

Rozhovor s viceguvernerom Jánom Tóthom: Silná Amerika Európe pomáha

4. 2. 2016; Michal Lehuta; Trend č. 5/2016

Slabá Čína prináša lacnú ropu. Silná zasa zahraničný dopyt, hovorí o vplyve najväčšej ázijskej ekonomiky viceguverner NBS Ján Tóth

Rôznorodý hospodársky vývoj na dvoch brehoch Atlantiku je podľa viceguvernera Národnej banky Slovenska Jána Tótha pozitívom. Investorom umožňuje rozložiť si riziko, krajinám v problémoch zasa viac produkcie vyvážať. Avšak na barličku rýchlo rastúceho globálneho obchodu sa už Slovensko nemôže spoliehať tak ako kedysi, upozorňuje J. Tóth.

*** Menová politika v USA a v Európe sa zvyšovaním sadzieb americkou centrálnou bankou začína podstatne líšiť. Nie je to pre finančné trhy zneisťujúce?**

Myslím, že to pekne odzrkadľuje hospodársku situáciu. V Amerike je menej voľných výrobných kapacít i nezamestnaných a vyššia inflácia. Teda lepšia situácia ako v eurozóne. Nemyslím si, že je to zlé. Naopak, pre investorov je lepšie, že vývoj je rozdielny, pretože to pre nich poskytuje možnosti rozložiť riziko. Ak je v kríze zároveň celý svet, pre jeden konkrétny región je veľmi ťažké znovu sa rozbehnúť. Pretože to oživenie často prichádza cez vývozy. Ale ak by na tom bol celý svet zle, tak by sme museli vyvážať asi na inú planétu, aby sme sa v hospodárskom raste dokázali nadýchnuť. Pre eurozónu je teda určite dobré, že Amerika je v lepšej situácii. Pomáha nám oživiť rast rýchlejšie.

*** Prišlo zvýšenie sadzieb Fedu v správny čas?**

Môj názor je, že nie je úplne jasné, či to bolo nutné. Na druhej strane, nie je to azda tá najdôležitejšia vec. Dôležitejšie sú očakávania do budúcnosti, teda to, ako to zvyšovanie sadzieb bude ďalej pokračovať. Trhy čakajú ďalšie zvýšenie sadzieb možno až v druhom polroku. Fed bol komunikačne dosť jasný v tom, že bude flexibilne reagovať na to, ako sa situácia vyvinie. Nesľúbil ďalšie zvýšenia sadzieb dopredu.

*** A prečo nie je jasné, či bolo zvýšenie nutné?**

V situácii, keď sú úrokové sadzby blízko nuly, je urobiť chybu smerom nahor horšie, ako nechať úroky dole dlhšie. Pretože ak ich zvýšim príliš skoro a kvôli tomu príde recesia, tak je to pre ekonomiku oveľa nákladnejšie ako to, že sa pomýlim na opačnú stranu a inflácia bude o niečo rýchlejšia. Tú vieme vždy pribrzdiť aj neskôr.

*** Inflácia je dlhodobo nízka napriek dvojpercentnému cieľu Európskej centrálnej banky. Prečo?**

Keď sa pozrieme na trendovú infláciu posledných rokov, tak v Amerike aj vo Veľkej Británii bola od začiatku zavedenia kvantitatívneho uvoľňovania [nákupu aktív s cieľom znížiť dlhodobé úroky, pozn. TREND] vyššia. Jeden vplyv teda mohol byť, že Európa prišla s kvantitatívnym uvoľňovaním neskôr. Zároveň sme v eurozóne tiež mali dlhová krízu. V Amerike tiež prišlo sprísnenie rozpočtovej politiky neskôr ako v Európe. Európa tak zažívala väčšiu bolesť v domácej ekonomike aj kvôli úsporným opatreniam.

*** Kde vznikol ten rozdiel medzi Európou a Amerikou?**

Fed reagoval prvý, prudkým znižovaním sadzieb a uvoľňovaním, ktoré boli vtedy vnímané veľmi kontroverzne. Aj banky sa tam začali riešiť skôr. V eurozóne to bolo oveľa komplikovanejšie: kvôli dlhovej kríze a otázkam okolo bánk. Prvé stresové testovanie nebolo pre trh dostatočne dôveryhodné. Banky sa začali hodnovernejšie riešiť až nedávno cez spoločný bankový dohľad ECB. Štáty tiež rýchlo znižovali deficit, niekedy za každú cenu, i zvyšovania daní z príjmov a škrtenia investičných výdavkov. Toto rozpočtové šliapnutie na brzdu nebolo veľmi prívetivé k hospodárskemu rastu.

*** Niektorí ekonómovia sa obávajú, že Európa skízne do „japonského scenára“. Prečo by dlhodobo nízka inflácia mala byť problémom?**

Oficiálne čísla o inflácii sú zrejme mierne nadhodnotené. V spotrebiteľskom koši sa zlepšuje kvalita tovarov a rasty životných nákladov si domácnosti vedia kompenzovať: ak vzrastie cena pomarančov, kúpia viac jabĺk. Aj preto centrálna banka cieľujú infláciu vyššiu ako nula. Mierna inflácia zároveň dovoľuje ľahšie naprávať pomery cien v ekonomike. Pre zamestnávateľov je ľahšie dosiahnuť mzdovú úsporu zmrazením miezd pri rastúcich cenách, ako zamestnancom mzdy priamo znížiť. Náprava nerovnováh je preto ľahšia pri miernej inflácii. O to viac, ak sa bavíme o menovej zóne, kde sú veľmi rôznorodé krajiny, často nútené podrobiť sa vnútornej devalvácii. Teda znižovať grécke platy a ceny voči nemeckým. Obával by som sa aj toho, že dlhodobo nízka inflácia môže výrazne zužovať priestor pre aktívnu menovú politiku. Pretože sa ako centrálni bankári oveľa rýchlejšie môžeme dostať k problému s nulovými úrokovými sadzbami, keď chceme ekonomiku podporiť. Práve japonský scenár kombinuje uspatú ekonomiku s nulovou infláciou.

*** Pri nulových sadzbách sa centrálna banka necíti dostatočne isto?**

Existuje hranica zápornej úrokovej sadzby, pod ktorú sa už nedá ísť, lebo ľudia budú radšej držať hotovosť, ako by mali o jej časť prísť. Potom je tu už len možnosť neštandardnej menovej politiky znižovania dlhodobých sadzieb prostredníctvom nákupov aktív. No tam sa vynárajú otázky, či takto centrálna banka nepomáha financovať sa vládam alebo či nepomáha vybraným subjektom súkromného trhu. Takto je menová politika oveľa politickejšia a má viac neželaných vplyvov prerozdeľujúcich bohatstvo. Napríklad bohatí vlastní viac aktív, ktoré z takejto politiky profitujú.

* Na nedávnej konferencii ste povedali, že deflácia môže niektorým krajinám pomáhať. Ako ste to mysleli?

Určitý typ deflácie, ak sa týka dovážaných tovarov ako ropa či potraviny, ekonomike veľmi neškodí a zároveň významne podporuje spotrebiteľov. Ak ma tieto tovary stoja menej, automaticky mi nechávajú v peňaženke viac na iné útraty. Tým stúpne moja kúpyschopnosť a viem viac podporiť domáce služby. Z ktorých môže profitovať miestna zamestnanosť. Takáto deflácia je väčšinou dočasná a ekonomiku stimuluje. V eurozóne sme mali šťastie, že od roku 2014, keď hrozila tretia recesia v rade, prišlo k prudkým poklesom cien ropy. To vyvolalo boom v domácej kúpyschopnosti. Pokles inflácie sa totiž automaticky premietol do nárastu reálnych miezd.

*** Platí to aj v iných krajinách?**

V prípade Spojených štátov, kde sa veľa investovalo do ťažby ropy z bridlíc, tieto investície klesajú a môže prísť k bankrotu niektorých firiem. Čo môže zasa vyvolať napätie na finančných trhoch. Aj keď stále to zrejme bude v čistom pozitívum, pokiaľ sa obyvateľstvo nezľakne a zvýšenú kúpyschopnosť neodloží bokom.

*** Na jednej strane sa ECB snaží menovú politiku uvoľniť a na druhej slovenská národná banka pravidlá pre hypotéky a spotrebné úvery sprísňuje. Je to v poriadku?**

Odporúčania, ktoré sme dali v súvislosti s hypotékami, majú za cieľ, aby úverové rozhodnutia boli zdravé. Je prirodzené, aby banka skúmala príjem klienta, schopnosť splácať aj pri vyšších úrokových sadzbách a aby obmedzovala úvery, pri ktorých klient neriskuje takmer žiadne vlastné prostriedky. Ako centrálna banka môžeme úverovanie aj tmiť. Ak by sme sa domnievali, že dochádza k tvoreniu bublín, môžeme zdražiť úverovanie cez takzvaný cyklický vankúš vyššej potreby kapitálu bánk. V Česku sa už napríklad zvýšil, u nás ešte nie. Ale znova, mám názor, že šliapnutie na brzdu úverovania príliš skoro by bolo nákladnejšie, ako keby sme to riešili neskôr.

*** Od krízy sme už pomerne ďaleko. Nafukujú sa dnes nejaké ďalšie bubliny, ktoré spustia ďalšiu krízu?**

Problém bublín je, že v reálnom čase ich nevieme ľahko identifikovať. Väčšinový názor je, že menová politika by mala riešiť hospodársky cyklus ako celok a možné bubliny by mali byť riešené národnou a cieleňou politikou podmienok úverovania. To je v rukách lokálnych centrálnych bánk.

*** Našu ekonomiku čoraz viac ovplyvňuje Čína, Rusko a iné rozvíjajúce sa krajiny v problémoch. Aké riziká to predstavuje pre Slovensko?**

Rusko a Ukrajinu už máme v dnešných číslach. Ovplynili nás, ale nie nijako zásadne. Tam nečakám nijakú vážnejšiu zmenu. Čína je nová a dôležitá hlavne kvôli tomu, že je dôležitá pre Nemecko. A my sme napojení na nemecké investičné dovozy a export. Nemci v kríze dokázali viac exportovať, čo vyvážilo negatívny stav doma v eurozóne. Takáto „výpomoc“ od Nemecka môže byť do budúcnosti slabšia, lebo svetový zahraničný obchod už tak rýchlo nerastie. Pred krízou rástol dvakrát rýchlejšie ako svetová produkcia. Teraz už nie. A Nemecko už teda nemusí rásť oveľa rýchlejšie ako eurozóna, aj kvôli Číne. Na druhej strane toto negatívum zatiaľ zmierňujú ceny ropy. Čína nakupuje zhruba polovicu nárastu svetového objemu komodít, čo má silný vplyv na ich ceny.

*** Čiže keď je Čína slabá, máme lacnú ropu, a keď je silná, rastie nám vývoz?**

Áno, práve tieto dva tlaky, ktoré sa navzájom čiastočne vyvažujú, sme sledovali v našej aktuálnej makroekonomickej prognóze. Preto sme ju zatiaľ nijako významne nemenili.

Ján Tóth (41)

je už viac ako tri roky viceguvernérom Národnej banky Slovenska, kde má na starosti odbor menovej politiky, štatistiky, výskumu a prognóz. Okrem Univerzity Komenského vyštudoval manažment a ekonómiu aj na amerických školách vo Wichite a Ohiu. Dlhé roky pôsobil ako bankový analytik v Tatra Banke, neskôr v ING a UniCredit Bank. V tomto období patrila medzi najcitovanejších slovenských ekonomických analytikov. Počas vlády Ivety Radičovej viedol Inštitút finančnej politiky pri ministerstve financií.

Určitý typ deflácie, ak sa týka dovážaných tovarov ako ropa či potraviny, ekonomike veľmi neškodí a zároveň významne podporuje spotrebiteľov