

PRIPRAVTE SA NA NÍZKE VÝNOSY

(07.01.2016; Forbes; č. 1, s. 44-51; Vavrová Tatiana, Porubský Juraj) Najuznávanejší slovenský ekonóm, profesor na chicagskej univerzite a člen Bankovej rady NBS Ľuboš Pástor upozorňuje, že niektorí správcovia akoby hľadali sneh v lete. "Je to nebezpečné, môžete sa šmyknúť," varuje.

TATIANA VAVROVÁ, JURAJ PORUBSKÝ

FOTO: MIRO NÔTA

* Čo nás čaká tento rok?

Očakávame ďalší dobrý rok pre Slovensko, reálny hospodársky rast vyše tri percentá, potiahne ho hlavne domáci dopyt. To je tiež dobrá správa. Dôvodom je, že reálne mzdy majú pokračovať v raste a zníži sa aj nezamestnanosť. Bude teda pracovať viac ľudí, budú mať vyššie reálne mzdy, a to nás potiahne vpred. Ak naozaj porastieme o 3,1 percenta, čo je odhad NBS, bude to o viac ako percentný bod rýchlejšie než priemer eurozóny. Budeme ju dobiehať.

* Samé dobré správy, hoci atmosféra v Európe je skôr negatívna. Čím to je?

Sú tu riziká. Má ich aj spomínaný základný scenár. Môžu byť dokonca aj smerom nahor. Napríklad potvrdenie príchodu automobilky Jaguar Land Rover, ktoré v odhadoch premietnuté nebolo (očakáva sa zvýšenie rastu ekonomiky o 0,3-percentuálneho bodu). No na druhej strane nikto nevie, ako sa nakoniec vyhodí migračná kríza, hoci to je skôr politická otázka. Ekonomicky sa nevie, či by prílev migrantov predstavoval záťaž, alebo by skôr pomohol. Z rizík smerom nadol mám osobne obavu hlavne z finančných trhov.

* Čo sa môže stať?

Vnímam asymetriu rizík. Prudký pohyb smerom nahor je veľmi málo pravdepodobný, prudký pohyb nadol je pravdepodobnejší. Už zhruba rok máme veľmi nízke úrokové miery, záporné nominálne sadzby v mnohých krajinách, čo je bezprecedentná situácia. Pribalíte rizikovú prirážku, ktorá je tiež na minimách. Nie je veľmi priestor, aby výnosy dlhopisov išli ešte nižšie - a ich ceny teda vyššie. Ak však nastane nejaký geopolitický šok, ceny môžu klesnúť veľmi prudko. Možno bude rok 2016 pokračovať pokojne, ako to bolo v tomto roku. To by bol dobrý scenár. Geopolitických rozbušiek je však veľa. Ďalšia potenciálna hrozba môže prísť z rozvíjajúcich sa trhov, kde badať výrazné spomalenie rastu, napríklad v Číne. Zahraničný dopyt teda nemusí byť taký silný ako doteraz. Práve preto je pre Slovensko dobré, že čakáme silnejúci domáci dopyt.

* Na čo by sa mali v roku 2016 pripraviť drobní investori?

Na to, že ich výnosy budú nízke. To je hlavná správa. Úrokové miery v Európe v najbližšom čase nepôjdu hore. Akcie sú dosť vysoko ocenené, takže aj tam je nižší očakávaný výnos. Podľa predpovedí dosahuje equity risk premium, čo je prémia za držanie akcií, úroveň zhruba 3,5 % ročne, zatiaľ čo historicky býva v priemere 7 %. Inými slovami, očakáva sa, že diverzifikované portfólio svetových akcií bude mať výnos zhruba o 3,5 % vyšší, ako bude výnos bezrizikových štátnych dlhopisov. Samozrejme, je tam volatilita, môže to byť o 20 percent viac alebo aj menej, ale očakávaná hodnota je nižšia ako to, čo sme videli v minulosti.

* Čo spôsobí očakávané zvýšenie kľúčovej sadzby Fedu?

Bude záležať, akým tempom sa bude sprísňovať menová politika v USA. Ak rýchlejšie, ako trh očakáva, prejaví sa to v kurze dolára, ktorý sa posilní oproti euru. Ak pomalšie, zvýšenie sadzieb Fedu nemusí oslabiť euro. Všetko je o očakávaniach. Trh už kalkuluje so zvýšením sadzieb, a tak pôjde o rýchlosť. Ďalšie posilnenie dolára k euru by Európa aj uvítala, konečne by zdvihlo infláciu. V dolároch je kótovaná cena ropy, s ňou súvisí množstvo iných tovarov. Nikto si neželá japonský scenár, teda dlhodobú vlečúcu sa defláciu. Ich hospodárstvo za 20 rokov úplne ubila. Fed nám v tom môže zvýšením sadzieb paradoxne pomôcť.

* Sám ste v minulosti spomínali, že investujete pomerne agresívne hlavne do akciových fondov. Čo na tom zmenila kríza?

Uvedomil som si, že počas krízy je dobrý čas nakupovať. Škoda, že som nenakúpil ešte viac. Súčasne si teraz uvedomujem, že nás čaká obdobie nízkych výnosov. Osobne v mojom malom portfóliu mám teraz viac hotovosti ako obyčajne. V minulosti som si hovoril načo, veď má nulový výnos. Ale teraz je nulový výnos niečo normálne, keď o nič neprichádzate. Ale stále som pomerne agresívny. Každý človek by sa mal pozerať na svoj celkový kapitál, nielen finančný, ale aj ľudský. Ľudský vám platí dividendy v podobe výplát, ak ste zamestnanec, alebo v podobe podielov na zisku, ak ste podnikateľ. Môj príjem na univerzite je stabilný a bezrizikový, akoby to bola obdoba investovania do bezpečných bondov. Preto môj finančný

kapitál investujem agresívne. Ak by som bol investičný bankár, nemal by som stabilitu príjmu - raz by som možno dostal obrovské bonusy, no inokedy, keď by sa trhom nedarilo, by neboli žiadne. Vtedy by som vlastný finančný kapitál investoval veľmi bezpečne.

* Ako by sa mali pozerat' investori na jednotlivé regióny?

Nad'alej je užitočné investovať veľmi diverzifikovane, určite by som nestavil všetky žetóny na jednu krajinu či región. Niektorí by mohli povedať, že americké akcie majú potenciál, keďže sa očakáva posilnenie dolára. Zároveň však platí, že tie akcie sú už teraz veľmi drahé, trhy sú tu na historických maximách. V Európe majú akcie väčší potenciál na rast, no zároveň možno musíte zvažovať kurzové riziko.

* Má nejaký významný vplyv na trhy fakt, že Ameriku čaká volebný rok?

Existujú nejaké drobné anomálie, ale je to skôr kuriozita než niečo, čo by malo byť súčasťou investičnej stratégie bežného investora. Nie je to na zozname prvých piatich vecí, ktoré by ma o finančných trhoch zaujímali.

* Ale politická neistota má vplyv na rozhodovanie ľudí.

Určite. Venujem sa tomu aj v mojom výskume. Z iných prác vyplýva, že vyššia politická neistota sa premieňa na nižšie investície. Firmy pred voľbami v USA investujú menej. Ja som sa pozeral skôr na vplyv na finančné trhy. Hlavný záver je, že politická neistota je na trhoch ocenená, je tam riziková prirážka. Náš model predpovedá, že takáto neistota by mala mať vyšší vplyv na trhy v časoch, keď je ekonomika slabá, ako v časoch, keď je silná. Dôvodom je fakt, že v časoch slabej ekonomiky je väčšia pravdepodobnosť politickej zmeny, čím sa zvyšuje neistota - neviete, čo nová vláda urobí. Neplatí to iba v časoch volieb, aj inokedy sú vlády skôr náchylné na zmeny, keď ekonomika nefunguje. Vtedy treba počúvať, keď politik niečo povie. Lebo je väčšia šanca, že sa niečo stane, že príde k zmene, k akcii zhora, ktorá náš všetkých ovplyvní. A to sa odráža v cenách aktív. Preto všetci veľmi pozorne počúvajú, keď hovorí Mario Draghi (šéf ECB). Nieje náhoda, že rola centrálnych bankárov sa zvýraznila práve v čase najväčšej finančnej krízy za posledných 80 rokov a najväčšej v krátkej histórii existencie eurozóny.

* Myslíte, že to centrálna banka zvládli?

Myslím, že áno. Odvrátili katastrofu. Málokedy dostane za také niečo politik alebo technokrat kredit. Keď katastrofu odvrátite, nikto ju nezažije. Ale vieme, čo sa stalo za Veľkej hospodárskej krízy (v 30. rokoch minulého storočia v USA). Čo sme tu mali teraz, bolo oveľa, oveľa miernejšie. Vtedy to centrálna banka neustrážila, nechala zbankrotovať tisíce bánk, menovú politiku vôbec neuvolnila. Z toho sa centrálni bankári poučili. Zvládli to. Len musia dávať pozor na finančnú stabilitu do budúcnosti. Lebo súčasná uvoľnená politika pre ňu vytvára riziká.

* Na začiatku decembra ECB opäť znížila do hlbšieho mínusu depozitnú sadzbu a predĺžila výkup dlhopisov, takzvané kvantitatívne uvoľňovanie. Je toto cesta k dlhodobému a udržateľnému rastu európskej ekonomiky alebo len jej udržiavanie nad vodou?

Je to, ako keď si dáte kávu na povzbudenie. Relatívne krátkodobá vec, na niečom takom nezaložíte dlhodobý rast. Ale chcem zdôrazniť, že cieľom ECB nie je nakopnúť rast. Síce sme ľudí v jej vedení nevolili, ale volení politici im dali jeden jasný mandát -udržiavať cenovú stabilitu, teda infláciu tesne pod úrovňou dvoch percent. Všetky opatrenia, ktoré ECB robí, smerujú iba k tomu cieľu. Robí ich preto, že inflačný cieľ stále uniká. Teraz máme defláciu (pokles cien), na rok 2016 sa čaká inflácia niekde na úrovni 1 percenta, o ďalší rok možno 1,6 percenta. Stále pod inflačným cieľom.

* Prečo je taká dôležitá mantra rastu cien tesne pod dvomi percentami?

Keď si dáte za cieľ nulu, máte problém. V polovici prípadov skončíte pod touto hranicou a deflácia je považovaná za horšiu ako inflácia. Hlavne v Európe, kde sú vysoké dlhy, súkromné i verejné a pri deflácii ich reálne bremeno stúpa. Navyše, mierna inflácia zvyšuje flexibilitu trhu práce. Je veľmi ťažké znížiť ľuďom nominálnu mzdu, to sa jednoducho nerobí. No ak je dvojpercentná inflácia a mzdu necháte niekomu nezmenenú, v podstate ste mu ju znížili o dve percentá, ale ľudia to tak negatívne nevnímajú.

* To urobili napríklad Nemci za kancelára Schrödera...

Presne, kým si Gréci či Portugalci žili nad pomery, Nemci boli v platoch veľmi konzervatívni.

* Je dobré, že má ECB len tento cieľ?

Je dobré, že ho má. Ak by som mal pridať nejaký ďalší, bol by to cieľ finančnej stability. Keby sme ho mali, tak by sme sa museli opatrnejšie pozerat' na súčasnú politiku ultralacných peňazí. Tá vytvára riziká pre finančnú stabilitu.

* Pre nafukovanie cien aktív?

V Európe sú poisťovne i penzijné fondy, ktoré siahajú po vyšších rizikách, lebo hľadajú vyšší výnos. To je na trhu pri nízkych sadzbách spôsobených politikou centrálnych bánk veľmi ťažké. Akoby ste hľadali v lete

sneh. Môžete nejaký nájsť, keď sa vyškriabete veľmi vysoko, ale je to nebezpečné, môžete sa pošmyknúť. Ak by musela ECB zohľadňovať aj cieľ finančnej stability, myslím, že možno by boli trochu opatrnejší pri znižovaní sadzieb.

* Dôsledkom politiky ECB a jej kvantitatívneho uvoľňovania, v ktorom vykupuje dlhopisy členských krajín, je i to, že štáty nie sú ničím tlačené do potrebných reforiem. Jednoducho vydajú dlhopisy a ECB ich vykúpi. Nie je to riziko pre ďalší vývoj európskej ekonomiky?

Je to tak, ale nie je to oprávnená kritika ECB. Jej mandát je udržiavať cenovú stabilitu, mandát vlád je robiť reformy.

* Kritizovať by sme teda mali politikov, ktorí si vyberú ľahkú cestu?

Áno, je to na nich. Nekritizoval by som ECB, že im umožňuje nič nerobiť, to je problém vlád, politikov. ECB im uvoľňovaním menovej politiky a zlacňovaním peňazí vytvára priestor, aby reformy robili. Sú reformy, ktoré sú nákladné dnes a prinášajú benefity v budúcnosti. Aby ste ich urobili, potrebujete "priestor na dýchanie" a ten teraz ECB dáva, aj keď to nebol jej zámer, je to vedľajší účinok.

* Využívajú niektoré krajiny tento priestor?

Robí sa toho menej, ako by sa malo. Nejaké reformy sa uskutočnili, Španieli aj Gréci urobili niektoré potrebné zmeny.

* Slovensko má momentálne dlhopisy s druhým najnižším výnosom v eurozóne po Nemecku. Zohľadňuje kapitál reálny stav ekonomík? Nevraciame sa k chybám pred krízou?

Ak sa pýtate, či nepodporujeme stav, keď sa kapitál prelieva do krajín, do ktorých by nemal ísť, tak je to skôr dôsledok vývoja situácie v Grécku. Znova ho držia pri živote, vyvolal sa pocit, akoby bankrot krajiny nebol akceptovateľný. Podľa mňa obrovská chyba. Je nutné, aby sa v Európe umožnilo nesolventným krajinám zbankrotovať. Potom sa vráti trhová disciplína, potom

sa vrátia spready (rizikové prirážky dlhopisov) tam, kde majú byť. Sú dôvody prečo európski politici nenechali Grékov skrachovať. Padol by celý bankový sektor krajiny. V Európe máme už dlho problém, že štátne dlhopisy vlastní hlavne banky v danej krajine. Ak by skrachoval štát a začali by padať banky ktoré vlastní jeho dlhopisy, nemal by ich kto zachrániť. Riešenie by mala priniesť banková únia, ktorá pretína prepojenia medzi štátnym dlhom a bankami. Ale nešli sme dosť ďaleko. Mali by sa viac diverzifikovať portfóliá bánk, aby napríklad slovenské banky nedržali len slovenské dlhopisy. Treba ich motivovať. Pomôcť by mohol rozvoj kapitálových trhov.

* Vysvetlite to.

Ak by boli kapitálové trhy rozvinutejšie, mohli by byť grécke štátne či podnikové dlhopisy a akcie vlastnené mnohými ľuďmi naraz. Ak by prišiel krach, každý stratí trochu, no nepadol by hneď jeden celý bankový sektor. Zdieľanie rizík by bolo lepšie. Keď sa tam dostaneme, a ja dúfam, že to bude v rozmedzí rokov, nie desaťročí, budeme v oveľa lepšej pozícii umožniť štátny bankrot. Potom budú trhy disciplinovať politiku.

* Takže potrebujeme mohutnejšie kapitálové trhy?

Jednoznačne. Brusel nie je schopný dosiahnuť disciplínu. Tam sa dohodnú nejaké pravidlá, povedzme Pakt stability a rastu. Nemecko a Francúzsko boli medzi prvými, čo ho porušili. Potom prišla prísnejšia verzia, ale už bolo daných toľko výnimiek... Trhy, tie disciplinovať dokážu. Musí byť na stole možnosť bankrotu, potrebujeme sa dostať späť k uplatňovaniu pravidla "no bailout" z Maastrichtských pravidiel. Hoci chápem, že štátny bankrot by mal pred pár rokmi výrazne negatívny vplyv na Európu.

* Čo je podľa vás najväčší problém slovenskej ekonomiky?

Dlhodobá nezamestnanosť, hlavne na regionálnej úrovni. Aj preto je celkové číslo nezamestnanosti stále na dvojciferej úrovni.

* Čo sa s ňou dá robiť?

Pomôcť ľuďom získať prácu. Ako? Samozrejme "nevyrábať" im pracovné miesta zhora, to dlhodobo zriedkakedy funguje. Musíme im dať zručnosti, vedomosti, aby si prácu našli sami. Aby kapitál prišiel za nimi. V regiónoch máme stále nedostatok kapitálu - finančného aj ľudského. Ľudský zvýšite vzdelávaním, a nemyslím iba stredné či vysoké školstvo. Ľudia sa musia učiť aj ďalej. Treba podporiť vznik a fungovanie inštitúcií, ktoré pomôžu aj 40-ročným a starším ľuďom bez práce. Finančný kapitál v podobe investícií príde až následne, keď nájde ľudský kapitál a infraštruktúru. O nej sa bavíme už dlho, hlavne na východe a v strede Slovenska, 26 rokov po páde komunizmu nemáme diaľnicu z Bratislavy do Košíc.

* V prieskumoch sa medzi hlavnými problémami Slovenska spomína vzdelávanie a korupcia. Boli by aj u vás v top 3?

Vzdelávanie určite, korupciu posúdiť neviem. Médiá o nej síce informujú, ale ja som sa s ňou z prvej ruky nestretol. Žil som na Slovensku prvých 20 rokov života a odvtedy sa sem vraciam. Do mojej prvej trojky by som dal skôr vymáhateľnosť práva, čo súvisí so súdnictvom na Slovensku.

* Môže byť hrozbou aj to, že náš priemysel je výrazne orientovaný na jedno odvetvie, na automotive?

Ak by sme si mohli vybrať štyri veľké diverzifikované firmy, tak si takú možnosť zvolíme. Ale taká možnosť nie je. Takže by sme si mohli vybrať buď štyri veľké automobilky, alebo trebárs len jednu. Podľa mňa je v tomto prípade voľba jasná - radšej viac ako menej, tie firmy tvoria pracovné miesta. Pri zahraničných investíciách funguje takzvaný Matúšov efekt: tí, čo už majú veľa, dostanú ešte viac, tí, čo majú málo, dostanú ešte menej. Slovensko sa venuje výrobe áut a súčiastok, a preto sme atraktívnejší pre investora z tejto oblasti. Nezaujímame producenta ryže. Sme súčasťou európskej ekonomiky a určitá špecializácia dáva zmysel. Keď sme dobrí vo výrobe áut, tak sa na ne zamerajme. Poliáci sa zamerajú na niečo iné. Zároveň by v zoskupení garantujúcom voľný pohyb kapitálu i osôb malo platiť, že keď príde šok postihujúci automobilky, tak sa 10-tisíc Slovákov presťahuje do Rakúska alebo do Poľska. A keď bude zase lepší čas pre automobilky, vrátia sa a možno si tu s nimi nájdú prácu aj nejakí Rakúšania či Poliáci.

* Možno by bolo alternatívou množstvo malých flexibilných inovatívnych firiem. Nie je práve toto cesta?

Jednoznačne, však sami vidíte, ako za posledné roky rastie startupová kultúra, technologické firmy. Je nesmierne dôležité ich podporovať. A nemyslím nevyhnutne na štátne dotácie. Ony potrebujú hlavne prostredie, ktoré im nebude hádzať polená pod nohy, v ktorom sa budú môcť pružne pohybovať, ktoré má jasné pravidlá. Bolo

by skvelé, keby tento trend tech-startupov ďalej pokračoval.

* Nie je zlé, že štát sa do podpory tohto sektora snaží zapájať aj finančne? Nedefinuje tým prostredie?

Iste by nebolo dobré podporovať firmu A a nepodporiť firmu B. Ak by to bol plošný daňový kredit za R&D a zároveň by sme dokázali ošetriť, aby sa takáto podpora nezneužívala, tak je to v poriadku. Aby sa nestalo, že všetko, čo sa objednáva cez internet, je zrazu R&D. Všeobecne som dosť skeptický, keď ide o štátnu podporu. No súčasne si viem ťažko predstaviť niečo, čo by si ju zaslúžilo viac ako mladé pružné inovatívne firmy.

* Podporu R&D máme, ale je oklieštená a z obáv o zneužitie je v praxi často ťažko použiteľná. Takáto systémová podpora nám veľmi nejde.

Niekedy je dôležitejšie to, čo vláda neurobí, než to, čo urobí. Niekedy stačí, keď nebude hádzať tie polená. Už len to by mohlo stačiť, je tu veľa mladých ľudí, ktorí sú šikovní a chcú robiť v týchto technologických oblastiach. V tom som celkom optimista.

* Čo hovoríte na fungovanie NBS?

Stretol som tu veľa zaujímavých ľudí. Vždy je tu priestor na zlepšenie, ale inštitúcia funguje dobre. Osobne ma najviac zaujíma oblasť finančnej stability, investičnej stratégie, ekonomického výskumu a vzdelávania.

* Čo môže NBS reálne ovplyvniť? Väčšina právomocí prešla do ECB...

Robí sa tu napríklad dohľad. Málomktorá centrálna banka ho má tak široko postavený, nejde iba o dohľad nad bankami, ale aj nad poisťovňami, fondmi a už aj nebankovkami. To je významná rola banky. Robí sa tu ekonomický výskum, hoci mohol by sa aj viac. Snažím sa naň dávať feedback, lebo k tomu mám blízko profesionálne. Ale aj na iné oblasti, napríklad spomínanú finančnú stabilitu, makroprognózy. Iste je pravda, že mnohé veci sa presunuli do ECB, ale to neznamená, že teraz sa robia iba tam. Teraz sa robia tam a tu, spoločne. Keď ľudia z ECB robia dohľad nad bankami, potrebujú tu podporný tím. Niekedy treba viac ľudí ako bolo treba predtým. Celá banková únia viedla k značnému nárastu počtu ľudí v mnohých centrálnych bankách, najviac v ECB.

Ľuboš Pástor (41)

Narodil sa v Košiciach. Po absolvovaní Univerzity Komenského v Bratislave odišiel študovať do USA. V súčasnosti pôsobí ako profesor financií na Chicagskej univerzite, v roku 2015 sa stal členom Bankovej rady Národnej banky Slovenska. Od septembra do decembra 2015 hosťoval na Imperial College London. Vo svojom výskume sa venuje hlavne finančným trhom, v posledných rokoch skúmal vplyv politickej neistoty. Prednáša po celom svete. Má štyri deti, rád beháva a hrá šach.

Ak bude Fed konať rýchlejšie, ako trh očakáva, dolár sa posilní voči euru.