

KOMENTÁR

16. február 2024

Menová politika a hladké pristátie

V roku 2024 budú finančný trh ovplyvňovať tri hlavné faktory – menová politika centrálnych bánk, geopolitická situácia a nástup umelej inteligencie. Skúsme najprv „podrobne rozobrať“ prvý z faktorov – menovú politiku centrálnych bánk v tomto roku. Aj preto, aby sme ukázali, že síce naozaj nie je jednoduché ďalší vývoj odhadnúť, ale zároveň že parametre sú rozhodené tak, že sa priveľmi obávať netreba.

Menová politika bola v minulom roku extrémne silná a navyše tempo rastu úrokových sadzieb bolo v podstate v dnešnej generácii investorov nevídané. V USA v júli 2023 dosiahla hlavná sadzba FED Funds úroveň 5,50 % a z úrovne 0,25 % sa tam dostala za rok aj štvrt', od marca 2022, najrýchlejším tempom od roku 1981. Európska centrálna banka zvýšila svoju hlavnú refinančnú sadzbu z 0,00 % v júli 2022 na 4,50 % v septembri 2023, rovnako za rok a štvrt'. Také tempo (vrátane vývoja „hlavnej“ predchodkyne ECB – nemeckej Bundesbanky) je nevídané od roku 1979.

Úrokové sadzby sa zvyšovali v podstate všade, z veľkých ekonomík boli výnimkou len Čína a Japonsko. Ak by existovala pomyselná Svetová centrálna banka¹, priemerná svetová úroková sadzba v roku 2023 by bola na úrovni takmer 5 %, najviac za minimálne posledných 20 rokov. V roku 2022 by bola na 3 % a ešte rok predtým na 1,7 %. A tak by bola nielen vysoká, ale by aj prudko narástla.

Ako keby to nestačilo, mnohé centrálné banky aj kvantitatívne uťahovali. Peniaze, ktoré dostali zo zmaturovaných cenných papierov, ktoré mali vo svojom portfóliu, prestali reinvestovať. V praxi sa to prejavilo tak, že centrálné banky sa začali zmenšovať, ich bilančná suma (majetok) sa znižovala v absolútnom vyjadrení (v USD, EUR atď.) a aj ako podiel na HDP. Za rok 2022 sa FED zmenšil z 33 % HDP na 29 % HDP, majetok ECB zo 60 % HDP na 49 %, Bank of England z 37 % na 30 %. Bilančná suma japonskej centrálnej banky (Nipponginkō), naopak, mierne vzrástla zo 127 % na 128 % HDP.

Teraz sa už však menová politika vo svete postupne otáča. Vysoké úrokové sadzby zaberajú, inflácia klesá. Úvery spomaľujú a vyhliadky budúceho hospodárskeho rastu ochabujú. A tak už v poslednom období napríklad brazílska centrálna banka a v našom regióne česká, maďarská a poľská centrálna banka úrokové sadzby už znižovali.

Nás však zaujímajú hlavne dve centrálné banky: Federálny rezervný systém a Európska centrálna banka. Ovplyvňujú dva najväčšie finančné trhy na svete, z toho jeden je v našej mene.

Americká centrálna banka, Federálny rezervný systém, je s bilančnou sumou na úrovni asi 7,6 bil. USD najväčšou centrálnou bankou sveta. Ovplyvňuje najväčší dlhopisový a akciový trh na svete. Svetový trh dlhopisov má objem asi 135 bil. USD a z toho tvoria americké dlhopisy vyše 50 bil. USD, takmer 40 %. Svetový akciový trh je trochu menší, približne 110 bil. USD, a tu tvoria americké akcie asi 50 %, čo je v absolútnej hodnote tiež vyše 50 bil. USD. USA majú nielen dominantné postavenie na svetovom dlhopisovom a kapitálovom trhu, ale, samozrejme, významne ovplyvňujú aj zvyšok sveta.

Európska centrálna banka je tesne druhou najväčšou bankou sveta s bilančnou sumou 7,4 bil. USD (tret'ou je čínska so 6,4 bil. USD a štvrtá japonská s 5,3 bil. USD). Európsky dlhopisový a akciový trh je druhý najväčší na svete, ale za USA výrazne zaostáva.

Hlavná úroková sadzba v USA je na 5,50 %. Je to v rámci najväčších vyspelých ekonomík spomedzi krajín G7 najviac, hoci tam za posledné roky inflácia nebola najvyššia. Aktuálne je však menová politika úspešná len čiastočne.

V prvom rade od leta 2022 do leta 2023 sa celková medziročná spotrebiteľská inflácia v USA znížila z 9 % na 3 %, ale odvtedy v podstate stagnuje. Aktuálne za január je na 3,1 %, stále ďaleko od 2-percentného

inflačného cieľa. Aj jej menej volatilná jadrová časť (bez cien potravín a energií) je stále príliš vysoká, za január 2023 na 3,9 % a rovnako ako v decembri. Dokonca v posledných mesiacoch sa jadrové ceny zvyšujú medzimesačne o stabilných a privysokých 0,3 %, v januári dokonca o 0,4 % (potrebujeme vidieť 0,1 % alebo 0,2 %), a preto ak to bude pokračovať, medziročná jadrová inflácia a ani celková inflácia sa v najbližšom čase neznížia.

A to, že to bude pokračovať, naznačuje niekoľko faktorov.

V prvom rade trh americký práce je naďalej prehriaty. Masívne vznikajú nové pracovné miesta nielen v službách, ale kvôli repatriácii výroby zo zahraničia aj v priemysle. Počet žiadateľov o podporu v nezamestnanosti je pri prepočte na pracovnú silu alebo počet obyvateľov na historických minimách. Miera nezamestnanosti je veľmi nízka, na 3,7 %. Je na svojej prirodzenej miere a nepracuje iba ten, kto nemôže alebo nechce. Počet odpracovaných pracovných hodín do týždňa je pod dlhodobým priemerom. Mzdy rastú nielen príliš rýchlo, ale dokonca v posledných mesiacoch akcelerujú.

Ďalej externé prostredie sa komplikuje, a to vo viacerých smeroch. Cena ropy sa počas celého roka 2023 medziročne znižovala z priemerných 94,4 USD za barel v roku 2022 (WTI) na 77,6 USD za barel v roku 2023, čiže o 18 %. To znížilo cenu energií v spotrebiteľskom inflačnom koši a významne prispelo k rýchlejšiemu znižovaniu celkovej inflácie v USA. Teraz sa situácia mení. Ropa stagnuje a prestáva byť faktorom poklesu celkovej inflácie. Navyše z povahy trhu je tu pravdepodobnejšie negatívne prekvapenie než pozitívne, rast cien ropy v budúcnosti je pravdepodobnejší než jeho pokles.

Cena dopravy po mori sa pre útoky jemenských povstalcov zvýšila. Týka sa to najmä európskych prístavov, ale bokom nezostali ani americké. Napríklad dopraviť jeden kontajner zo Šanghaja do Rotterdamu stálo v októbri asi 1 000 USD, teraz 4 300 USD. Preprava do Janova sa zvýšila z 1 300 USD na 5 200 USD. Cesta zo Šanghaja do New Yorku sa predražila o 140 % z októbrových 2 600 USD na terajších 6 200 USD, a do Los Angeles tiež o 140 %, keď vzrástla z 2 000 USD na 4 800 USD. Navyše lode obchádzajú

Červené more, dodávky sa zdržujú a spôsobujú druhotné zvýšenie cien.

Tretou medzinárodnou komplikáciou je koniec globalizácie. Tak napríklad Čína zaznamenala v roku 2023 prvýkrát od histórie údajov od roku 1998 čistý odliv priamych zahraničných investícií. Zahraničné firmy tam svoje zisky už tak nereinvestujú, ale prevádzajú domov (repatriujú ich). Deglobalizácia má dlhšiu účinnosť, ale v princípe znamená uprednostňovanie neekonomických parametrov (politická bezpečnosť výroby a dopravy) pred ekonomickými (využitie lacnej pracovnej sily), čo znamená zvýšenie nákladov a tlak na infláciu. Sem patria aj rôzne reštrikcie na citlivé technológie či povedzme na vstupné suroviny.

Ďalším výrazným proinflačným faktorom je uvoľnená fiškálna politika. Aktuálne je rozpočtový deficit USA okolo 6 % HDP, v podobných časoch zvyšovania úrokových sadzieb v rokoch 2017 – 2018 bol na 3 – 4 % HDP. Pri HDP 27,4 bil. za rok 2023 to je dodatočný fiškálny impulz (rozdiel medzi 6 % a 3 – 4 %) okolo 550 – 800 mld. USD, to sú peniaze, ktoré sa nevyberú na daniach a firmy a domácnosti ich použijú na investície a spotrebu, zvyšujú tak domáci dopyt a ten tlačí infláciu nahor.

Fiškálna politika je momentálne dokonca väčším finančným impulzom než zvýšenie miezd. Ak zoberieme do úvahy, že všetky vyplatené mzdy v americkej ekonomike v roku 2023 dosiahli asi 12 bil. USD a rástli o jeden percentuálny bod rýchlejšie, ako by mali, potom sa nadmerne zvýšili o 120 mld. USD. Výrazne menej ako vplyv rozpočtového deficitu. Nebezpečenstvo nadmerného rastu miezd nespočíva v aktuálnej dynamike, ale v tom, že mzdy je ťažko skrotiť (hovoríme, že sú rigidné smerom dolu) a rastom vyšším, ako je rast produktivity práce, by mohli tvoriť trvalý inflačný zdroj.

Na druhej strane, s niektorými inflačnými parametrami môžeme byť už spokojní.

Predovšetkým vo väčšine sektorov americkej ekonomiky je už inflácia v poriadku, problém sa týka len niekoľkých sektorov. Najmä skutočného nájomného a imputovaného nájomného, teda takého, ako by si vlastník nehnuteľnosti, v ktorej aj býva,

vypýtal od fiktívneho nájomcu. Ide vlastne o akúsi amortizáciu nákladov na bývanie vrátane energií a tvorí spolu so skutočným nájomným až tretinu spotrebného koša. Tu v januári rástli ceny až o 6 % , celková americká inflácia bez tejto položky by bola na 1,6 % , a teda pod inflačným cieľením. Infláciu v USA ťahajú najmä služby, napríklad ceny potravín v obchodoch boli v januári medziročne na 1,2 % , ale v reštauráciách na 5,1 % . Celkovo je teraz inflácia na trhu tovarov len 0,1 % a na trhu služieb až 5,0 % .

Prísna menová politika zjavne zabrala v oblasti úverov. Kým sa ešte na prelome rokov 2021 a 2022 americké domácnosti zadlžovali medziročným tempom takmer 10 % , teraz sa už tempo spomalilo na 3,8 % . Výsledkom je, že podiel dlhu na disponibilnom príjme domácností začal klesať. Mimochodom, americké domácnosti nie sú veľmi zadlžené, dlh tvorí asi 100 % ročného príjmu, čo je na strednej úrovni spomedzi krajín OECD. Tak napríklad v Škandinávii, Austrálii, vo Švajčiarsku je to 200 % a viac a v Mexiku, Litve, Lotyšsku, Maďarsku a Poľsku pod 50 % . Na Slovensku to v roku 2022 bolo 84 % .

Výrazne spomaľujú aj podnikateľské úvery. Tempo ich rastu sa teraz pohybuje okolo 2 % medziročne, a keďže nominálny HDP rastie rýchlejšie, podiel úverov na HDP klesá.

Nielen úverový trh je jasne pod tlakom centrálnej banky, ale opätovne rastú aj vklady v komerčných bankách. Domácnosti prestali vyberať vklady z komerčných bánk a používať ich na svoju spotrebu, čo napokon tiež brzdí infláciu.

Zmizla už aj nerovnováha na peňažnom trhu, o ktorej sme písali v poslednom komentári v roku 2022, a dokonca v čase, ktorý sme predpovedali. Množstvo peňazí v obehu sa už opätovne zvyšuje a rýchlosť obehu už zodpovedá normálnemu neinflačnému vývoju HDP. Podmienky na normalizáciu inflácie z pohľadu kvantitatívnych parametrov už nastali.

A tak celkovo, ak to máme zhrnúť, prítomnosť všetkých týchto faktorov naznačuje dve veci – že inflačné riziká ešte stále existujú a zároveň riziko významného ekonomického spomalenia je nízke. Táto kombinácia naznačuje, že americká centrálna banka sa so znižovaním sadzieb vôbec nemusí ponáhľať. To

bude spôsobovať volatilitu hlavne na dlhopisovom trhu, keď môžu ešte výnosy z času na čas stúpať, čo okrem iného udrží aj dolár na silných úrovniach. Akciový trh by mal byť podporený stále silným hospodárskym rastom. Scenár začiatku znižovania úrokových sadzieb v lete alebo na jeseň tohto roka zostáva pre nás reálny.

V Európe je situácia viac-menej podobná, skladačka parametrov je trochu iná.

Na prvý pohľad sa zdá celková spotrebiteľská inflácia v Európe o máličko lepšia než americká (v januári európska 2,8 % verzus 3,1 % americká). Aj jadrová inflácia je jasne nižšia na starom kontinente (eurozóna 3,3 % , USA 3,9 %). Dojem však klame. Kým v USA je inflácia ťahaná najmä nájomným, ktoré má dominantný tretinový podiel v spotrebnom koši a bez neho sú takmer všetky ostatné hlavné položky už neinflačné, inflácia v eurozóne je širšia a zasahuje väčšinu spotrebného koša. Samozrejme, aj tu niektoré položky rastú rýchlejšie a niektoré pomalšie. V Európe sa naďalej prudko zvyšujú ceny potravín a tovary a služby súvisiace s rekreáciou.

Ďalej na rozdiel od americkej ekonomiky eurozóna nerastie. Slabé sú všetky hlavné zložky HDP – domácnosti, firmy, vláda a export. Pomaly rastú všetky hlavné európske ekonomiky – nemecká, francúzska a talianska. Čo je nezvyčajné, je Nemecko, ťahúň Európy, na rozdiel od Francúzska a Talianska v recesii.

A že slabý ekonomický vývoj bude pokračovať, naznačuje niekoľko ukazovateľov. Tak napríklad čínske hospodárske problémy oveľa viac zasahujú Európu než USA. Čína rovnako ako v prípade USA je tretím najväčším exportným cieľom s podobným podielom okolo 10 % HDP. No európska ekonomika je otvorenejšia, podiel exportu na HDP je okolo 50 % a v USA okolo 10 % .

Spomalenie naznačuje aj vývoj na trhu úverov a vkladov. Úvery pre domácnosti rastú medziročne o 0,1 % a firemné úvery o 0,2 % , čiže stagnujú a ako podiel na HDP klesajú. Vklady domácností a firiem začali po jedenapolročnej stagnácii konečne k ultimu roka 2023 rásť. Do ekonomiky sa dostane menej peňazí, a to má nielen protiinflačný, ale aj protirastový účinok.

Eurozóna má aj výrazne slabšiu fiškálnu podporu. Kým americký deficit verejného rozpočtu dosahuje okolo 6 % HDP, európsky je výrazne nižší, okolo 3,5 % HDP. To znamená nižšiu podporu pre domácu spotrebu a nižší hospodársky rast.

Zdalo by sa teda, že v prípade ECB je termín znižovania úrokových sadzieb bližší než FED-u. Je tu však jedno veľké ale.

V rokoch 2022 – 2023 inflácia v eurozóne vrcholila na 12 %, viac ako v iných vyspelých krajinách. Keďže Európa má rigidný trh práce a silné odbory, táto vysoká inflácia sa postupne, veľmi pomaly, pretavuje do vyšších miezd. Na rozdiel od USA nemáme k dispozícii najčerstvejšie údaje, ale podľa

štvrtročných údajov rástli mzdy v USA v 3. štvrtroku medziročne o 4,7 %, čo je oproti 2. štvrtroku spomalenie o 0,2 percentuálneho bodu. V eurozóne v 3. štvrtroku rástli mzdy o 5,3 %, o 0,5 percentuálneho bodu rýchlejšie ako v predchádzajúcom kvartáli. Mzdy v eurozóne rastú príliš rýchlo a navyše zatiaľ ani nevidno, že by sa trajektória zmenila. ECB bude musieť na túto zmenu čakať. Ak príde, ECB by mala konať okamžite a sadzby znížiť. Dovtedy však budú tieto mzdy akousi garanciou, že aspoň významná recesia v Európe nehrozí.

Richard Tóth
hlavný ekonóm

¹ Pod svetom rozumej 18 najväčších ekonomík, každá s HDP aspoň 1 bilión amerických dolárov v roku 2022. Spolu za posledných 20 rokov tvorili v každom roku najmenej 75 % svetového HDP. Podľa poradia od najmenej po najväčšiu v roku 2022 ide o Holandsko, Saudskú Arábiu, Indonéziu, Španielsko, Mexiko, Južnú Kóreu, Austráliu, Brazíliu, Taliansko, Kanadu, Rusko, Francúzsko, Veľkú Britániu, Indiu, Nemecko, Japonsko, Čínu a USA.

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 pre vyššiu politickú a ekonomickú nestabilitu a nerozvinutý trh a systém rizikovejšie. Zmeny výmenných kurzov a daňový režim vplyvajú na hodnotu, cenu alebo výnos cenného papiera alebo iného finančného nástroja.