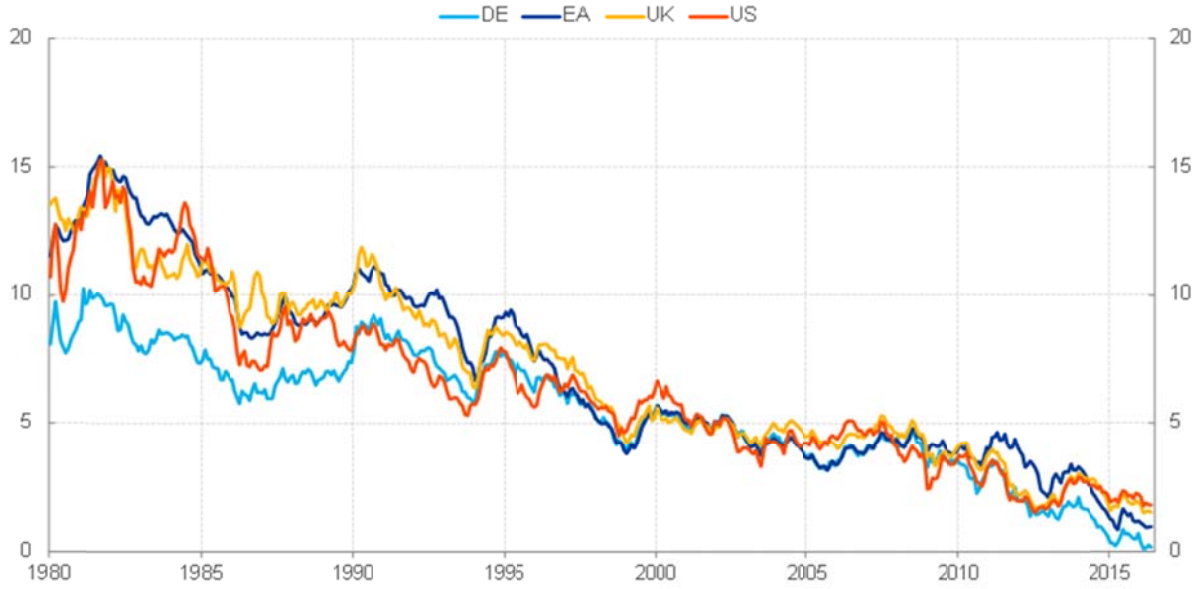
Záhadné rovnovážne úroky

Nulové alebo záporné úroky sú novým fenoménom posledných rokov. Pre niekoho sú veľmi kontroverzné a pokladajú ich za vyslovene škodlivú a nezmyselnú vec. Laicky to môže znieť naozaj príťažlivo. Zlé centrálne banky umelo znížili úroky na nulu (alternatívne vytlačili často veľmi veľa „nekrytých“ peňazí) a to je príčinou veľkého zla. To zlo je často popísané hlavne ako za dverami čakajúca hyperinflácia. My sme však naopak zažívali časy veľmi nízkej inflácie. Ako sa to dá vysvetliť ? Najnovšie poznatky o menovej politike také vysvetlenie ponúkajú. Na vine sú záhadné rovnovážne úroky. Alebo ak chcete na niekoho zapôsobiť v krčme, tak v technickej hantírke tzv. „r s hviezdičkou“.

Skúsme sa najprv čo najviac izolovať od rozhodnutí centrálnych bánk. Tie do krízy manipulovali s krátkodobými (dennými, resp. niekoľko týždennými) úrokovými sadzbami, zatiaľ čo tie dlhodobé úrokové sadzby boli plne v rukách trhu. Ak by centrálna banka bola voči vysokej inflácii nezodpovedná a umelo by nastavila krátkodobé úrokové sadzby príliš nízko, trh by s najväčšou pravdepodobnosťou posunul dlhodobé sadzby naopak vyššie, zohľadňujúc do budúcnosti vyššiu infláciu. Nikto predsa nebude investovať na 10 rokov za príliš nízku sadzbu, ak neverí centrálnej banke, že udrží nízku infláciu celé toto obdobie. A teda vo všeobecnosti tieto 10 ročné sadzby nie sú (aspoň do roku 2008) až tak závislé od „administratívnych“ zmien dennej úrokovej sadzby, ale viac zohľadňujú rastové očakávania ekonomík (vyšší očakávaný rast znamená vyššiu potrebu investícií, tj, vyšší záujem o voľné peniaze a teda vyšší úrok). Prípadne kvalitu rozhodnutí centrálnych bánk (hodnovernosť menovej politiky udržiavať infláciu blízko cieľa). Áno, naschvál hovorím pred krízou, pretože po kríze už samotné kvantitatívne uvoľňovanie znamená „umelé“ zásahy aj do dlhodobých úrokov. Preto sa pozrime na vývoj týchto dlhodobých úrokov do roku 2008.

10-ročné úrokové sadzby od 1980 (Nemecko, USA, VB, eurozóna)

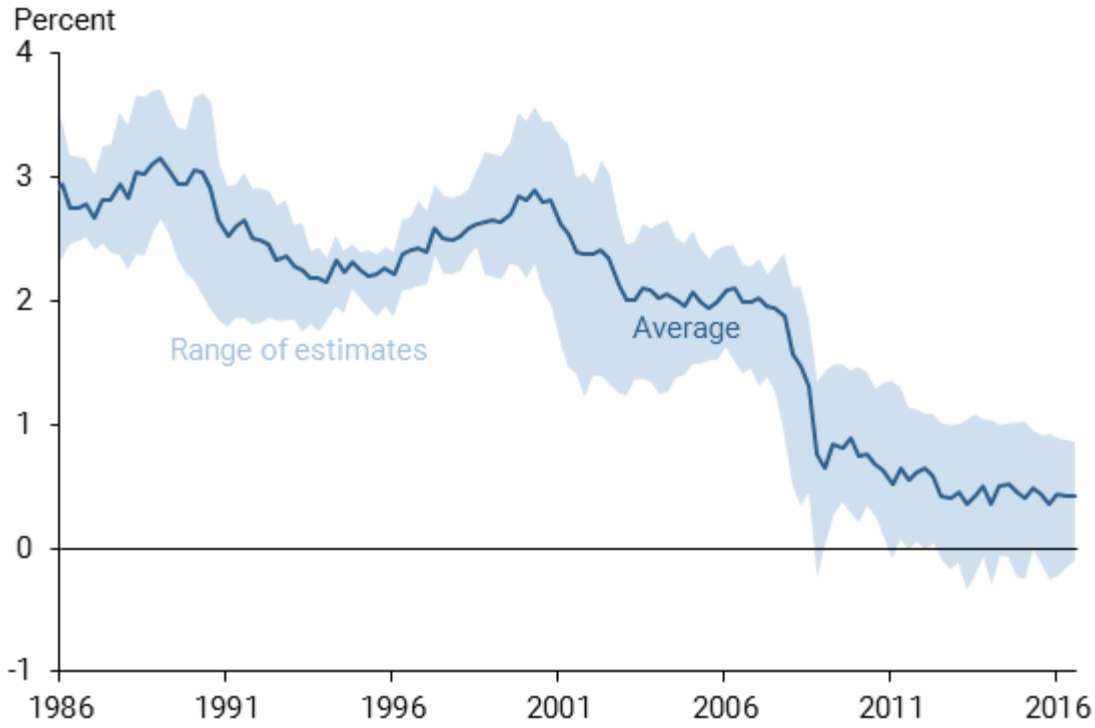


Ruku sa srdce, ak by neboli vyznačené roky na tomto grafe, vedeli by ste ukázať, kde je rok 2008 so začiatkom krízy (a z nej prameniace kvantitatívne uvoľňovanie vyústiac do „prudkého umelého poklesu úrokov“) ? Graf skôr naznačuje, že trhové dlhodobé úroky už klesajú viac ako 35 rokov...

A teda za tým poklesom nebudú len tie zlé centrálne banky. Dlhodobá úroková sadzba pozostáva z priemeru krátkodobej (tá pozostáva z reálnej krátkodobej a inflačných očakávaní) a tzv. časovej prémie. Do roku 2000 by časť poklesu mohla byť pripísaná znižujúcim sa inflačným očakávaniam a zvyšovaniu hodnovernosti centrálnych bánk, že splnia svoje inflačné ciele (väčšinou 2%).Pre detailnejší popis, pozri tu. Po roku 2000 sa tento pokles týmto faktorom nedá vysvetliť. Áno, kvantitatívne uvoľňovanie znižuje dlhodobé úrokové sadzby práve cez zníženie časovej prémie, keď z dlhopisového trhu miznú dlhopisy s dlhou splatnosťou. To sa však v eurozóne spustilo až v posledných dvoch rokoch. Čo sa teda dialo ?

Vo svete, kde neexistuje menová politika, by úroky boli určené rovnováhou medzi šetrením a investovaním. Ak má navrch šetrenie (tj, každý chce šetriť a málokto si chce požičať a investovať, pretože napríklad prevláda strach alebo pesimizmus o budúcnosti), takýto „rovnovážny“ úrok klesne – trh musí penalizovať šetrenie a zadotovať investovanie. Aj keď takéto rovnovážne úroky nevieme priamo pozorovať, existujú modelové prístupy, ako ich odhadnúť (vždy sa odhadujú ako tzv. reálne úroky, tj, odratúva sa inflácia, aby to bolo porovnateľné aj na dlhšom časovom úseku a medzi krajinami).

Odhad rovnovážnych úrokov v USA podľa rôznych odhadov (reálne úroky, tj, bez inflácie)



Zdroj: tu

Zdá sa, že do roku 2000 boli tieto reálne rovnovážne úroky na úrovni 2,5% (tj, ak by sme prirátali 2% inflačný cieľ, tak tento „neutrálny“ úrok bol 4,5%). Neskôr klesli na 2% (4% nominálne) a dnes sú niekde okolo 0,5% (tj, 2,5% úrok vrátane inflácie). S tým, že v eurozóny by v súčasnosti mohli byť okolo cca 0%, tj, 2% nominálne (treba brať len orientačne, viaceré prístupy dávajú odlišné bodové odhady, jeden z nich pozri tu).

Prečo to celé píšem ? Pretože ak budeme týmto odhadom aspoň ilustratívne veriť, tak napríklad v eurozóne celý pokles (nominálnych) úrokov do 2% bol daný makroekonomickými fundamentami, ktoré vôbec nesúvisia s menovou politikou... Až zníženie od úrovne 2% je tak dané „umelým“ zasahovaním centrálnej banky. V minulosti bolo potrebné znížiť úroky o 4-5 percentuálnych bodov, aby sme sa dostali z recesie. A teda nie je prekvapivé, že aj dnešné záporné úroky na úrovni –0,4% samé osebe negarantovali okamžité oživenie a s tým súvisiaci nárast inflácie.

Čo teda môžu byť fundamenty, ktoré dlhodobo znižovali motiváciu investovať a zvyšovali motiváciu šetriť ? Dôležitý argument sú horšie rastové vyhliadky. Čo sa týka menšej chute investovať, pri znižujúcej produktivite (už aj pred krízou) sú budúce investície menej ziskové. Klesajúca populácia znamená menší budúci zástup klientov. Väčší podiel služieb na úkor priemyslu môže znamenať menšiu potrebu veľkých investičných nákupov. Čo sa týka šetrenia, dožívanie dlhšieho veku znamená, že potrebujeme si viac našetriť. Demograficky silné ročníky vstupujú do „stredného“ kariérneho veku, kedy je šetrenie najvyššie. A zvyšujúce sa príjmové nerovnosti znamenajú, že príjem rastie rýchlejšie bohatším, ktorí prirodzene viac šetria. Alebo medzinárodný kontext, po ázijskej kríze si tieto krajiny robia oveľa väčšie úspory v najlikvidnejších cenných papieroch vyspelých ekonomík, bez veľkého ohľadu na výšku úročenia.

Samozrejme, po kríze to celé bolo znásobené strachom a pesimizmom. A práve na prekonanie týchto dočasných nálad (ktoré ešte viac zvyšujú úspory a tlačia tak na pokles úrokov) je dobré, že sa zapojili centrálne banky ako protiváha. Práve to totiž odporúčajú najnovšie verzie tzv. Taylorovho pravidla pre menovú politiku. Nereagovať zvýšením úrokov len na vyššiu infláciu a prehrievanie ekonomiky, ale aj na prílišný optimizmus a bezstarostnosť. A naopak.

Ján Tóth