

Trichet už sadzby zvyšovať nebude

Európska centrálna banka naštartovala posledné kolo znižovania sadzieb v októbri 2008. Postupne sa v priebehu siedmich mesiacov, do mája 2009, dostala základná refinančná sadzba zo 4.25% na 1%. Na tejto úrovni je už takmer rok a pol. A viacero indícií hovorí, že tam zostane ešte veľmi dlho.

Dôvodov pre dlhé zotrvanie sadzieb nízko je viac

1. Oživenie ekonomiky je krehké

Podľa prognóz viacerých inštitúcií by rast ekonomiky eurozóny nemal v ďalších rokoch presiahnuť 2% ročne. Inflácia by sa mala pohybovať pod dvomi percentami. Tento rok bude ešte hospodárstvo ťažiť z bazických efektov zásob a rastu čistého exportu, avšak domáca spotreba by mala zostať v eurozóne slabá. A navyše, problémy by nemali obchádzať ani trhy, na ktoré eurozóna exportuje.

Významné oživenie nemožno čakať od americkej ekonomiky. Kľúčový trh práce je oslabený. Bez práce je takmer 15 mil. obyvateľov a miera nezamestnanosti je 9.6%. Situácia sa zlepšuje len veľmi pomaly. Po poslednej recesii na začiatku nultých rokov začal FED zvyšovať sadzby v polovici roku 2004, keď počet nezamestnaných klesol na 8 mil. osôb a miera nezamestnanosti dosiahla 5.6%. A preto, zjednodušene, berúc do úvahy rast počtu Američanov, by mal počet nezamestnaných klesnúť o tretinu, aby FED začal zvyšovať sadzby. To je v blízkej budúcnosti nereálne. Nezamestnaní sú prevažne nízkokvalifikovaní pracujúci v bývalom prosperujúcom sektore nehnuteľností, kde sa konjunktúra už nebude opakovať. A navyše, nepredajné nehnuteľnosti limitujú účinnosť tradičného lieku na nezamestnanosť v USA - mobilitu pracovnej sily. Trh nehnuteľností je bez jasného smerovania, podľa indexu Case-Shiller cena nehnuteľností stále osciluje okolo 30% pod vrcholom z júla 2006. To naznačuje jednak to, že dlhodobá spotrebiteľská dôvera nerastie a jednak to, že v bankových portfóliách zostávajú stále problematické hypotéky. Hypotekárne delikvencie sú stále na historicky najvyššej úrovni 10% úverov (tzn. pri úveroch za 1 bil. USD sú problémy so splácaním). Domácnosti sa napriek ultranízkyim sadzbám od polovice roka 2008 postupne oddlžujú a rastú im úspory. Prehľbujú tak problémy domácej spotreby. Naopak, rast verejného zadĺženia je obrovský a bude vyžadovať v budúcnosti významné fiškálne riešenia. Verejný dlh vzrástol za dva roky z polovice 2008 do septembra 2010 o 4 bil. USD na 13.5 bil. USD, čo je nárast o 28% HDP na takmer 95% HDP. Ak teda aj oživenie v budúcnosti zrýchli, vláda ho pravdepodobne využije na šetrenie vo verejných výdavkoch a na znižovanie dlhu. Sadzby v USA by tak mali zostať nízko dlhší čas.

Riziká pretrvávajú aj na ďalších exportných trhoch eurozóny. Rozvojové krajiny sa pri nástupe hospodárskej krízy poväčšine rozhodli pre masívnu fiškálnu a menovú stimuláciu, vďaka ktorej sa im podarilo udržať vysoké tempá hospodárskeho rastu. Tá vyústíže do prehrievania, ktoré je potrebné utlmiť.

Samotné riešenie obrovského verejného zadĺžovania v eurozóne spomalí rast. A to kvôli obmedzeniu verejných výdavkov, ktoré je navyše v niektorých krajinách, „sabotované“ nárastom výdavkov na financovanie verejného dlhu. Podiel HDP rizikových krajín - Grécka, Portugalska, Španielska, Talianska a Írska - na HDP eurozóny je 35%, spolu s ďalšou krajinou s významným verejným deficitom - Francúzskom - je 56%. Silná fiškálna konsolidácia na úrovni (povedzme na úrovni 3% HDP a viac) medziročne môže priniesť významné spomalenie rastu a deflačné prvky, a naopak - slabá alebo žiadna konsolidácia - zase rast verejného dlhu, zvýšenie požadovaných výnosov na dlhopisoch, a teda zvýšenie nákladu na refinancovanie dlhu. V oboch prípadoch zostáva tlak na zotrvanie sadzieb na nízkej úrovni dlhší čas zjavný.

Aj v eurozóne je trh práce problematický - v niektorých regiónoch je nezamestnanosť extrémne vysoká (Španielsko) a v niektorých je nezamestnanosť síce nízka, ale po dohode s odborními je rast miezd nízky (Nemecko). Vplyv na domácu spotrebu je jasný.

A teda, konjunktúru v eurozóne ohrozuje spomalenie hospodárskeho rastu USA, ďalších exportných trhov a spomalenie domáceho dopytu kvôli fiškálnej konsolidácii a nárastu úspor. Z dlhodobého hľadiska to síce prináša aj tlak na zvyšovanie produktivity práce (viac práce na osobu, viac vynálezov v konkurenčnom boji, znižovanie neproduktívnych nákladov), ale v strednodobom horizonte je účinnosť zvyšovania produktivity práce na celkovú konjunktúru limitovaná.

2. Vysoký dlh štátov a domácností

Ďalším faktorom je vysoký verejný dlh. Ten v periférnych krajinách eurozóny zvyšuje rizikovú prírážku a zvyšuje náklady na jeho refinancovanie. To priamo ohrozuje solventnosť týchto krajín a zároveň ohrozuje aj subjekty (banky), ktoré tento dlh vlastnia. Často ide o banky so sídlom v „bezpečných“ krajinách eurozóny. Preto, prostredníctvom sanovania potenciálnych strát v bankovom sektore ohrozujú aj verejné rozpočty týchto krajín.

Ďalšia hrozba vyplýva z nadmerného zadĺženia domácností (spotrebnými a hypotekárnymi dlhmi). Napriek zníženiu úrokov môžu mať problémy so splácaním svojich záväzkov. Následne sa do problémov dostáva bankový sektor a ďalej aj príslušný verejný rozpočet. Ku koncu roka 2009 mali bol domácnosti vyšší ako 80% na Cypre, v Írsku, v Španielsku a v Portugalsku. T

3. Opatnosť ECB

Aj opatnosť ECB by mohla byť „zárukou“ zotrvanie sadzieb na nízkych úrovniach dlhší čas. ECB predĺžila poskytovanie neobmedzenej likvidity až do roku 2011, hoci sa pôvodne uvažovalo s ukončením na začiatku roka 2010. Viacerí predstavitelia sa vyjadrili, že odchod z masívnej menovej expanzie bude veľmi opatrný. Banka bude najprv zvažovať ukončenie poskytovania neobmedzenej likvidity pre banky, následne sprísnenie požiadaviek na kolaterály a až potom príde na pretras politika sadzieb. A to bude trvať dlho.

4. Euroval a euro

Euroval euro dlhodobo stabilizuje v dvoch rovinách - jednak zvyšuje jeho potenciál ako rezervnej meny a jednak trh upokojuje. Zvyšuje tak apetít trhu po riziku, a tým sa dolár oslabuje. Slabšie euro je pre exportne orientovanú ekonomiku eurozóny podporou pri presadzovaní sa na zahraničných trhoch a jednak bráni neželanej deflácií. Vďaka eurovalu tento príspevok slabšieho eura neexistuje.

Okrem USD je dôležité sledovať najmä kurz eura voči GBP, CNY, CHF, PLN. Vyšší rastový diferenciel (rýchlejší rast HDP krajín, do ktorých eurozóna najviac exportuje oproti rastu HDP eurozóny) bez adekvátnej odozvy v oslabovaní eura pôsobí na euro deflačne.

V strednodobom horizonte je ale aj niekoľko dôvodov pre zvýšenie sadzieb

1. Euroval

Euroval okrem tlaku na silnejšie euro aj znižuje rizikové prirážky na dlhopisoch rizikových krajín a znižuje tak náklady na prefinancovanie ich verejného dlhu. Následne tak pomáha fiškálnej konsolidácii v týchto krajinách a napomáha konjunktúre v celej eurozóne.

2. Externé nákladové faktory

Tu patria predovšetkým ceny ropy a potravín. Podľa viacerých odhadov by sa postupne ceny ropy, tak ako bude rásť svetové hospodárstvo (najmä rozvojové krajiny), mali zvyšovať priemerne o 5 – 10% ročne. Nateraz sa zdá, že aktuálna úroveň medzi 70 – 80 USD za barel je rovnovážnou úrovňou, kedy je ponuka a dopyt v rovnováhe. Zároveň by výrazne nemala limitovať investície do odvetvia, ktoré by neskôr limitovali ponuku a viedli k skokovitému rastu cien a tým aj inflačným tlakom v eurozóne. Avšak, prekvapenie v podobe zrýchlenia tempa oživovania svetovej ekonomiky by mohlo potiahnuť ceny ropy vyššie aj rýchlejšie.

Ceny potravín sú v strednodobom horizonte v podstate neodhadnuteľné, pretože hlavným faktorom (okrem dlhodobého demografického) je úroda, ktorej vývoj je neistý (zmeny počasia, záplavy, suchá). Predstavujú tak riziko prognózy.

3. Prudké uvoľnenie čínskeho juanu

Prudké uvoľnenie (posilnenie) juanu by pôsobilo na eurozónu proinflačne. Tento scenár by bol pravdepodobný pravdepodobný len vtedy, ak by hrozil masívny default čínskych devízových rezerv. To je nepravdepodobné a nežiaduce.

4. Masívne vykupovanie štátnych dlhopisov Európskou centrálnou bankou

Ak by ďalšie fiškálne reštrikcie boli neudržateľné a ECB by masívne vykupovala štátne dlhopisy, kreditné riziko eurozóny by sa zväčšilo a zvýšili by sa výnosy na dlhopisoch s dlhšou dobou splatnosti. Úrokové sadzby by sa ale nemuseli zvyšovať, a dokonca v tejto situácii by ani nemali.

5. Vyššia domáca spotreba v rozvojových krajinách.

Masívna industrializácia v rozvojových krajinách prináša skôr či neskôr postupné zvyšovanie bohatstva domácností, zvyšovanie ich spotreby. Exportné príležitosti pre eurozónu sa tak zvyšujú a zlepšujú jej konjunktúru.

Záver

Oživenie ekonomík vyspelých krajín, ktoré sa v rokoch 2008 a 2009 dostali do recesie, je pomalé a gradualistické. V USA je stále slabý

trh práce, trh nehnuteľností, domácnosti sa oddlžujú a sporia a hrozba nevyhnutnosti prísnej fiškálnej reštrikcie v budúcnosti rastie. Inflačné riziká v strednodobom horizonte sú nízke. Zvyšovať sadzby nie je z tohto pohľadu nateraz potrebné, navyše by to prinieslo zvýšenie nákladov na prefinancovanie dlhu rôzneho druhu. Zvyšovanie sadzieb skôr ako na konci roku 2011 nie je v USA pravdepodobné. Americké sadzby môžu dokonca zostať nízko aj počas celého roka 2012.

Hoci podiel exportov z eurozóny do USA klesol, význam USA je stále silný. Navyše, v súčasnom globalizovanom svete sú multiplikácie silnejšie. Rast sadzieb v eurozóne tak nemusí nasledovať tradične neskôr ako v USA, ale je pravdepodobné, že nastane. Zvyšovanie sadzieb by mohlo nastať v eurozóne až v roku 2012 a neskôr. Kľúčovým bude vývoj verejného dlhu. Ak porovnáme budúcnosť s vývojom po poslednej recesii zo začiatku nultých rokov - Európske krajiny už nemajú priestor na fiškálnu expanziu tak ako v rokoch 2004 a 2005 a medzinárodné prostredie je a zostane menej priaznivé ako vtedy. To naznačuje, že budú odkázané na menovú expanziu.

A tak pravdepodobne na prelome rokov 2010 a 2011 rozhodne ECB o predĺžení obdobia poskytovania likvidity. V apríli 2011 zverejnia krajiny svoje fiškálne výsledky za rok 2010. Pod tlakom vykážu mierne lepšie čísla (% deficitu verejného rozpočtu na HDP) ako za rok 2009, okrem napríklad Írska, ktoré naďalej pomáha bankovému sektoru. Stále však budú deficity vysoké.

V priebehu roku 2011 sa definitívne ukáže, či eurozóna upadne do recesie. Je to nepravdepodobné, a to z dvoch dôvodov. Svetová ekonomika je globalizovanejšia ako v rokoch 2001 – 2002 a rastúce rozvojové krajiny majú vyšší podiel na svetovom HDP - vyspelé krajiny môžu nahrádzať tradičné trhy novými rýchlejšie a flexibilnejšie. A ďalej, authority (fiškálne a menové) pravdepodobne nedovolia druhú recesiu, pretože by jednak priznali neúčinnosť doterajšej politiky a jednak už krajiny nemajú kapacitu na ďalšiu fiškálnu stimuláciu a menové „kohútiky“ sa už v podstate viac otvoril nedajú (okrem priamych intervencií a výkupu štátnych dlhopisov).

Fiškálne stimulácie v eurozóne budú aj v roku 2011 stále vysoké a menová reštrikcia cez zvyšovanie sadzieb by pôsobila čudne. Nevhodne by zvýšila náklady na prefinancovanie dlhu, posilnila euro a zvýšila riziko problémov v bankovom sektore. Len bez problémov v bankovom sektore sa budú poskytovať úvery, ktoré budú viesť k rastu HDP. Rok 2011 by mal byť rokom postupnej a len veľmi miernej fiškálnej konsolidácie. Periféria eurozóny (PIIGS) by mala byť naďalej aj kvôli nezamestnanosti vo veľkých problémoch, pričom by sa malo hovoriť aj o Francúzsku. Vlády po rokoch rozhadzovania nebudú vedieť, ako rýchlo zvýšiť príjmy a znížiť výdavky tak, aby to bolo pre ich ekonomiku čo najviac neutrálne. Konsolidácia bude pokračovať aj v ďalších rokoch, bude ale veľmi pomalá. Vlády budú potrebovať nízke náklady na dlh, a to aj bezpečné štáty. Znižovanie deficitov tak bude pomalé.

Zvyšovanie sadzieb by tak malo byť pomalé a najskôr po roku 2011. Vieme si dokonca predstaviť, že by k nemu došlo až v roku 2013. Guvernér ECB Jean - Claude Trichet končí vo svojej funkcii 31. októbra 2011. Sadzby tak už zvyšovať nebude.

Richard Tóth
Hlavný ekonóm

Kontakt: Richard Tóth, Hlavný ekonóm. Tel. +421 2 3226 6661. 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 spravídla kvôli vyššej politickej a ekonomickej nestabilite a nerozvinutému trhu a systému rizikovejšie. Zmeny výmenných kurzov a daňový režim vplývajú na hodnotu, cenu alebo výnos cenného papiera alebo iného finančného nástroja.