

KOMENTÁR

13. októbra 2023

Sadzby prekliato vysoko

Z finančného trhu sa za posledné mesiace vytratil optimizmus. Akcie, ktoré od jesene minulého roka rástli alebo aspoň stagnovali zrazu zamierili nadol. Volatilita a nervozita vzrástla. A naopak dlhopisové výnosy stúpili, najmä na dlhšej splatnosti, zvýšili sa aj rizikové prirážky k podnikovým dlhopisom. Americký dolár, ktorý je považovaný menu, do ktorej sa investori utiekajú v období stresu, posilnil.

Investori sa boja vysokých úrokových sadzieb, ktoré tu, zdá sa, budú s nami dlhšie ako pôvodne predpokladali. Naznačili to obe najväčšie centrálné banky sveta. ECB v polovici septembra zvýšila sadzby a potvrdila zámer držať sadzby vysoko tak dlho ako to bude potrebné - čo je vlastne neutrálna formulácia, ale trh si to vysvetlil ako prejav prístnosti centrálnej banky. A potom americká centrálna banka síce sadzby na svojom zasadnutí 20. septembra nezmenila, ale na druhej strane potvrdila svoj zámer zvýšiť sadzby v tomto roku ešte raz a zároveň si myslí, že v ďalších rokoch bude sadzby znižovať pomalšie ako doteraz predpokladala.

Nuž, všetko samozrejme závisí od vývoja inflácie. Pričom nestačí, že inflácia bude klesať, ale bude potrebné aj to, aby neboli faktory, ktoré majú potenciál ju rozduchať v budúcnosti.

Vo všeobecnosti každá jedna inflácia je spôsobená nerovnováhou na trhu, keď sa príliš veľký dopyt stretáva s príliš malou ponukou. Sú tri hlavné zdroje takejto nerovnováhy. Jeden je externý, týkajúci sa najmä celosvetových cien ropy a potravín a v každej ekonomike dva interné, týkajúce sa úverového trhu a trhu práce.

Ropa a potraviny sú dôležité kvôli tomu, že tvoria vysoký podiel v spotrebnom koši domácností a navyše ich spotrebu nevieme v čase rastúcich cien znížiť (hovoríme, že sú cenovo neelastické) a tak sa ich cena plne prejavuje v ponúkaných tovaroch a službách a teda v peňaženke spotrebiteľov, kde vytvára tlak na zamestnávateľov aby zvyšovali mzdy. Vyššie mzdy

vytvárajú vyšší domáci dopyt, inflačná špirála sa roztáča.

Ďalej, mzdy sú spolu s úvermi najväčším zdrojom peňazí v ekonomike. Centrálna banka teda musí postrážiť, aby nerástli veľmi rýchlo, ale ani veľmi pomaly či dokonca aby neklesali.

Neexistuje presné číslo pre optimálny rast nominálnych a reálnych (tzn. očistených o infláciu) miezd. Pre každú ekonomiku je iné, napríklad dlhodobé je pre americkú ekonomiku v porovnaní s európskou o niečo vyššie, lebo rast produktivity práce je v USA trochu vyšší. Ale veľmi zhruba povedzme pod 1 % je nízke číslo a nad 4 % príliš vysoké.

Ani pre úvery neexistuje optimálne číslo. Ale z dlhodobého hľadiska musia rásť približne tak rýchlo ako mzdy, lebo mzdy sú hlavným zdrojom úverových splátok, a teda podiel úverových splátok na mzdách nemá ani veľmi narastať a ani veľmi neklesať. Samozrejme, závisí aj od úrokov – čím sú vyššie, tým viac zo mzdy odkrajujú.

Aktuálne sa úverový trh v USA ochladzuje. Hypotekárne úvery, ktoré tvoria asi tri štvrtiny úverov pre domácnosti (takmer 20 bil. USD, asi 73 % HDP) rástli v 2Q 2023 medziročne o 3.8 %, predtým o 4.9 %. Trend je dobrý, problémom nie teraz ale skôr vo vzdialenejšej budúcnosti bude, že len 5 % hypotekárnych úverov má variabilnú sadzbu. Preto postupne ako sa budú súčasne vysoké úrokové sadzby postupne odrážať vo fixáciách úverov, budú sa zvyšovať úrokové splátky a bude sa znižovať kúpyschopnosť amerických domácností, najmä ak si uvedomíme, že v USA sú fixácie dlhé. Aktuálny nový priemerný úrok na 15 ročnú hypotéku v USA je 7.0 % a na 30 ročnú 7.8 %, ešte v roku 2021 boli tieto sadzby na úrovni 2.5 % a 3 %. Navyše, ceny nehnuteľností opäť rastú a nové hypotéky nie sú malé.

Situácia sa zlepšuje aj v oblasti amerických spotrebných úverov (5 bil. USD, 18 % HDP), v 2Q 2023 medziročne rástli o 5.2 %, predtým o 6.6 %. Na

spomalenie je najvyšší čas, lebo už rastie jednak podiel nesplácaných úverov (delikvencia) a jednak prudko narástli úroky – napríklad na kreditných kartách na brutálnych 21 %, najviac v zaznamenanej histórii od roku 1972.

Spomaľujú, ale zároveň sa predražujú nielen úvery pre domácnosti, ale aj podnikateľské úverové zdroje, čo sú hlavne úvery od komerčných bánk a podnikové dlhopisy. Tak napríklad malé podniky v USA si v roku 2022 požičiavali na krátky čas priemerne za 6 %, teraz je to už takmer 10 % a rastu niet konca. Pri podnikových dlhopisoch firiem s dobrým (investičným) ratingom sú kreditné prirážky priemerné, ale vzhľadom na vysoké výnosy podkladových aktív (zjednodušene štátnych dlhopisov) sú úvery veľmi drahé. Ešte horšia situácia je pri dlhopisoch s horším (špekulatívnym) ratingom, tak sú dlhodobo nadpriemerné aj podkladové aktíva aj kreditné prirážky. Financovanie týchto podnikov sa predražuje.

Čím dlhšie teda bude FED držať sadzby vysoko, tým väčšie problémy v budúcnosti budú mať dlžníci – to platí pre domácnosti, firmy a aj verejný sektor (štát). Preto treba sadzby držať vysoko len tak dlho ako je to nevyhnutné. A keďže situácia sa tu už upokojuje, FED by mohol sadzby znižovať. Ale dovoľí mu to situácia na trhu práce?

Nominálne mzdy v USA síce stále rastú prirýchlo, v septembri medziročne o 4.2 % (dlhodobý priemer je okolo 3 %), ale tempo rastu sa od leta 2022 neustále spomaľuje. Centrálna banka však nepozera len na aktuálny vývoj miezd, ale hlavne na faktory, ktoré budú ovplyvňovať mzdy v budúcnosti. A tie nevyzerajú dobre.

Nezamestnanosť sa drží blízko historických miním na 3.8 %, aj počet nových žiadostí o podporu v nezamestnanosti je veľmi nízky. Stále sa tvorí veľa nových pracovných miest, firmy nechcú prepúšťať zamestnancov a dokonca stále klesá aj počet odpracovaných hodín v priebehu týždňa. Ako – tak klesá počet ľudí, ktorí dobrovoľne menia prácu. Ale celkovo americký trh práce nevyzerá ako trh, ktorý je pod tlakom a ktorý potrebuje nižšie sadzby.

Toto si iste uvedomuje aj americká centrálna banka a očakávam, že bude kvôli trhu práce zdržanlivá.

V eurozóne je situácia podobná, len „v bledomodrom“.

V auguste rástli úvery pre domácnosti v menovej únii len 0.5 percentným medziročným tempom, ešte minuloročnom auguste to bolo 4.5 %. Úvery spomaľujú hlavne od mája toho roku a teraz rastú výrazne pomalšie ako je dlhodobý priemer (okolo 2.4 %).

Úvery pre firmy rastú ešte pomalšie, v auguste 2023 medziročne o 0.1 % (v auguste 2022 medziročne o 7.8 %). Aj tieto úvery spomaľujú hlavne od mája a teraz rastú výrazne pomalšie ako dlhodobý priemer (2.1 %). Platí, že aj v Európe aj v USA sú podnikové dlhy financované viac úvermi než dlhopismi, ale v Európe je podiel úverov na dlhu vyšší než v USA, a teda každá zmena úverov, a teda aj pokles úverov, je v Európe o niečo významnejší.

Úvery spomaľujú vo všetkých troch veľkých ekonomikách eurozóny – v Nemecku, vo Francúzsku a v Taliansku – a to aj pre domácnosti aj pre firmy a všade sú pomalšie ako dlhodobý priemer. V Taliansku dokonca klesajú, úvery pre domácnosti v auguste medziročne o 0.6 % a podnikové úvery až o 7.2 %. Vplyv rastúcich úrokových nákladov je tak čiastočne kompenzovaný poklesom úverov.

Podobne ako v USA aj v Európe rastú pri podnikových dlhopisoch výnosy podkladových aktív (veľmi približne nemeckých dlhopisov) a zároveň aj kreditné (rizikové) prirážky. A tak aj v eurozóne preto rastú celkové úrokové náklady aj pri financovaní prostredníctvom dlhopisov, aj to najmä pre firmy s nižším, špekulatívnym, ratingom.

Vývoj úverov v eurozóne je už jasne súci na pokles úrokových sadzieb. Čo ale trh práce?

V auguste bolo v eurozóne nezamestnaných necelých 11 miliónov ľudí, čo je najnižšie číslo v histórii menovej únie. Najnižšia je teda samozrejme aj miera nezamestnanosti, na úrovni 6.4 % a napriek vysokým úrokovým sadzbám a napriek spomalenému hospodárskemu rastu sa nezamestnanosť nezvyšuje. Preto chyba konkurencia na trhu práce, čo tlačí a ďalej

môže tlačit' na rast miezd v budúcnosti. Samotné mzdy rástli v 2Q 2023 v eurozóne príliš rýchlo, medziročne o 4.6 % a zatiaľ nejavili známky výrazného spomalenia.

Trh práce je v eurozóne napätý a je dôvodom minimálne pokračovania vysokých úrokových sadziieb, ak nie ešte ich zvýšenia.

Ak zoberieme hlavné faktory vnútornej rovnováhy, tak potom sa v USA a najmä v eurozóne úverový trh ochladzuje a tu môžu byť centrálné banky so svojimi výsledkami spokojné. Trh práce je ale stále napätý a potrebuje ešte vysoké sadzby, dokonca si vieme predstaviť aj ďalšie zvyšovanie sadziieb, najmä v USA.

V USA aj iné parametre napovedajú, že spotreba domácností je stále prisilná. Napríklad to vidno na nadmernom maloobchode, na slabých úsporách. A firemné investície naďalej dynamicky rastú. Recesia americkej ekonomiky nie je vôbec pravdepodobná, dokonca môžeme povedať, že hospodárstvo rastie slušným tempom. To centrálnej banke významne uvoľňuje ruky.

V eurozóne je situácia horšia. Firemné investície tu tiež rastú, ale pomalšie než v USA. Spotreba domácností stagnuje, dokonca v Nemecku a vo Francúzsku klesá. Možnosti ECB ďalej sprísňovať menovú politiku sú oveľa nižšie než v USA.

Z krátkodobého hľadiska by mal silný trh práce podržať aj americkú aj európsku ekonomiku pred výrazným spomalením a súčasné veľmi vysoké sadzby nenarobia veľké škody, aspoň nie z krátkodobého hľadiska. Je tu ale jedna vážna hrozba, ktorá by mohla donútiť centrálné banky držať sadzby na vysokej úrovni dlhšie, než by to bolo z hľadiska vnútorných ponukovo – dopytových faktorov primerané. A teda banky by museli držať sadzby vysoko napriek významnému riziku vzniku recesie a ekonomiky by čelili istý čas vysokej inflácii a recesii zároveň, a teda stagflácii.

Touto hrozbou sú vysoké ceny energií.

Cena ropy sa v marci 2022 po vpáde Ruska na Ukrajinu dostala až na 130 USD za barel, potom ešte do leta zostávala na stále vysokých 120 USD. Rok predtým

boli na úrovni okolo 70 USD, medziročne tak narástla o 70 %.

Plyn zdražiel aj v USA aj v Európe, ale v Európe mal dlhšiu a prudšiu históriu zdražovania, lebo Gazprom už v roku 2021 škrtil kohútiky na potrubiach do Európy, plynové zásobníky sa plnili menej. A plyn kvôli komplikovanej prepravnej infraštruktúre nemožno len tak zo dňa na deň presúvať po svete z oblastí kde je lacnejší do oblastí kde je drahší.

Priemerná cena plynu v USA bola v roku 2021 medziročne vyššia o 17 %, v roku 2022 o 68 % a v tomto roku klesla o 32 %. Celkovo sú priemerné ceny plynu v USA v tomto roku oproti roku 2020 vyššie o 33%. V Európe rástli priemerné ceny plynu v roku 2021 o takmer 400 %, v roku 2022 o ďalších 180 % a v roku 2023 poklesli o takmer 70 %. Celkovo sú priemerné ceny plynu v Európe za rok 2023 oproti priemeru za rok 2020 vyššie o takmer 330 %, teda ide o desaťnásobný rast toho čo v USA.

Na jeseň 2022 sa svetové ceny ropy stabilizovali a začali klesať. Kľúčovú úlohu zohrali USA, jednak postupne najviac z veľkých ťažiarov zvyšovali ťažbu a jednak začali od apríla 2021 uvoľňovať ropu zo svojich strategických rezerv.

Plyn bol kvôli spomínanej prepravnej infraštruktúre väčším orieškom, ale podarilo sa zmeniť dodávateľov. Kým v roku 2021 asi 40 % plynu do Európy dodávalo Rusko, 20 % bolo LNG (najmä Katar a USA), 20 % Nórsko a zvyšok Alžírsko, Veľká Británia a Azerbajdžan, v roku 2023 má Rusko podiel už len cca 10 %, LNG narástol až na vyše 40%, Nórsko na 30 % a podiel ostatných tiež mierne zvýšil. Cena plynu sa začala od jesene 2022 znižovať. Pokles cien ropy a plynu boli hlavným faktorom znižovania celkovej spotrebiteľskej inflácie v Európe a v USA.

Teraz sa situácia zasa otáča. Na trhu s ropou veľkí producenti ropy z OPEC+, najmä Saudská Arábia a Rusko, znižujú produkciu, aby zvýšili ceny. Tak napríklad spomínaná Saudská Arábia znížila objem ťažby za posledný rok o 2 milióny barelov denne, čo je približne 2 % svetovej ťažby. Cena ropy od leta 2023 vzrástla z cca 70 USD na dnešných povedzme 90 USD, čo je za pár mesiacov + 30 %. To sa nevyhnutne prejavuje a prejaví v spotrebiteľskej inflácii.

Navyše, ani vyhliadky nie sú dobré. Okrem USA sú kľúčoví producenti ropy a plynu – Blízky východ a Rusko – totalitné krajiny, kde majú vojenské a politické záujmy prednosť pred ekonomickými a kde je tým pádom ekonomická politika nepredvídateľná. Rusko chce za každú cenu vyhrať nad Ukrajinou a „západom“, a vojna medzi Izraelom a Hamásom narušuje ekonomické siločiaru na Blízkom východe. V ohrození je nielen výstavba budúcej infraštruktúry, ale doslova aj fyzicky súčasná infraštruktúra, napríklad nórskych plynových potrubia (hlavne pred zimou) a iné.

Ak by sa viaceré riziká materializovali, vrátane ďalšieho obmedzenia ťažby, cena ropy a plynu by mohli opätovne prudko rásť, zvyšovať celkovú spotrebiteľskú infláciu a nútiť centrálnu banku do prísnejšej menovej politiky. Tentoraz ale bez vankúša, ktorý teraz tvorí stále silný domáci dopyt.

Na druhej strane ale je ohrozený aj dopyt, najmä kvôli Číne. Nielen preto, že aktuálny rast čínskej ekonomiky zaostáva za očakávaniami, ale hlavne kvôli Taiwanu.

Anexia Taiwanu nie je otázkou či ale len kedy. Obe krajiny sa pilne pripravujú na vojenskú konfrontáciu. Aj Čína aj Taiwan vedia, že majú len jeden pokus tento asymetrický útok vyhrať alebo odraziť a musia použiť všetky dostupné zbrane, vedomosti a taktiky. Okrem celosvetového výpredaja na akciových trhoch by to pravdepodobne viedlo k skokovitému poklesu cien energií.

Situácia je extrémne komplikovaná, pričom viacero inflačných faktorov nemožno odhadnúť a ani sa na nich pripraviť. Centrálnym bankám nie je čo závidieť. No schválne, vedeli by povedať, dokedy budú trvať vysoké úrokové sadzby?

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 finančného 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.