

## KOMENTÁR

18. február 2022

### FED napráva svoju chybu

Spotrebiteľské ceny v USA v januári medziročne vzrástli o 7.5%, najviac za mnohé desiatky rokov, konkrétne od roku 1982. Vtedy sa riešili dôsledky obrovského rastu cien ropy kvôli vojne medzi Iránom a Irakom a na vrchole v roku 1980 dosahovala inflácia takmer 15%. Americká centrálna banka (FED) sa s vysokou infláciou veľmi „nepárala“ a prudko zvýšila sadzby až na 20%. Pohyby sadzieb boli na dnešné pomery neuveriteľné, napríklad 3. marca 1980 ich zvýšila o 5 percentuálnych bodov z 15% na 20% aby ich hneď o mesiac neskôr 1. apríla znížila na 11.50% a nakoniec ich do konca roka 1980 opätovne postupne zvýšila na 20%. Dnes by bol tak prudký pohyb sadzieb šokujúci.

Za posledné desiatky rokov sa celková štruktúra americkej spoločnosti zmenila. Významne narástol podiel starších občanov v post-produktívnom veku, ktorí majú nižšie príjmy a nižšiu spotrebu. Celkový ekonomický rast sa spomalil a s tým sa spomalili aj inflačné tlaky. Úrokové sadzby sa vývoju prispôbili a dlhodobo sa znižovali. Kým v 80. rokoch bola hlavná americká úroková sadzba FED Funds na priemerných 10%, v 90. rokoch klesla na 5%, v prvej dekáde 21. storočia sa dostala na 3% a v druhej dekáde na menej ako 1%.

A keďže v USA miera pôrodnosti klesá a priemerný vek dožitia stúpa je jasné, že v budúcnosti bude podiel staršieho obyvateľstva narastať a bude tlak na ďalšie spomalenie hospodárskeho rastu. To znamená, že americká ekonomika bude prirodzene smerovať k nižšej inflácii aj v budúcnosti, súčasná vysoká inflácia je neprirodzeným stavom.

S dlhodobo nízkou infláciou a nízkym hospodárskym rastom sa „nechce zmieriť“ americká vláda a ani tamojšia centrálna banka. Vláda – tak ako akákoľvek iná na svete - chce byť zvolená aj v najbližších voľbách, a preto musí udržať spotrebu domácnosti vysoko za akúkoľvek cenu a tak v čase konjunktúry nešetří a v čase recesie to rozpočtovými opatreniami až preháňa. Zaplieta sa tak do špirály postupného zvyšovania verejného dlhu, kde nie je žiadna perspektíva jeho znižovania.

Podobnú politiku má aj americká centrálna banka. V naplní práce má udržať infláciu blízko dvoch percent a teda aj určitý hospodársky rast a v podstate

ju nezaujíma, či na to ekonomika „štrukturálne má“. A keďže na to americká ekonomika „nemá“, centrálna banka je dlhodobo menovo expanzívna a podobne ako vláda sa aj ona zaplieta do špirály nekonečného stimulovania, ktoré však, ak to preženie, môže skončiť zle.

Vo všeobecnosti má centrálna banka tri hlavné nástroje na boj s príliš nízkou alebo naopak príliš vysokou infláciou. Sú to úrokové sadzby, kvantitatívne uvoľňovanie / utáňovanie a menový kurz<sup>1</sup>.

Menový kurz je významným faktorom v prípade otvorených ekonomík s vysokým podielom exportu a importu tovarov a služieb na HDP ako je Singapur, Hong Kong či v Európe Česko alebo Maďarsko. Aj Slovensko je otvorenou ekonomikou, dokonca viac ako Česko a Maďarsko, ale dominantným partnerom je eurozóna, a teda rovnaká menová oblasť, a tak kurzový kanál nie je pre Slovensko až tak významný ako pre Česko alebo Maďarsko.

Americká ekonomika je uzavretá, už desiatky rokov je podiel exportu na HDP 10 – 14%. Pohyb dolára voči košu mien najväčších obchodných partnerov by musel byť veľmi vysoký, aby vôbec aspoň trochu infláciu ovplyvnil. Za posledných 10 rokov ju ovplyvnil len raz - posilnenie dolára medzi rokmi 2014 až 2016 o vyše 20% oddialilo a spomalilo nástup prísnejšej menovej politiky FEDu.

Ako sme písali vyššie, úrokové sadzby v USA sa dlhodobo znižujú. Je to prirodzený ekonomický proces, avšak bolo obdobie, kedy boli úrokové sadzby nízko až príliš. Konkrétne ide o splasnutie dotcom bubliny na prelome tisícročí, kedy banka znížila úrokové sadzby v rokoch 2003 - 2004 na 1% a pritom si nevšimla, že už od roku 1997 prudko rástli v USA hypotekárne úvery, ktoré potom viedli k Veľkej depresii 2008 až 2009. Toto bolo vážne zlyhanie centrálnej banky.

V roku 2009 FED znížil sadzby na nulu a zotrvali tam až do roku 2015. Nízke sadzby ale nestačili, a tak sa mimoriadne používaným nástrojom stalo kvantitatívne uvoľňovanie. Nejde o novú záležitosť - americká centrálna banka kupovala štátne dlhopisy aj pred hypotekárnou krízou, ale držala ich na nízkej

a konštantnej úrovni okolo 5 – 6% HDP. V roku 2009 však začala prudko zvyšovať celkové objemy a nákupy rozšírila aj o dlhopisy federálnych agentúr a cenné papiere kryté hypotékami. A tak v roku 2009 spoločný objem týchto nákupov presiahol 10% HDP a v roku 2013 už 20% HDP. Potom sa objem stabilizoval a dokonca mierne klesal, až kým neprišla koronakríza.

Len za druhý štvrtrok 2020 stúpol objem nakúpených cenných papierov o 1.8 bilióna USD, čo pri poklese HDP urobilo nárast neskutočných plus 10 percentuálnych bodov na HDP. Za jeden kvartál. Potom sa objem nákupov zmiernil na 300 – 400 mld. dolárov za štvrtrok čo však bolo aj tak privysoké číslo, lebo podiel objemov cenných papierov na HDP napriek rastúcemu HDP stále až do konca roka 2021 rástol.

Za posledné dva roky držal FED sadzby na nule a extrémne silno kvantitatívne uvoľňoval, a to napriek rastúcej ekonomike od 3Q 2020. Menovú expanziu FEDu môžeme s kľudným svedomím považovať za prehnanú. Zvlášť v roku 2021 bola už dostupná vakcína, ktorá v podstate garantovala postupné uvoľňovanie ekonomiky, znižovanie nezamestnanosti a bolo jasné, že hospodársky rast bude pokračovať. Navyše, rovnakú chybu urobila aj americká vláda, keď len v roku 2021 poslala prostredníctvom špeciálnych výdavkových programov americkým domácnostiam 2 bilióny dolárov navyše. A to mali domácnosti pritom ešte o 1.5 bilióna úspor viac než mávajú v bežných časoch, lebo jednoducho v roku 2020 príjem mali, ale kvôli zatvoreným prevádzkam ho nemiňali.

Táto kombinácia štyroch faktorov – silná fiškálna politika, silná menová politika, prebytok úspor a rýchle oživenie zvýšili dopyt amerických domácností hlavne po tovaroch na obrovské úrovne. Počas celého roka 2021 sme evidovali veľmi silný dopyt po tovaroch dlhodobej spotreby (automobily, vybavenie domácností a pod.) a maloobchod zaznamenal rekordné úrovne. Nadmerný dopyt Američanov spolu s ďalšími faktormi - problémami v globálnych dodávateľsko – odberateľských vzťahoch a problémami na trhu energií sa spolupodieľali na dnešnej silnej inflácii vo svete.

A teda FED môže svojim dielom za súčasnú silnú infláciu. Len preto, lebo dlhodobo je jednoducho nastavený na miernu politiku a teraz to prehnal. Tak

ako v rokoch 2003 – 2004 so sadzbami, teraz v roku 2020 - 2021 s kvantitatívnym uťahovaním. A preto očakávané uťahovanie menovej politiky pomôže nadmerný dopyt amerických domácností schladíť a inflačné tlaky pomôcť uvoľniť.

Eurozóna problém s nadmerným dopytom nemá, preto tu ani nemá zmysel zvyšovať úrokové sadzby. Inflačné faktory sú externé (globálne výrobné problémy, globálne rastúce ceny energií) a tie ECB nevie ovplyvniť. Naopak, zvýšením sadzieb by nespomalila infláciu, ale hospodársky rast a mohla by znovu oživiť obavy o splatnosť verejných dlhov niektorých členských krajín. Je len jedna situácia, kedy by ECB mohla zvýšiť sadzby v roku 2021. Ak by začali v eurozóne prudko rásť mzdy. Ale to sa ešte uvidí.

Zhrnúc, FED je dlhodobo príliš mierny, lebo chce v zmysle svojho mandátu udržať zamestnanosť a hospodársky rast na príliš vysokých úrovniach. Preto v dobrých časoch uťahuje menej ako by mal a v zlých časoch stimuluje viac ako by mal. Počas koronakrízy dobre neodhadol situáciu a s menovou politikou to prehnal, čím sa podieľal na súčasnej vysokej inflácii. Teraz musí svoju chybu napraviť.

Čaká nás obdobie uťahovania menových opaskov. Neznamená to však, že FED bude „bezbreho“ zvyšovať sadzby. Na jednej strane bude musieť byť prísny, lebo domácnosti majú spotrebu naozaj veľmi vysokú a zároveň podiel dlhu domácností na ich disponibilnom príjme sa za posledné roky znižoval a teda zdražovanie či zlacňovanie dlhu je teraz pre americké domácnosti menej podstatné a bude potrebné byť razantnejší pri ovplyvňovaní domácností.

Na druhej strane však americká spotreba zďaleka nie je jediným faktorom súčasnej vysokej inflácie a navyše, nesmie príliš vystrašiť investorov na akciovom trhu a ani v reálnej ekonomike, aby bol hospodársky rast aj v budúcnosti. Preto spočiatku môže byť razantný, ale celkovo bude opatrný. FED bude starostlivo zvažovať celkovú situáciu pred každým rozhodnutím o sadzbách či o kvantitatívnych opatreniach.

**Richard Tóth**  
hlavný ekonóm

---

<sup>1</sup> *Centrálne banka priamo ovplyvňuje úrokové sadzby a kvantitatívnu politiku, na menový kurz vplýva len nepriamo. Funguje to jednoducho - čím sú úrokové sadzby vyššie, tým sa menej požičiava, ekonomika rastie menej a inflačné tlaky sú slabšie. Platí to aj naopak. Pri kvantitatívnom uvoľňovaní centrálna banka kupuje na sekundárnom trhu cenné papiere a vytvára dopyt po papieroch, zvyšuje ich cenu a znižuje výnos. Komerčné banky majú veľa lacných peňazí, čo ich motivuje poskytovať úvery. Ekonomický rast sa zvyšuje, rastie aj inflácia. Platí to aj naopak, pri kvantitatívnom utáňovaní sa inflácia znižuje. A pokiaľ ide o menový kurz, ak domáca mena voči košu mien obchodných partnerov posilňuje, dovážané tovary sa zlacňujú a vyvážané tovary zdražujú, v oboch prípadoch to infláciu znižuje. Samozrejme, pri oslabovaní meny sú opačné procesy.*

---

**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 vplývajú na hodnotu, cenu alebo výnos cenného papiera alebo iného finančného nástroja.