

Márny BoJ ECB

Guvernér Európskej centrálnej banky Mario Draghi nie je spokojný s nízkou infláciou v eurozóne. Podľa neho bude potrebné ekonomiku znovu stimulovať - znížením sadzieb či opätovným naštartovaním výkupu cenných papierov (tzv. kvantitatívnym uvoľňovaním). A to len necelý polrok po tom, čo ECB takýto výkup papierov ukončila. Guvernér takisto dodal, že zvyšovanie úrokových sadzieb sa odkladá za horizont polovice roka 2020.

Dnes je však snáď už takmer každému jasné, že žiadne zvyšovanie sadzieb sa v roku 2020 konať nebude. Ekonomika eurozóny nebude o rok v lepšom stave ako teraz, krajiny neurobili žiadne významné štrukturálne reformy. Eurozóna sa bude stretávať s dôsledkami brexitu, Taliansko bude bojovať s väčším dlhom, medzinárodné prostredie s motivovanou Čínou a predvolebným USA bude minimálne tak komplikované ako dnes a demografia bude zase o niečo horšia. Jednoducho, nateraz nie je ani jeden relevantný argument, prečo by sa mala európska ekonomika začať prehrievať, a teda aby úrokové sadzby rástli. Dokonca predpokladáme, že sa úrokové sadzby v eurozóne nebudú zvyšovať už nikdy.

Ekonomika eurozóny totižto bez stimulov rásť nevie. Hneď v prvých rokoch existencie menovej únie ju v rokoch 2001 – 2003 prekvapila celosvetová recesia a vlády na ňu reagovali fiškálnou stimuláciou – rastom rozpočtových deficitov. Neskôr, pred krízou 2008 - 2009, ju ťahal mohutný, dvojciferný rast úverov aj pre firmy a aj pre domácnosti. Počas krízy opätovne nastúpili deficity, tesne po nej programy lacných peňazí od ECB a aj napriek tomu sa eurozóna dostala do recesie. ECB naštartovala kvantitatívne uvoľňovanie, ale rast trval len chvíľu. Celá história eurozóny je tak jednou veľkou stimuláciou.

Eurozóna jednoducho nasleduje osud Japonska. Od polovice 90. rokov bojuje krajina vychádzajúceho slnka s nízkym hospodárskym rastom, s nízkou infláciou, a pritom neustále stimuluje. Úrokové sadzby sú od roku 1998, viac ako 20 rokov, prakticky na nule, a zjavne sa zvyšovať nebudú. Celková bilančná suma japonskej centrálnej banky (Bank of Japan, BoJ) sa dlhé roky až do roku 2012 držala pod 30% HDP, ale potom začala banka mohutne vykupovať cenné papiere a bilančná suma začala prudko rásť. Aktuálne presiahla 100% HDP (pričom 85% HDP tvoria vládne cenné papiere) a rastie ďalej. Japonsko dokonca v rokoch 2012 až 2014 aj prudko oslabilo jen (aby zvýšilo ceny dovážaných tovarov), ale s infláciou to nezamávalo.

Nielen centrálna banka stimulovala, ale aj japonská vláda. Nižšie dane a vysoké verejné výdavky zvyšovali deficity a verejný dlh stúpал až do takej miery, že sa s hodnotou 240% HDP stal najvyšším na svete. Mimochodom, úroveň verejného dlhu je priestor, kam až môže centrálna banka pri QE zájsť. A teda, keď teraz nakúpila cenné papiere v objeme 100% HDP, môže nakúpiť ďalšie papiere v objeme 140% HDP. Samozrejme, v budúcnosti môže byť deficit

ešte vyšší a Bank of Japan tak môže priamo financovať deficitné hospodárenia japonskej vlády. Prípadne môže vykupovať aj iné papiere z domáceho trhu, napríklad hypotekárne záložné listy. Limity kvantitatívneho uvoľňovania sú v podstate neobmedzené. Otázne je ale, či sa to vôbec zastaví, a ak, tak kedy. A čo sa stane potom.

Aj eurozóna môže samozrejme stimulovať, avšak tu sú podmienky v porovnaní s Japonskom výrazne obmedzenejšie. Predovšetkým, nejde o jednoliatu krajinu, ale o hospodársky heterogénnu menovú úniu viacerých fiškálnych oblastí. A tu sa vlády musia vďaka maastrichtským kritériám „krotiť“. Podľa kritérií by verejný deficit nemal presiahnuť 3% HDP a verejný dlh by mal klesať pod 60%, s čím majú problémy práve tie krajiny, ktoré by fiškálnu stimuláciu potrebovali najviac - Grécko, Taliansko.

Aj menová politika je obmedzená. Úrokové sadzby sú síce na nule a síce môžu ísť ešte nižšie, ale toto teritórium je pomerne nové, nepreskúmané (záporné sadzby má len Švédsko a Švajčiarsko). A už aj teraz sú komerčné banky „sadzbovo“, prostredníctvom záporných úrokov na depozitách, nútené poskytovať úvery, a predsa to nefunguje. Niet totiž komu úvery poskytovať, aspoň nie v takom meradle, ako si ECB predstavuje.

A kvantitatívne uvoľnenie má tiež limity. Aktuálne je majetok ECB asi na 40% HDP, z toho polovicu tvoria vládne dlhopisy. Je to menej ako v Japonsku, ale aj celý verejný dlh je výrazne nižší ako v Japonsku, tvorí približne 85% HDP. A tak má ECB oproti japonskej centrálnej banke výrazne menší priestor. A navyše, ako sme už spomínali, aj perspektíva rastu dlhu je nižšia než v Japonsku. Navyše, ECB má kupovať cenné papiere jednotlivých krajín v takom pomere, v akom tvoria podiely na základnom imaní ECB. Medzi úrovňou verejného dlhu a podielom krajiny na základnom imaní ale nie je proporcia, dokonca pri niektorých krajinách ani je čo vykupovať a naopak, niektoré krajiny by potrebovali vykupovať viac. Nerovnováha je zjavná.

ECB má problém aj so stimuláciou prostredníctvom oslabenia kurzu, lebo väčšina faktorov tlačí na dlhodobé posilňovanie eura. Predovšetkým vďaka slabému domácomu dopytu v eurozóne je zahraničný obchod prebytkový, mimo eurozóny je inflácia silnejšia a opätovne rastie podiel eura ako rezervnej meny sveta. A to ECB zmeniť nevie.

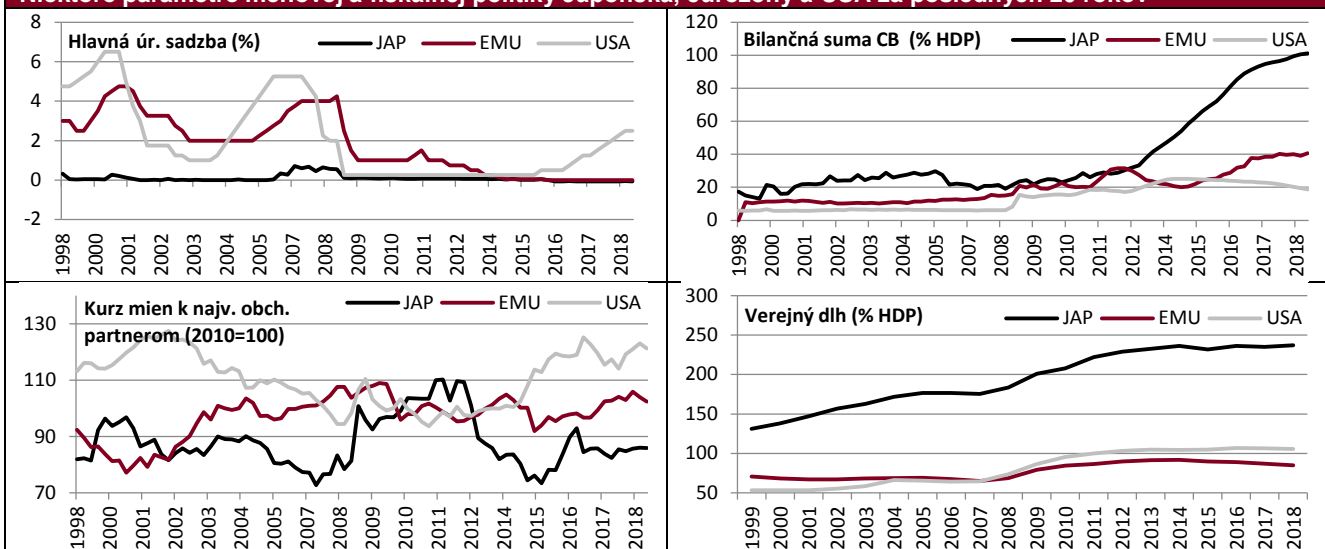
Jednoducho, ECB môže ďalej stimulovať, ale menej ako Japonsko a výrazne menej ako povedzme USA. A navyše aj tak ide o boj s veternými mlynmi. Problém európskej ekonomiky nie je totiž v nedostatku peňazí, naopak, tých je prebytok. Problém európskej ekonomiky je štrukturálny – má zle nastavené podnikateľské prostredie a aj zlú demografiu. A s tým žiadna menová politika, ani ECB

nezmôže nič. Nerovnováhy sa budú kumulovať a naštartovať hospodársky rast sa aj tak nepodarí. Dnešná

politika stimulácií bude pre ďalšie generácie len danajším darom.

Richard Tóth
Hlavný ekonóm

Niektoré parametre menovej a fiškálnej politiky Japonska, eurozóny a USA za posledných 20 rokov



Poznámka: Kurz mien k najväčším obchodným partnerom = ide o vážený priemer kurzu; ak sa hodnota zvyšuje, kurz posilňuje a naopak (napríklad kurz USD voči košu mien najväčších obchodných partnerov USA od roku 2002 až 2008 oslaboval, potom do roku 2014 stagnoval a od roku 2015 posilnil)

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.