

KOMENTÁR

1. apríl 2021

Dilema pána Powella

Nastavenie inflačných očakávaní je kompetenciou každej centrálnej banky, americká nie je výnimkou. V momentálnej situácii je to ale veľmi komplikované a guvernér FEDu Jerome Powell má nad čím rozmýšľať.

Na jednej strane totiž FED podporuje čo najskorší návrat k plnému potenciálu ekonomiky a k plnej zamestnanosti, preto je nastavený na dlhšie obdobie nízkych úrokových sadziieb a na masívne kvantitatívne uvoľňovanie. Pri tom je ochotný tolerovať aj dočasne mierne vyššiu infláciu, ale nesmie byť príliš vysoká. Aspoň si to nesmie myslieť finančný trh, lebo by rástli výnosy štátnych dlhopisov a s nimi aj výnosy podnikových dlhopisov, ceny akcií by klesli. A to nechceme. Navyše, FED o inflácii nerozhoduje sám a musí brať do úvahy rozpočtovú politiku vlády a aj samotnú epidemickú situáciu, ktorá nastavuje parametre otvárania ekonomiky. Centrálna banka to v tomto turbulentnom nepredvídateľnom prostredí nemá ľahké.

Positívne je, že od leta minulého roku americká ekonomika svižne rastie. V treťom štvrtroku 2020 sa v porovnaní s druhým štvrtkom zväčšila o úctyhodných 8%, po lockdowne sa poriadne nadýchla. V poslednom štvrtroku spomalila na +1%, ale v nasledujúcich kvartáloch tempo svojho rastu zrýchlilo a každé tri mesiace sa zväčší o 1.5 – 2 percentá. Celkovo v priebehu roka 2021 by mohla narást o 6 – 7% a pomerne rýchlo sa priblíži k úrovni pred koronakrízou. Určujúcim faktorom bude postupné očkovanie obyvateľstva až dovtedy, kým populácia nezíska kolektívnu imunitu a nezruší sa posledný zákaz otvorenia prevádzok kvôli epidemickej situácii. Samozrejme, ak medzitým nevznikne taká mutácia, ktorá by bola voči vakcínam odolná.

Pri dynamickom raste ekonomiky sa prirodzene zvyšuje inflácia. Navyše, táto situácia je ešte špecifickejšia. Bude istý čas trvať, kým sa dosiahne „stav slobody“ tak ako ho poznáme z roku 2019. Postupné otváranie prevádzok nie je trhový, ale administratívny proces a na určitý čas vytvorí lokálne nerovnováhy, kedy podnikatelia buď ešte alebo už nebudú mať klientelu. Pri narušených trhových vzťahoch môžu vzniknúť lokálne inflačné ohniská a a ich bude veľa, pretavia sa do celkovej spotrebiteľskej inflácie. Tam, kde je potrebné zosieťovanie dodávateľsko – odberateľských vzťahov, môžu vzniknúť výpady dodávok (aj kvôli lockdownom v zahraničí) a prevádzky si musia obstarávať vstupy inde za vyššie ceny. To platí najmä pre priemysel, produkčná inflácia by mohla byť zasiahnutá pomerne výrazne.

Na ponukovej strane teraz pôsobí aj hrozba vyšších cien potravín a energií. Všetky hlavné potravinárske komodity na chicagskej komoditnej burze sú v porovnaní s priemernou cenou za posledný rok drahšie, dokonca niektoré – kukurica, sója, ošpané – o desiatky percent. Podľa indexu OSN boli ceny potravín vo februári medziročne vyššie o 17%, ide o najrýchlejší rast od roku 2011.

Pokiaľ ide o energie, práve pred rokom cena ropy prudko klesla smerom k 20 USD za barel, kde sa udržala až do mája. Teraz je nad 60 USD a na tejto úrovni pravdepodobne

pretrvá. To znamená, že v najbližších týždňoch bude cena ropy medziročne vyššie o stovky percent a to sa čiastočne priamo či nepriamo pretaví do vyššej medziročnej spotrebiteľskej inflácie.

Potraviny a aj energie sú externé faktory a nemajú vplyv na vnútornú (jadrovú) infláciu, a teda na tú infláciu, ktorá vyplýva zo samotnej dynamiky ekonomického rastu. Jednoducho, len „mechanicky“ zvyšujú ceny bez toho, aby to malo základ v skutočnej konjunktúre. Avšak, aj centrálna banka a aj finančný trh si všímajú popri jadrovej aj celkovú infláciu. Napríklad kvôli tomu, že celkový rast cien by mohol naštartovať rast miezd.

Ponuková strana (americkej) ekonomiky je teda nateraz proinfačná a žiaľ nebrzdí ju dopytová strana, tá je proinflačná tiež. Vysvetlime.

Ak by sme predĺžili dlhodobu pomerne stabilne rastúcu krivku HDP do súčasnosti ak by koronakríza nebola, na konci roka 2020 by americký HDP dosahoval okolo 23.5 bil. USD. V skutočnosti dosiahol len 21.5 bil. USD, dva bilióny sa stratili kvôli koronavírusu v nižších výdavkoch domácností, v nižších investíciách firiem, v nižšom exporte a pod. To je negatívna správa pre infláciu.

Avšak, výpadok HDP bol viac než vykompenzovaný rozpočtovou politikou. Ak zoberieme veľkosť verejného dlhu, ten bol na konci roka 2020 takmer 28 bil. USD, o celé 4 bilióny dolárov viac než by bol, ak by bol pokračoval v dlhodobom trende bez vplyvu koronakrízy (vtedy by dosiahol necelých 24 bil. USD). A teda, verejná správa na daniach nevybrala (to znamená domácnostiam a firmám nechala) a na vyšších verejných výdavkoch len kvôli koronakríze rozdala spolu 4 bil. USD.

Na jednej strane teda máme výpadok HDP na úrovni 2 bil. USD a na druhej strane fiškálnu stimuláciu na úrovni 4 bil. USD. A navyše, nový fiškálny balíček vo výške 1.9 bil. USD doplní v najbližších mesiacoch dopytovú stránku ekonomiky o ďalšie peniaze. A to v situácii rýchleho rastu HDP a uzatvárania produkčnej medzery.

Niet divu, že sa finančný trh bojí. A do určitej miery má pravdu. Extrémne silná menová a fiškálna stimulácia a nerovnováha na ponukovej strane v situácii postupného potláčania pandémie očkovaním vytvára priestor na rast inflácie. V čom sa ale trh mylí, je časový horizont.

Z porovnania výnosov klasických amerických dlhopisov s fixným kupónom s dlhopismi s kupónom naviazaným na infláciu (TIPS, treasury inflation – protected securities) možno „odtúšiť“ akú infláciu dlhopisoví investori vlastne čakajú a v najbližších piatich rokoch je to ročne 2.7%, v desiatich 2.4% a v tridsiatich 2.3%. Ale to je príliš veľa. FED síce povedal, že v budúcnosti podporí vyššiu infláciu než 2 percentá tak aby sa so súčasnou nízkou infláciou spriemerovala na dvoch percentách. To ale neznamená že bude túto vyššiu infláciu podporovať 5, 10 či 30 rokov.

Aktuálne inflačné tlaky sú krátkodobé, vyplývajúce z dočasných faktorov. Inflačný problém tu môže byť len v tomto roku a pravdepodobne v roku 2022, ale nie povedzme o päť rokov. Tam sa privysokej inflácie báť nemusíme. Práve naopak, americká ekonomika sa skôr či neskôr, tak ako predtým európska ekonomika, japonizácii nevyhne. Demografické faktory v podobe nízkej pôrodnosti a zvyšujúceho sa podielu staršej populácie s nižšou mierou produktivity a spotreby sú neúprosné. Napriek nekonečnej rozpočtovej a menová stimulácii bude inflácia nízka, rovnako ako výnosy na dlhopisoch.

Preto terajšie obavy z vysokej inflácie nie sú na mieste. FED bude musieť o tom presvedčiť trh a veľmi opatrne manévrovať. Musí naznačiť trhu, že „dobré bude“, ale nie až tak, že to rozvráti starý dobrý poriadok. Pán Powell bude musieť byť veľmi obratný.

Richard Tóth
hlavný ekonóm

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.