

KOMENTÁR

17. jún 2022

ECB ide zvyšovať úroky

Európska centrálna banka ide zvyšovať úrokové sadzby. Najprv to 23. mája „nenápadne“ oznámila guvernérka Christine Lagarde vo svojom blogu na stránkach banky pod názvom „Normalizácia menovej politiky v eurozóne“, ale 9. júna zasadala banková rada a už to bolo „vonku“ aj oficiálne. A tak sa 21. júla úrokové sadzby zvýšia o 0.25 percentuálneho bodu, 8. septembra buď o 0.25 alebo o 0.50 percentuálneho bodu a potom sa uvidí podľa aktuálneho inflačného výhľadu v celom horizonte, na ktorý sa ECB pozerá, tzn. rok, rok a pol. Predtým ešte banka, do konca júna, ukončí nákup cenných papierov do svojho portfólia (kvantitatívne uvoľňovanie), ale bude pokračovať v reinvestovaní peňazí zo zmaturovaných cenných papierov.

Sprísňovanie menovej politiky prichádza v eurozóne po dlhom čase. Banka zvyšovala sadzby naposledy v roku 2011, dva krát po sebe v apríli a júni z 1.00% na 1.50%, ešte za guvernéra Jeana Claude-a Tricheta. Keď však v tom istom roku v novembri nastúpil nový guvernér Mario Draghi, sadzby šli okamžite dole a v poklese pokračovali až do roku 2016, kedy sa dostali na nulu. Okrem toho banka aj kvantitatívne uvoľňovala, keď od 2011 dodnes nakúpila cenné papiere za vyše 6 biliónov EUR.

Paradoxne, napriek veľmi uvoľnenej menovej politike sa ECB nepodarilo splniť 2 percentný inflačný cieľ. Priemerná inflácia v rokoch 2012 až 2020 bola na úrovni 1.0%, situácia sa zmenila až v roku 2021. Na začiatku roku bol rast cien ešte záporný na -0.3%, na konci roku bol však už na úrovni 5.0% a posledné číslo z mája 2022 je rekordné na 8.1%.

Napriek vysokej inflácii za posledné mesiace bola odozva ECB veľmi mierna a aj keď už teda ohlásila sprísnenie menovej politiky, opatrnosť je naďalej namieste, určite nemožno čakať „americký štýl“ zvyšovania sadzieb. Hovorí pre to viacero argumentov.

1. Inflácia je globálnym problémom, nie lokálnym problémom Európy. Oba hlavné faktory – problémy v dodávateľsko – odberateľsko – prepravných vzťahoch a ceny energií a následne potravín – existujú hlavne kvôli nadmernému dopytu amerických domácností a kvôli ruskej vojne na Ukrajine. A to je mimo kontroly ECB.

Trochu napovedať môže český a slovenský príklad štrukturálne a geograficky podobných ekonomík. Česko zvyšuje úrokové sadzby od júna 2021 na aktuálnych 5.75%, pomáha si aj miernym posilnením koruny (ktoré pôsobí protiinflačne) a májová inflácia je aj tak na masívnych 16%. Slovensko úrokové sadzby nezvyšovalo vôbec, euro voči menám slovenských obchodných partnerov oslabovalo (čo pôsobí proinflačne) a májová inflácia na Slovensku bola nižšia, 12.6%.

2. Už niekoľko mesiacov centrálna banka po celom svete zvyšujú úrokové sadzby a tým čiastočne sťahujú globálnu infláciu nadol. Robia tak vlastne „robotu“ aj za našu centrálnu banku, ECB je tak trochu čiernym pasažierom. V konečnom dôsledku sa časť inflačných tlakov odstráni aj bez zásahu ECB.

3. Vnútrotný dopyt v eurozóne je slabší než v USA. Maloobchodný predaj v USA je dnes približne o 30% vyšší ako pred koronakrízou a asi o 15 – 20 percent vyšší ako by bol dnes, keby koronakríza a s tým súvisiace verejné podpory neexistovali. Naproti tomu v eurozóne je dnes maloobchodný predaj len o 4% vyšší ako pred koronakrízou a rastie v súlade s trendom, nie nadpriemerne rýchlo.

4. Eurozóna je čistým importérom energií, USA sú energeticky neutrálne. Pokračujúce zvyšovanie cien ropy a plynu môže znížiť domáci dopyt aj v USA a aj v eurozóne, ale v eurozóne o niečo viac. A teda riziká spomalenia ekonomického rastu kvôli tomu sú v eurozóne vyššie než v USA.

5. Trh práce je v USA prehriaty, v eurozóne môžeme hovoriť maximálne o rizikách. Miera nezamestnanosti v USA bola v máji na 3.6%, v eurozóne v apríli na 6.8%. Nominálne mzdy v USA v máji medziročne rast o 5.2%, v Nemecku v máji rast o 1.3%.

6. Trh nehnuteľností je síce prehriaty aj v eurozóne, ale zďaleka nie tak ako v USA. Ceny nehnuteľností na bývanie rastú v USA približne 20 percentným medziročným tempom, v eurozóne polovičným tempom. Objem hypotekárnych úverov v USA medziročne rastie okolo 8%, v eurozóne okolo 5%.

7. ECB od začiatku koronakrízy zrýchlila tempo kvantitatívneho uvoľňovania, len za posledný rok

zvýšila objem nakúpených cenných papierov o 1.1 bil. EUR, a teda o 5 percentuálnych bodov na HDP. Teraz už ale banka QE zastaví, a keďže nominálny HDP bude rásť, podiel nakúpených cenných papierov na HDP bude klesať, asi o 5 percentuálnych bodov. Samotná zmena objemu o 10 percentuálnych bodov behom roka je veľmi reštriktívna.

Aj v USA je kvantitatívne uťahovanie, ale v porovnaní s HDP je sila zmeny len približne polovičná (za posledný rok QE na HDP stagnovalo a teraz bude klesať tiež o cca 5 percentuálnych bodov na HDP).

8. Eurozóna nie je homogénnou menovou oblasťou tak ako USA, a preto musí dbať na vývoj menových podmienok každého člena zvlášť. Jednoducho, v USA pozeráme na federálne dlhopisy, ale v eurozóne zvlášť na nemecké, francúzske, talianske a pod. V zásade platí, že reťaz drží podľa najslabšieho ohnivka, a to je v tomto prípade Taliansko a všeobecne južanské krajiny eurozóny. Prudké zvyšovanie úrokových sadzieb by viedlo k prudkému nárastu nákladov na obsluhu hlavne talianskeho obrovského verejného dlhu, čo by viedlo k dlhodobému zhoršeniu kreditného výhľadu.

9. Napriek tomu, že dnes je situácia proinflačná, krajiny na západe (a nielen tam) stále a neúnavne, bez ohľadu na koronakrízu či vojnu, pokračujú

v dlhodobom trende starnutia populácie, čo chciac nechciac znižuje infláciu v dlhodobom horizonte.

Celkovo, dnešná inflácia je výsledkom súhrnu viacerých unikátnych faktorov, pričom niektoré z nich už neexistujú, a teda sa od nich vzdiaľujeme, ich sila je čoraz nižšia. Napríklad lockdowny boli najsilnejšie na jar 2020, slabšie v zime 20 / 21 a najslabšie v zime 21 / 22. Ak budú aj zime 22 / 23, budú pravdepodobne ešte slabšie. Zároveň sa postupne mieniajú úspory naakumulované počas lockdownov. A ďalej, fiškálna podpora už hlavne v USA v takom rozsahu nie je. Aj napätie v dodávateľsko – odberateľsko – prepravných reťazcoch sa darí postupne riešiť. Na druhej strane ruská vojna na Ukrajine pokračuje a prináša veľkú neistotu do budúceho vývoja cien energií a hlavne potravín.

Rast inflácie sa podarí pravdepodobne v horizonte niekoľkých mesiacov zlomiť. To však ale neznamená, že problém vysokej inflácie môžeme hodiť za hlavu. Tá sa bude znižovať len veľmi pomaly.

V každom prípade proti inflácii bojuje celý svet, väčšina centrálnych bánk sprísňuje menovú politiku. Európska centrálna banka by mala byť tá, ktorá k tomu boju prispeje len mierne.

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.