

## Neznámy terén pre FED

Americká centrálna banka (Federal Reserve System, FED) znížila na konci júla úrokové sadzby. Hlavná sadzba, tzv. FED Funds, sa dostala z 2.50 % na 2.25 %. Stalo sa tak prvýkrát od decembra 2008, a teda po vyše desaťročnom období najprv stabilných a od roku 2015 rastúcich úrokových sadzieb. Banka zároveň oznámila, že od 1. augusta, o dva mesiace skôr ako doteraz plánovala, začne opätovne reinvestovať peniaze zo zmaturovaných cenných papierov, ktoré drží vo svojom portfóliu<sup>1</sup>.

V sprievodnom komentári banka potvrdila, že vývoj na kľúčovom trhu práce je dobrý a rastie aj spotreba domácností, ale podnikové investície zaostávajú a spotrebiteľská inflácia spomaľuje pod 2% ročne. Na tlačovej besede guvernér Jerome Powell doplnil, že banka nevidí situáciu „čierne“, len menovú politiku nastavuje primerane k súčasným rizikám.

Kritika na seba nenechala dlho čakať. Pokles sadzieb totiž čakal celý trh, ale časť z neho predpokladala väčší pokles, aspoň o pol percentuálneho bodu. Príležitosť kopnúť si do guvernéra si nenechal ujsť ani americký prezident Donald Trump. Zároveň časť trhu vyčítala Powellovi, že na tlačovej besede priamo nekomunikoval ďalšie a ďalšie zníženia sadzieb, ale bol príliš zdržanlivý.

Ale práve naopak – v tejto situácii je zdržanlivosť úplne na mieste. V americkej ekonomike sa v posledných rokoch neutvorila bublina v cenách aktív, ktorá stála za recesiou v rokoch 2001 - 2003<sup>2</sup> a ani úverová bublina, ktorá stála za recesiou v rokoch 2008 - 2009<sup>2</sup>. Americká ekonomika sa vyvíjala rovnomerne, makroekonomické ukazovatele hodnoty boli vo vyváženom vzájomnom pomere a hodnoty makroekonomických parametrov boli celkovo vyvážené.

Nedá sa však prehliadnuť spomalenie niektorých dôležitých parametrov. Čiastočne je to v dôsledku tzv. bazického efektu, to znamená, že pod vplyvom daňovej reformy s účinnosťou od januára 2018 rástla americká ekonomika v roku 2018 rýchlejšie a hodnoty viacerých parametrov boli vyššie ako „obvykle“, preto sú v roku 2019 v medzročnom porovnaní nižšie. Tento efekt bude trvať po celý rok 2019.

Na druhej strane ale niektoré parametre slabnú aj v priebehu roku 2019. A navyše, slabšie sú aj nákupy tovarov dlhodobej spotreby, priemyselné objednávky, podnikové investície i ukazovatele dôvery predovšetkým v priemysle. Práve tieto ukazovatele sú predstihové, tzn. ukazujú, ako sa bude vyvíjať ekonomika v budúcnosti (pokles investícií dnes vyvolá spomalenie ekonomiky zajtra). Už teraz teda vieme povedať, že americká ekonomika sa spomalí ešte viac.

To, čo potrebujú americké podniky a domácnosti, je dôvera v pozitívnu budúcnosť. A prebiehajúca obchodná vojna medzi USA, a predovšetkým Čínou, túto dôveru znižuje. Navyše, nečrtá sa jej koniec. Kým doteraz bolo zdaňovaných 250 mld. USD z čínskeho dovozu tovaru

sadzou 10 až 25 %, od septembra sa bude zdaňovať 10 %-nou sadzbou ďalších 300 mld. USD. Vyššími clami sa bude zdaňovať už celý čínsky dovoz a v budúcnosti sa môže už len zvýšiť sadzba alebo sa môže prijať nejaké iné reštriktívne opatrenie (zákaz dovozu, zákaz spolupráce a pod.).

Ide o strategickú hru, kde nemôžu vyhrať obe strany a obaja sú si toho vedomí. A obaja aj spomaľujú. Donald Trump počíta s tým, že vytvorí tlak na FED, aby ďalej znižoval sadzby a spomalil sa tak pokles ekonomiky. Čína sa zase spolieha na to, že pokles americkej ekonomiky prezident Trump nevydrží a v novembri 2020 ho vo funkcii prezidenta nahradí niekto, kto bude menej „prísny“.

Ťažko povedať, kto má navrch. Podľa vyhlásení politikov na oboch stranách majú samozrejme navrch tie krajiny, ktoré zastupujú. Podľa reálnych krokov majú ale navrch, zdá sa, USA. Oni totiž len nedávno explicitne rozhodli o pokračovaní obchodnej vojny, keď oznámili zvýšenie ciel od septembra. Čína, naopak, nechala oslabiť čínsky juan nad 7 CNY za 1 USD, a to napriek tomu, že takéto oslabenie ešte pred nejakým časom považoval guvernér Ľudovej banky Číny len za špekulácie.

Oslabovanie meny využívajú zvyčajne tí slabší, tí, ktorí potrebujú zvýšiť svoju konkurencieschopnosť na svetovom trhu. Tovar, ktorý vyvážajú, sa stane lacnejším, a tým výhodnejším ako pred oslabením kurzu. A tak sa trhový podiel exportéra v importujúcej krajine nezmenší. Preto aj toto oslabenie kurzu juanu o vyše 5 % v porovnaní s priemernou hodnotou v roku 2018 pomôže udržať podiel Číny v USA.

Na druhej strane sa tým ale oslabuje zámer Číny spôsobiť problémy USA. Ceny čínskych tovarov na americkom trhu zostanú nízke a „nenahnevajú“ americké domácnosti a firmy. Ich spotreba či ziskové marže zostanú nezmenené. A navyše, ak by oslabenie juanu pokračovalo, obmedzí to prílev zahraničného kapitálu, na ktorom je Čína závislá. To si, samozrejme, uvedomujú aj čínske authority, a v utorok už čínska centrálna banka stanovila referenčnú hodnotu juanu voči americkému doláru pod 7 CNY / USD. Ďalší vývoj je však skôr v rukách USA. Ak by colné sadzby na čínsky dovoz zvýšili, bude to tlačiť na ďalšie oslabovanie juanu.

Ak zoberieme do úvahy názor finančného trhu, v obchodnej vojne vyhrávajú USA. Americký akciový index je aktuálne o 18 % vyššie ako denný priemer za rok 2017, kedy ešte clá neboli medializované. Čínsky Shanghai Composite je však o 14 % nižšie ako v roku 2017, a to má pritom štátnu podporu. Koniec koncov, samotné oslabovanie juanu voči doláru tiež vyjadruje názor trhu.

Americkej ekonomike verí dokonca aj FED. Hoci banka úrokové sadzby znížila, stále zostávajú vysoké. Z vyspelých krajín sú po Islande druhé najvyššie na svete.

A hlavne, aj napriek obnoveniu nákupov cenných papierov, kvantitatívne ťahovanie bude pokračovať. FED bude síce investovať peniaze zo zmaturovaných cenných papierov do nákupu nových cenných papierov a objem nakúpených CP zostane v USD rovnaký, ale keďže nominálny HDP bude ďalej rásť, podiel nakúpených CP na HDP sa bude znižovať. To pôsobí reštriktívne, FED tak vlastne ďalej ťahuje menovú politiku. Aby bola kvantitatívna časť menovej politiky neutrálna, musel by FED zaviesť mierne kvantitatívne uvoľnenie a musel by nakupovať mesačne nové papiere za 15 mld. USD a postupne tento objem zvyšovať.

Ďalej, z pohľadu menovej politiky je dôležitý aj kurz meny – silnejšia mena znižuje infláciu a sťažuje export. A práve USD posilňuje, medziročne je o 3 % vyšší voči košu mien najväčších obchodných partnerov USA. To pôsobí menovo reštriktívne

Americká centrálna banka teda „svojej“ ekonomike stále verí, avšak má pred sebou neznámy terén, kde mnohé závisí hlavne od konkrétnych krokov americkej vlády a jej čínskej protistrany. Preto jej politika musí byť principiálne zdržanlivá.

Ďalší vývoj je jedna veľká neznáma. Mnohé závisí od konkrétnych rozhodnutí Trumpovej administratívy a čínskej protistrany, a to sa nedá predpovedať. Donald Trump môže byť vo svojich rozhodnutiach odvážny, lebo americká

ekonomika má silné základy bez jasnej bubliny a prezident sa môže spoľahnúť aj na vankúš v podobe vysokých úrokových sadzieb, ktoré možno znižovať. Rozhodnutia voči Číne môžu byť razantné. Čínski predstavitelia sa nevzdajú a budú stále naťahovať čas, to je v ich strategickom záujme. Predpokladáme teda, že v najbližšom čase sa USA a Čína nedohodnú, alebo že dohoda bude len formálna a potom bude opätovne prehodnocovaná, kým prípadne nedôjde k zmene na poste amerického prezidenta po voľbách v novembri 2020.

Celkovo predpokladáme, že ešte dôjde k jednému alebo k dvom poklesom úrokových sadzieb. Prudké znižovanie sadzieb ale nie je pravdepodobné, teraz nejde o cyklické spomalenie americkej ekonomiky. To bude ešte trochu tlačíť výnosy dlhopisov dole, hlavne na krátkom konci úrokovej krivky. Akcie budú volatilnejšie, ale výrazný pokles nečakáme, skôr len opatrnosť. Investori budú zvedaví, či sa zníženie sadzieb pretaví do lepších čísel v ekonomike. Potrebujú vidieť aspoň stabilizované predstihové ukazovatele. A ak sa americká ekonomika naučí rásť aj s čínskymi clami, potom Čína prestane byť významnou témou pre investorov do amerických akcií a pre investorov do čínskych aktív.

**Richard Tóth**  
Hlavný ekonóm

---

<sup>1</sup> K 31. júlu 2019 má americká centrálna banka v súvahe nakúpené americké štátne cenné papiere (dlhopisy, štátne pokladničné poukážky) za 2.1 bil. USD, dlhopisy vydávané vládnymi agentúrami za 2.3 mld. USD a hypotekárne záložné listy (HZL) za 1.5 bil. USD. Spolu obsahuje portfólio FED-u cenné papiere (CP) za 3.6 bil. USD, čo je takmer celý jeho majetok.

Od začiatku roku 2018 FED (v reakcii na expanzívnu fiškálnu politiku – pokles daní – prezidenta Donalda Trumpa) prestal reinvestovať peniaze zo zmaturovaných CP do nákupu nových CP. Bilančná suma (majetok) FED-u sa začala znižovať, centrálna banka tak kvantitatívne ťahovala. V marci 2019 (v reakcii na obchodnú vojnu s Čínou) FED rozhodol, že od 1. októbra 2019 začne opätovne nakupovať nové CP. A teraz, na zasadnutí bankovej rady 31. júla rozhodol, že sa tak stane s okamžitou platnosťou, od 1. augusta, o dva mesiace skôr. Objem CP v portfóliu FED-u sa teda prestane nominálne znižovať, zostane rovnaký.

Banková rada prijala aj mechanizmus, akým sa budú peniaze zo zmaturovaných CP reinvestovať – napríklad nebude vlastniť viac ako 70 % objemu jednej emisie štátneho CP. Peniaze zo splatených dlhopisov vládných agentúr a HZL do 20 mld. USD mesačne bude investovať do štátnych CP, nad 20 mld. USD opätovne do dlhu agentúr a HZL. FED tak bude preklápať svoj majetok predovšetkým z HZL do štátnych CP (treasuries). Splatnosť nových CP bude podobná ako zmaturovaných, tzn. kupovať bude najviac 4.5 – 7 ročné CP.

<sup>2</sup> Pozri komentár Privatbanky „Zlá nálada, lepší fundament“ z 21. decembra 2018, [www.privatbanka.sk](http://www.privatbanka.sk)

**Kontakt:** Richard Tóth, Hlavný ekonóm. Tel. +421 2 3226 6531. 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.