

## KOMENTÁR

27. október 2021

### Ostanú úrokové sadzby v eurozóne nízke navždy?

Za posledné roky sme si zvykli na nízku infláciu a jej aktuálne zvýšené úrovne nás prekvapili. Ide o dočasný alebo o trvalý jav a ako na to zareaguje naša Európska centrálna banka? Dočkáme sa „konečne“ v eurozóne vyšších úrokových sadzieb?

Infláciu dnes ťahá nahor niekoľko všeobecných faktorov. Na strane ponuky – dodávateľov tovarov a služieb – ide hlavne o vyššie ceny energií a vstupných komponentov do výroby. Lebo v minulom roku sa priemyselná produkcia prudko znížila, znížili sa objednávky komponentov a aj ich zásoby. Potom však začala priemyselná produkcia opätovne prudko rásť a dnes sa v hlavných vyspelých ekonomikách vyrába už toľko tovarov ako pred koronakrízou, v Číne o niečo viac. Nedostatok zdrojov sa snúbi s nedostatkom prepravných kapacít a tak tovar dostane ten, kto ho preplatí. Problémy nie sú len s materiálnymi, ale aj „ľudskými“ vstupmi, so zamestnancami. Nezamestnanosť je niekde vzhľadom na dynamiku hospodárskeho rastu príliš nízka a niet odkiaľ čerpať pracovné sily.

Producentskú infláciu ešte viac akcelerujú ceny potravín a energií, ktoré rastú rýchlejšie než „bežná“ (jadrová) produkčná inflácia. Dodávateľia potravín tak ako iní bojujú s nedostatkom vstupných surovín, s výpadkami v dopravných kapacitách, so zvýšenými nákladmi na dopravu a so zvyšovaním ceny pracovnej sily (obe položky sa významne podieľajú na cene potravín).

Prudko sa zvyšujú aj ceny energií, medziročné rasty cien ropy, plynu, uhlia dosahujú desiatky aj stovky percent. Zimné lockdownové home officey a klimatizácie počas horúceho leta vyčerpali zásobníky energií na severnej pologuli a okrem tohto dopyt po elektrine prudko zvyšuje aj rýchlo rastúci priemysel, pričom ťažobné kapacity sa ešte nestačili zotaviť z koronakrízovej odstávky. Vplyv týchto faktorov pretrvá do ďalšieho roku.

Infláciu ťahá nahor nielen problémová ponuka, ale aj silný dopyt. Pracovné príjmy, ktoré koronakríza okresala, boli významne kompenzované sociálnymi príjmami a, zdá sa, že viac, než bolo potrebné. Miera úspor sa zvýšila a vytvorila akýsi „mešec“ pripravený na mŕňanie. Celkovo teraz obyvatelia eurozóny kupujú toľko tovarov, ako by kupovali, ak by koronakríza vôbec nebola, a v USA sa kupuje dokonca až o 10 – 15 % tovarov viac, než by bolo dnes prirodzené. Silnú spotrebiteľskú dôveru potvrdzuje aj rast cien v tzv. big-ticket items, tzn. domov či automobilov. Fiškálna a menová stimulácia v USA

a v eurozóne stále pokračuje a navyše sa blížia Vianoce, a tak dopytová stránka len tak ľahko neoslabne.

Vyššia inflácia teda ešte nejaký čas pretrvá. Otázka je, dokedy a či sa z nej nestane trvalý stav. Alebo či dokonca nebude aj vyššia ako dnes a či teda ECB nemá reagovať.

Predovšetkým je dnešná inflácia výsledkom zhluku jedinečných neopakovateľných faktorov. Ešte nikdy sa nestalo, že by ľudstvo postupne, opatrne a nekoordinovane otváralo ekonomiky po globálnej pandémie sprevádzanej poklesom ekonomickej aktivity a zároveň verejnými stimuláciami zvýšilo dopyt po celkových tovaroch a navyše zmenou spotrebiteľského správania špeciálne po niektorých tovaroch. Toto sa deje v prostredí vysoko globalizovanej a previazanej ekonomiky, kde stačí jedno zatvorenie továrne na opačnej strane zemegule a produkcia je ohrozená. Toto však nie je normálny a ani žiaduci stav, ide o stav trhovej nerovnováhy. A ten sa nemôže udržať dlhodobo.

Dominantným spotrebiteľom sú dnes americké domácnosti. Tam sa však verejné podpory končia a celkové úspory sú už len o nejakých 300 mld. USD vyššie, ako by boli bez koronakrízy. Vankúš je malý. Americké domácnosti sa budú musieť dostať do rovnováhy, rast spotreby sa spomalí. To pomôže globálnemu dopytu a prinesie nižší dopytový inflačný tlak napríklad aj pre európske domácnosti.

Spomalenie dopytu zníži tlak na firmy, a keďže firmy sa majú dobre len vtedy, ak sa majú dobre ich zákazníci, pri spomalení spotreby sa spomalia aj ich tržby a zisky. Pozor, nehovoríme o prepade ziskov, lebo koronakríza pravdepodobne priniesla optimalizáciu nákladov v niektorých firmách, napríklad home officey šetria náklady na kancelárie. Zároveň sa pravdepodobne firmám podarí odstrániť problémy v dodávateľsko-odberateľských vzťahoch, a teda sa dostanú do rovnováhy.

Postupne sa do rovnováhy dostanú aj štáty, ktoré celú krízu zobrali na seba (rozumej na úkor ďalších generácií). Vlády hospodárili a stále aj hospodária s obrovskými deficitmi - napríklad deficit štátneho rozpočtu USA v prvom štvrtroku 2021 kulminoval na takmer 19 % HDP a ešte v 3. štvrtroku 2021 bol ešte stále na vysokých 12 % HDP. A to pritom už v 2Q 2021 vzrástla americká ekonomika medziročne o vyše 12 %.

Americký verejný dlh vzrástol len za krátke krízové obdobie o štvrtinu ročného HDP. Dlž rástol vo väčšine krajín, najmä vo vyspelých. Napríklad rovnako o 25 % HDP vzrástol dlh v Španielsku či vo Veľkej Británii. O 20 % v Taliansku, vo Francúzsku, v Kanade. Takéto nárasty verejného dlhu aj vo vysoko zadlžených krajinách eurozóny nateraz nikoho „nevzrušujú“ – ved' koronakríza je bezprecedentná udalosť a navyše jeden z najvyšších rastov dlhu zažila „vzorná“ americká ekonomika, „tak čo“.

Čo je však nevyhnutné, aj tento vyšší „postkoronový“ verejný dlh musí byť v rovnováhe. A to veľmi napovedá o budúcnosti úrokových sadzieb v eurozóne.

Kým nie je eurozóna fiškálnou úniou, musí sa riadiť najslabším ohnivkom v reťazi. A tým nie je Grécko, hoci má najvyšší verejný dlh spomedzi krajín eurozóny 206 % HDP za rok 2020. Totižto Grécko má väčšinu dlhu v pôžičkách, ktoré sú proti zvyšovaniu sadzieb odolné. Dlž vo forme štátnych dlhopisov, ktorý je, naopak, citlivý na zvyšovanie sadzieb, tvorí len 47 % gréckeho HDP.

Najcitlivejšou krajinou eurozóny na zvyšovanie úrokových sadzieb je Taliansko, ktoré malo v roku 2020 verejný dlh na úrovni 156 % HDP, čo je síce menej ako Grécko, ale taliansky verejný dlh vo forme štátnych dlhopisov tvorí až 131 % tamojšieho HDP. V porovnaní s Gréckom má Taliansko vyššiu relatívnu expozíciu svojho dlhu na finančnom trhu. Ide o obrovskú ekonomiku a má aj obrovskú absolútnu expozíciu – prostredníctvom dlhopisov dlhuje až 2.2 bil. eur. Pred ním je len Francúzsko, ktoré je s 2.3 bil. eur najväčším dlhopisovým dlžníkom v eurozóne.

Ak by ECB zvýšila úrokové sadzby, okamžite by sa zvýšili výnosy na dlhopisoch. V prípade Talianska by to hneď vyvolalo aj diskusie o udržateľnosti dlhu a výnosy na dlhopisoch by ešte viac zvýšilo rastúce kreditné riziko. Mohla by sa roztočiť špirála zvyšovania výnosov na dlhopisoch a tým aj špirála dezintegrácie eurozóny.

Keďže zvyšovanie sadzieb je pomerne výrazným počínom v živote centrálnej banky, dotknutej menovej oblasti a aj finančného trhu ako celku, tzn. vyššie výnosy by ovplyvňovali náladu na trhu dlho a negatívne.

Taliansko a aj iné krajiny eurozóny nemajú žiadnu šancu zlepšiť v dlhodobom horizonte svoje dlhové parametre. Majú jedínú šancu, ako nezbankrotovať, a to držať svoje náklady na svoj dlh na veľmi nízkych úrovniach, tak ako to robí napríklad Japonsko – podľa princípu, ak sú náklady na dlh nulové, je jedno, aký veľký je dlh. Japonský verejný dlh je najvyšší na svete a dosahuje takmer 260 % HDP, ale vláda zaň platí na úrokových nákladoch len okolo 0.50% HDP. Výnosy japonských dlhopisov sú veľmi nízke, napríklad 10-ročný výnos za posledných 5 rokov bol priemerne len veľmi tesne nad nulou. K tomu musí smerovať aj Taliansko (ktoré dnes platí na úrokoch na verejnom dlhu viac ako 3 % svojho HDP) a ďalšie štáty Európy a sveta. Inak sa dlhové náklady stanú pre nich príliš veľkým „sústom“ a zbankrotujú. O to viac, že pri Japonsku je verejný dlh vo väčšine domácim dlhom, ale verejné dlhy v eurozóne sú z veľkej časti dlhom zahraničným.

Nie je ani šanca, že dlžníci sa z toho „vylížu“ zrýchlením hospodárskeho rastu tak, aby sa podiel verejného dlhu na HDP znižoval zvyšovaním HDP. To nebude možné. Krajiny eurozóny neuskutočnili žiadne významné reformy, ktoré by zaradili v ich hospodárskom vývoji vyššiu rýchlosť. Naopak, budú čeliť spomaleniu hospodárskeho vývoja, lebo demografia nepustí.

Vo všetkých vyspelých krajinách a zvlášť v Taliansku narastá podiel obyvateľov v postproduktívnom veku, ktorí, ekonomicky poňaté, predstavujú nulový prírastok produktivity a zdrojov hospodárskeho rastu, ale zároveň predstavujú významný príspevok k rastu použitia ekonomických zdrojov. Podiel populácie v produktívnom veku nezastaviteľne klesá, naopak, sociálne výdavky a výdavky na zdravotníctvo rastú. Táto kombinácia faktorov je pre hospodársky rast zničujúca.

Ak chce eurozóna prežiť, musí držať úrokové sadzby nízko naveky a smerovať verejné dlhy hlavne niektorých krajín k nule. Napriek dnešnej vysokej inflácii, ktorá aj tak nebude trvať večne. Predpokladáme, že toto si uvedomuje aj ECB.

**Richard Tóth**  
hlavný ekonóm

---

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