie sadzieb na silnej úrovni je rast globálny rast cien energií kvôli cieľným akciám niektorých významných producentov energií či vojenská akcia Číny na Taiwane, ktorá by opätovne spôsobila problémy v dodávateľsko – odberateľských vzťahoch.

V každom prípade nepredpokladáme, že vysoká inflácia „tu s nami bude navždy“. Jednak centrálna banka majú svoj jasný mandát stlačiť infláciu na 2% a aj dostať sily aby ho naplnili. Primerane nízka inflácia je prioritou č. 1, má prednosť pred všetkými ostatnými dôsledkami reštriktívnej politiky, vrátane akokoľvek silnej recesie. A hlavne, dnešné vyspelé ekonomiky nemajú štrukturálne predpoklady na vysokú infláciu a teda aj na vysoké úrokové sadzby (zdôvodnenie si vyžaduje zvláštny komentár).

V najbližších mesiacoch nás čakajú ešte ťažké časy, keď sa ešte stále budú v USA aj v EMÚ zvyšovať úrokové sadzby a aj zostanú vysoko a navyše sa čoraz častejšie budeme stretávať s negatívnymi makroekonomickými správami. Spomalenie uvidíme vo výsledkoch firiem.

Celkový vplyv na finančné trhy bude závisieť od toho, aká bude kombinácia inflácie a hospodárskeho rastu v danej chvíli a jej výhľad.

Lepší scenár bude, ak sa bude inflácia spomaľovať rýchlejšie ako hospodársky rast. Pre trhy to bude znamenať, že sa zvyšovanie úrokových sadzieb končí. Začali by klesať aj krátkodobé aj dlhodobé výnosy na štátnych dlhopisoch, klesli by kreditné prirážky na podnikových dlhopisoch a akcie by rástli.

Horší scenár by bol, ak by sa inflácia spomaľovala pomalšie ako hospodársky rast. Úrokové sadzby by

tak ešte mohli poskočiť vyššie a na vyšších úrovniach by pretrvali. Krátkodobé výnosy na štátnych dlhopisoch by stagnovali, dlhšie výnosy na štátnych dlhopisoch by klesli len málo. Kreditné prirážky na podnikových dlhopisoch by sa mohli opäť zvýšiť, hlavne pri emitentoch so špekulatívnym ratingom. Akcie by buď stagnovali alebo klesali.

Najhorší scenár by bol, ak by inflácia neklesala či dokonca sa zvyšovala, pričom ekonomiky by spomaľovali. Keďže centrálné banky uprednostňujú znížiť infláciu za každú cenu, aj za cenu recesie, úrokové sadzby by museli ísť ešte vyššie, krátkodobo aj oveľa vyššie. Krátkodobé výnosy na štátnych dlhopisoch by sa zvýšili, dlhšie by stagnovali alebo mierne klesli. Podnikové prirážky by rástli aj na investičných ratingoch a akcie by prudko klesali.

Čo je najpravdepodobnejší scenár?

V najbližšom roku sa ešte bude odstraňovať v USA nadmerná peňažná zásoba. Zároveň sa musí zmeniť správanie domácnosti, čo tiež nie je jednoduché a okamžité - domácnosti budú musieť začať opäť viac šetriť a menej míňať. Proces návratu do rovnovážneho stavu bude pomalý, a tak by mala aj inflácia ustupovať pomaly a pozvoľne. Pomalý pokles peňažnej zásoby a len pomaly sa meniace spotrebiteľské správanie budú viesť len k postupnému spomaľovaniu ekonomiky, prudký pád do recesie je nepravdepodobný.

Zároveň je však spomalenie americkej ekonomiky nevyhnutné, nie je možné znížiť peňažnú zásobu a zvýšiť úspory bez toho, aby „to bolelo“.

Spomaľovanie tak nebude veľmi hlboké, ale za to bude bolestivo dlhšie a mnohých účastníkov finančného trhu môže negatívne prekvapiť. Očakávame, že klesnú hlavne výnosy na dlhších štátnych dlhopisoch, klesnú aj rizikové prirážky na podnikových dlhopisoch, ale len mierne a hlavne pri investičnom ratingu. Akcie by mali stagnovat' alebo rásť len veľmi mierne. Rýchly rast akcií na pokoronakrízové maximá je vysoko nepravdepodobný.

Inflácia v eurozóne už postupne kulminuje. Viac ako v USA je ťahaná energiami, začína sa to však opatrne meniť. Zatiaľ „prvou lastovičkou“ je novembrový pokles producentských cien medzimesačne o 2.9% a spomalenie rastu cien energií pre spotrebiteľov v tom istom mesiaci o 1.9%. Globálny pokles ropy a európsky pokles alebo aspoň spomalenie rastu cien

plynu a elektriny dáva nádej na pokles celkovej inflácie, najmä ak je pokles podporený silnejším eurom.

Opatrnosť je ale na mieste – energie, hlavne plyn a elektrina, sú stále veľmi volatilné a navyše veľká časť cien je regulovaných. Veľké pohyby sa uskutočnia v januári 2023, čo uvidíme až vo februári.

Aj z hľadiska hospodárskeho rastu je v eurozóne dôležité stlačiť ceny energií. V normálnych časoch eurozóna zaplatí za energie do zahraničia (extra – EMÚ) asi 3% svojho HDP, teraz je to dvojnásobok, asi 6% HDP. To sú 3% HDP, ktoré platí eurozóna navyše a ktoré znižujú domáci dopyt a spôsobujú silnejší ekonomický pokles než v USA, ktoré je energeticky sebestačné.

Na druhej strane eurozóne (a celej Európskej únii) pomáhajú peniaze z Plánu obnovy do roku 2027. Celý stimul je 2 bil EUR, z toho 1.2 bil. z rozpočtu EÚ a 800 mld. extra peniaze navyše, čo je približne 0.5 HDP ročne. „Poteší“, ale nejde o zásadný stimul, navyše množstvo peňazí nejde cez granty, ale o návratné úvery.

V eurozóne sa tiež ešte budú zvyšovať sadzby. Zvyčajne je hospodárstvo eurozóny cyklicky niekoľko mesiacov až pol roka za americkým, čo sa prejavuje napríklad v tom, že v eurozóne sa zvyšujú či znižujú sadzby neskôr ako v USA. Dnes je to ale iný prípad – zvyšovanie sadzieb nie je kvôli cyklickým faktorom, ale kvôli jedinečným faktom pandémie, na ktorú USA zareagovalo len o trochu skôr. A tak ani vývoj úrokových sadzieb sa nebude veľmi líšiť od amerického.

ECB sa už tiež blíži ku koncu zvyšovania sadzieb, predpokladáme ešte jedno alebo dve zvýšenia na 2.75 – 3.00%. K opätovnému poklesu sadzieb môže prísť ešte skôr než v USA, keďže tu nie je prítomná taká bublina v peňažnej zásobe ako v USA. A nízke sadzby potrebujeme mať čo najskôr, veď len napríklad Taliansko si nemôže dovoliť držať sadzby takto vysoko dlhší čas, lebo by buď zbankrotovalo alebo by jeho dlh musela ECB masívne nakupovať.

Hoci dlhodobo favorizujeme americké akcie pred európskymi, v horizonte najbližšieho roka by európske nemuseli dopadnúť horšie. Energetická kríza tu má síce väčší dopad, a aj posilňujúce euro oslabuje konkurencieschopnosť európskych firiem, ale na druhej strane európske domácnosti nemajú problémy s úsporami, bude tu nižšia korekcia na trhu

nehnutelností a akciové indexy sú vzhľadom na k ziskom (P/E), aj po započítaní európskeho oneskorenia voči USA oveľa lacnejšie aj v porovnaní s americkým indexom S&P 500 a aj v porovnaní s vlastnou minulosťou.

Na druhej strane, strategická pripravenosť Európy na prekvapenia je nižšia než v USA. Tie ale vyhodnotiť nateraz nevieme.

Richard Tóth
hlavný ekonóm

¹ Podľa kvantitatívnej teórie peňazí sa množstvo peňazí v obehu (M) krát rýchlosť ich obehu (V) rovná jednotkovej cene tovarov a služieb (P) krát celkovému množstvu tovarov (Q) a teda HDP.
Matematicky: $M \times V = P \times Q = \text{HDP}$.

M = money supply = množstvo peňazí v obehu alebo menová alebo aj monetárna báza, najčastejšie sa používa agregát M2, to znamená bankovky a mince, vklady na požiadanie, krátkodobé termínované vklady do dvoch rokov a iné cenné papiere splatné do dvoch rokov.

V = velocity = rýchlosť obehu peňazí a teda koľkokrát v priebehu roka sa otočí jeden dolár, euro, z monetárnej bázy

P = price = cena tovarov, treba to chápať ako sumu cien všetkých tovarov a služieb

Q = quantum = množstvo tovarov, ide o agregátne, súhrnné množstvo všetkých tovarov a služieb v ekonomike

A teda, keď sa zvyšuje množstvo peňazí M , pri nemennom V a Q sa zvyšuje P , čiže celková inflácia.

Od roku 2000 sa v USA postupne spomaľuje rýchlosť obehu peňazí, V klesá. Napriek rastu M celý súčin $M \times V$ rástol v rokoch 2010 – 2019 najpomalšie za minimálne posledných 7 dekád. A teda ani vyššie množstvo peňazí v obehu nespôsobovalo v rokoch 2010 – 2019 vyššiu infláciu.

To sa zmenilo až v roku 2020. Počas koronakrízy sa síce prudko znížila rýchlosť obehu peňazí, ale na druhej strane sa enormne, obrovsky, zvýšilo množstvo peňazí. A tak prudko narástol súčin $M \times V$,

Zároveň, v roku 2020 bola skoro celá ekonomika zatvorená a potom po otvorení boli v roku 2021 celosvetové problémy v dodávateľsko – odberateľských vzťahoch, spotrebiteľia sa nevedeli tovaru dostať (dopyt bol vyšší ako ponuka). Centrálné banky a vlády urobili obrovskú chybu s úvermi a dotáciami, ktoré poskytovali domácnostiam a firmám v čase, keď ich ani nemali ako minúť. A tak „ Q “ na pravej rovnici nerástlo a celá pravá strana rovnice $P \times Q$ stagnovala. $M \times V$ rástlo, $P \times Q$ nie a nerovnováha sa kopila a trvala od 2Q 2020 až do 1Q 2022. Nielenže trvala prídlho, ale bola aj absolútne v USD a aj relatívne k HDP najväčšia v histórii údajov od roku 1959.

Až v 2Q 2022 sa podarilo dosiahnuť základnú rovnováhu celého zlomku, a teda že $M \times V$ prestal rásť rýchlejšie ako $P \times Q$. Problémom ale zostáva, že obe strany zlomku rastú prirýchlo. V 3Q 2022 rástol $M \times V$ medziročne o 7.7%, $P \times Q$ o 9.0%. Na dosiahnutie rovnovážneho rastu potrebujeme stiahnuť tento rast na oboch stranách na cca 4% medziročne. Pri $P \times Q$ sa „o to postará“ hlavne inflácia (P), pri $M \times V$ len M , lebo V bude postupne rásť. Nevyhnutne musí dôjsť k spomaleniu rastu peňažnej zásoby, dokonca prvýkrát v histórii dostupných údajov od roku 1959 by mohla a mala aj medziročne klesať. Spomalenie hospodárskeho rastu je nevyhnutné.

Kontakt: Richard Tóth, Hlavný ekonóm. Tel. +421 2 3226 6531. Fax: +421 2 3226 6910. E-mail: research@privatbanka.sk, toth@privatbanka.sk. Web: 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.