

# Vývoj na svetových trhoch

AUGUST 2011 | Markus Schomer, Autorizovaný finančný analytik, hlavný ekonóm

## CELKOVÝ PREHĽAD

- Pred pár týždňami som v súvislosti so svetovým výhľadom napísal, že nadchádzajúce obdobie sa ponese v duchu „politika verzus ekonomika a dúfam, že tá druhá zvíťazí“. Dnes je stále viac zjavné, že je to práve politika, ktorá má viac navrch – a to s ničivými dôsledkami pre globálne oživenie a finančné trhy.
- V tomto momente je pokračovanie globálneho oživenia vážne spochybnené a finančné trhy sú v krízovom režime. Investori sa zaoberajú tromi hlavnými politickými otázkami. Pokiaľ ide o USA, rastúca neschopnosť Kongresu navrhnúť dôveryhodný plán na zníženie dlhu privedla krajinu na pokraj platobnej neschopnosti a spôsobila zníženie ratingu spoločnosťou S&P.
- Neschopnosť Európskej únie zastaviť rozpinavosť štátnych dlhov po periférii eurozóny dovolila, aby sa kríza rozšírila až do Talianska, ktoré je „príliš veľké na to, aby sa dalo zachrániť“. Európska únia musí teraz prijať oveľa drastickejšie opatrenia
- a zmeny v ekonomickom riadení eurozóny. A napokon, neschopnosť zodpovedných orgánov v Ázii zastaviť rast inflácie zvýšila pravdepodobnosť, že úrokové sadzby budú ďalej rásť, čo zvýši riziko výraznejšieho spomalenia v regióne. Myslím, že tento smrtiaci kokteil je dostatočný na to, aby vystrašil ktoréhokoľvek investora, a práve to sa aj deje. Otázkou je, či je možné tieto škody odstrániť, alebo či čelíme, minimálne nateraz, nekontrolovanému riziku, ktoré môže znamenať návrat veľkej krízy finančných trhov z roku 2008.
- Svetové akciové trhy klesli v podmienkach dolára od začiatku júla o ohromujúcich 10 %, pričom nie je veľký rozdiel medzi rozvinutými a rozvíjajúcimi sa trhmi. Tento výpredaj je útekem investorov z rizikových aktív. Spomedzi významných trhov sa najlepšie drží Japonsko. Aj preto zotrávame na tomto trhu v nadváženej pozícii. Najhoršiu výkonnosť dosahujú Európa a Latinská Amerika, keď obidve
- za posledných šesť týždňov klesli o 14 %. Je samozrejmé, že z masívnych výpredajov na akciových trhoch vždy profitujú dlhopisy. Napriek dlhým problémom USA vyleteli od začiatku júla výnosy z 10-ročných amerických štátnych pokladničných poukážok (treasuries) o 65 bazických bodov. Väčšina rozvinutých svetových trhov s dlhopismi vykazuje po USA a Nemecku podobný pokles.
- Napríklad index Citibank's World Government Bond Index vzrástol od začiatku roka o 6,5 %, čím predbehol svetové akcie o viac ako 13 percentuálnych bodov. Jedinou menou, ktorá v auguste posilnila voči doláru, je švajčiarsky frank. Všetky ostatné meny strácali čiastočne z dôvodu redukcie rizika, čiastočne v dôsledku obáv ohľadom rastu. A napokon, pod rastúcim tlakom sú aj komodity na čele s ropou, ktorá len v auguste stratila 13 %. V časoch obáv sa investori utiekajú k zlatu, výkonnosť ktorého odrážala výkonnosť ropy, avšak na opačnej strane spektra.

## AMERIKA

- „Hru“ ohľadom dlhového stropu rozohral Kongres USA tak zle, že jej výsledkom je historicky prvé zníženie ratingu tejto krajiny. Vnútorý politický boj viedol k vlašným opatreniam ohľadom dlhu USA, ktoré sú jednomyselne považované za nedostatočné na to, aby znížili jeho neudržateľnú trajektóriu. Aj z tohto dôvodu pristúpila ratingová agentúra S&P k bezprecedentnému zníženiu ratingu tejto krajiny a uviedla: „Zníženie ratingového stupňa odráža náš názor, že efektívnosť, stabilita a predvídateľnosť amerických politických činiteľov a inštitúcií sa počas existujúcich rozpočtových a hospodárskych problémov oslabila.“ To hovorí za všetko.
- Základné hospodárske údaje strácajú popri význame politickej krízy svoju váhu, celkový výhľad však napriek tomu nie je až taký zlý. Aktuálne údaje o zamestnanosti v USA ukazujú, že došlo k miernemu oživeniu tvorby pracovných miest v súkromnom sektore. Na druhej strane sa v súvislosti s úspornými opatreniami znižuje počet pracovných miest vo verejnom sektore. Povzbudivejšiu správou je skutočnosť, že príjmy domácností v USA opäť rastú, čo by spolu s miernym zvýšením rastu pracovných miest mohlo zlepšiť úroveň spotrebiteľských výdavkov v priebehu nasledujúcich mesiacov.
- Ekonomický výhľad Kanady sa naďalej zhoršuje. Pokračujúce oslabovanie a prehodnotenie intenzity oživenia v USA sú len ďalším dôvodom na menší optimizmus. Vidíme však aj oslabenie domáceho dopytu v tejto krajine, ktorý v minulosti pomáhal tlmieť dopady makroekonomickej volatility vo väčšine jej obchodných partnerov. Znepokojujúce sú aj údaje o maloobchodnom predaji a raste zamestnanosti. Aktuálny index nákupných manažérov pre výrobný sektor ukázal extrémny pokles zo 61 na 46,8 - čo je najnižšia úroveň za posledné vyše dva roky.
- Dobrou správou je, že sa spomaľuje aj inflácia, čo Centrálnu banku Kanady nachvíľu odľahčí. Kanadský dolár stratil v auguste 3 %, čím prišiel o väčšiu časť tohtoročného zisku. To by však Kanade mohlo pomôcť nadobudnúť svoju stratenú medzinárodnú konkurencieschopnosť. V každom prípade je však Kanada závislá na globálnych makroekonomických očakávaniach, čo potvrdzuje aj skutočnosť, že kanadské akcie klesli v tomto roku v dvojnásobnej miere v porovnaní s trhmi USA.

## EURÓPA

- Eskalujúca dlhová kríza v eurozóne je ďalším významným zdrojom neistoty. Poslednou krajinou, ktorú vlna krízy zasiahla, je Taliansko. Znamená to, že snaha EÚ zabrániť rozširovaniu krízy bola neúspešná. Situácia v Taliansku je podobná tej v Portugalsku. Rozpočtový deficit pri projektovanej výške 4,3 % HDP v tomto roku nie je problémom, najmä v rámci primárnej súvahy (rozpočtový deficit mínus poplatky z úrokov), kde sa dokonca vykazuje prebytok. Pri celkovom objeme dlhu vo výške 120 % HDP je však mierny rast Talianska ohrozený neschopnosťou krajiny splácať štátny dlh. Vláda prijíma prísnejšie opatrenia a viaceré trhové reformy. Tie by však mohli spomaliť rast a zároveň znovu vyvolať hrozbu recesie v blízkom časovom horizonte.
- Výnosy z 10-ročných talianskych štátnych dlhopisov vyleteli od začiatku júla o 100 bázických bodov. Rozpätia pre nemecké dlhopisy (bundy) sa rozšírili na takmer 400 bázických bodov a poukázali na rastúce nebezpečenstvo krízy likvidity v treťom najväčšom členskom štáte eurozóny. Situáciu podobnú diskusii ohľadom výšky dlhového stropu v USA je možné pozorovať v Európskej únii, ktorá sa nevie dohodnúť na tvrdšom prístupe k potláčaniu krízy, akým by bolo napríklad výrazné zvýšenie objemu súčasného záchranného balíka vo výške 750 miliárd eur, alebo emisia dlhopisov eurozóny.
- Kým sa politici škriepia, Európska centrálna banka (ECB) posilňuje svoj program nákupu dlhopisov. Ten teraz zahŕňa Španielsko a Taliansko a dosahuje objem druhej fázy kvantitatívneho uvoľňovania v eurozóne. Aktuálne makroekonomické údaje ukazujú, že rast je naďalej pozitívny – dokonca aj Taliansko v druhom štvrtroku vykázalo rast HDP – avšak tempo rastu zreteľne klesá, čo vyvolá tlak na zadlžené krajiny. Len významná dohoda medzi 17 členskými krajinami eurozóny dokáže znížiť obavy na trhoch a pomôže dostať sa zo začarovaného kruhu.
- Spojené kráľovstvo zostáva mimo centra dlhovej krízy. Program úsporných rozpočtových opatrení vytvoril dôveryhodnú cestu k zníženiu rozpočtového deficitu, ktorý bol porovnateľný s deficitom v USA a dokonca dvojnásobne väčší ako deficit v Taliansku. Ekonomika však platí tvrdú daň, a to v podobe zvyšovania daní a znižovania výdavkov, výsledkom čoho je tlmenie rastu. Aktuálne údaje ukazujú, že recesia v domácom dopyte, ktorá začala vlni v októbri, bude zrejme pokračovať aj v treťom štvrtroku. Inflácia zostáva v porovnaní s inými vyspelými svetovými ekonomikami veľmi vysoká, no anglická centrálna banka drží sadzby na historických minimách.
- Napriek tomu všetkému sa akciovým trhom Spojeného kráľovstva darilo v priebehu posledných šiestich týždňov lepšie ako nemeckým. Rozpätia swapov kreditného zlyhania (credit default swap) Spojeného kráľovstva sú na rovnakej úrovni ako v prípade Nemecka a 10-ročné štátne dlhopisy (gilt) prekonávajú od začiatku júla vo výkonnosti nemecké dlhopisy (bund). Kľúčovým momentom pre Spojené kráľovstvo je vykázat ďalšie zníženie deficitu, a to aj napriek slabému rastu. Ak sa to podarí dosiahnuť,

krajina zostane naďalej mimo ohniska krízy a tiež mimo pozornosti ratingových agentúr. Ak sa však fiškálna konsolidácia dostane do sklzu, dostane sa pod drobnohľad aj rating Spojeného kráľovstva, ktorý má momentálne hodnotenie AAA.

## ÁZIA

- Pri synchronnom výpredaji rizikových aktív, aký je ten súčasný, hľadajú vždy investori trhy, ktoré sú iné. V tomto prípade je to Japonsko. Fiškálne údaje tejto krajiny vyzerajú oveľa horšie ako údaje kdekoľvek v USA či Európe, avšak takmer všetky štátne dlhopisy sú v miestnej držbe. To vysvetľuje výnimočnú stabilitu japonského trhu s štátnymi dlhopismi. Japonský jen voči doláru v súvislosti s repatriáciou aktív posilnil a v dôsledku expatriácie významných stimulov z obdobia po zemetrasení posilnili aj akciové trhy.
- Japonská centrálna banka zintenzívnila svoj program nákupu aktív, ktorý zahŕňa aj akcie. Vláda pripravuje sériu veľkých balíkov finančných výdavkov potrebných na financovanie obnovy zemetrasením zničených regiónov. Zatiaľ čo väčšina vyspelých ekonomik kráča cestou finančnej striedmosti, Japonsko ide opačným smerom. Očakáva sa, že v druhom polroku sa rast jeho HDP výrazne zrýchli a že bude jednou z mála vyspelých ekonomik sveta, ktoré pravdepodobne vykážu zlepšujúci sa makroekonomický horizont. Na základe uvedených skutočností zostávame v nadvážení v japonských akciách, ktoré bude výhodnejšie tým viac, čím viac bude pretrvávajúť globálna neistota.
- Vo zvyšku Ázie sme svedkami spomaľovania ekonomického rastu a nedostatočného zlepšenia v inflačných trendoch. Čínsky výrobný index PMI sa naďalej drží nad kritickou úrovňou 50, ktorá oddeľuje expanziu a kontrakciu. Singapur a Taiwan už klesli pod uvedenú hranicu.
- Ale nejde len o prieskumy. Priemyselná produkcia sa v Ázii za posledné tri mesiace spomalila. V niektorých prípadoch, ako je Malajzia a Taiwan, sa rast produkcie rapídne znižuje. Inflácia, na druhej strane, vo všeobecnosti rastie. Inflácia CPI v Číne sa dostala na úroveň 6,4 %, zatiaľ čo v Kórei na 4,7 % a v Singapure na 5,2 %, hoci počas predošlých troch mesiacov sa miera inflácie zlepšovala.
- Oveľa nižšou infláciou sa môže pochváliť Taiwan, kde miera inflácie v júli prekvapujúco klesla na 1,3 %. Nepokoje na trhoch možno odradia centrálna banka prijať ďalšie kroky. Rast v Ázii však môžu ohroziť dva faktory, a to prísnejšia menová politika a spomalenie ekonomik jej hlavných obchodných partnerov. Toto všetko napovedá, že druhý polrok bude pre ázijské akciové trhy náročný.

## INVESTIČNÁ STRATÉGIA

- V takomto volatilnom prostredí je veľmi náročné formulovať investičnú stratégiu. Zastávam názor, že panika na trhu nebola nikdy adekvátnym dôvodom na nákup alebo predaj. V našich portfóliách sme preto už nejaký čas v neutrálnej pozícii vo vzťahu k riziku a na tejto pozícii aj zotrváme.
- Faktory, ktoré ovplyvňujú finančné trhy, sú zväčša politického charakteru a pri dostatku vôle amerických i európskych politikov by sa dali jednoducho vyriešiť. Ekonomické trendy uprostred politicky vyvolanej krízy zostávajú zatiaľ dobré. Spotrebiteľský dopyt je stále dostatočný, bilancie podnikateľského sektora po celom svete sú plné hotovosti a úrokové sadzby sú nízke. To by mohlo naviesť spoločnosti investovať skôr do produktívnych kapacít, než do finančných aktív.
- Verím tiež, že rozvinuté trhy nachvíľu predbehnú vo výkonnosti rozvíjajúce sa trhy, nakoľko vyhliadky rastu v rozvíjajúcich sa trhoch sa oslabujú v dôsledku ďalšieho sprísňovania menovej politiky. Na zavedenie odvážnejšej investičnej stratégie je však ešte priskoro. V súčasnom prostredí volatilných trhov je viac-menej vyrovnané rozdelenie investícií medzi akcie a podnikové dlhopisy jedným zo spôsobov, ako potlačiť volatilitu v rámci portfólií.
- Pri pohľade dopredu by som rád videl znaky toho, že proces znižovania dlhu USA povedie k dôveryhodnej dlhodobej stratégii znižovania deficitu a že členské štáty EÚ prijmú tvrdšie opatrenia na zabránenie ďalšieho rozšírenia krízy likvidity v eurozóne. Keď konečne uvidíme svetlo na konci súčasného „politického tunela“, budú sa môcť investičné stratégie obrátiť späť k zdravým základom a lacnému oceňovaniu. Dovtedy musíme rátať s rizikom.



Marcus Schommer, autorizovaný finančný analytik, hlavný ekonóm PineBridge Investments, je zodpovedný za vypracúvanie makroekonomických predpovedí, analýz a komentárov pre všetky skupiny PineBridge Investments s dôrazom na globálne ekonomické trendy a ich vplyv na finančné trhy. Vyštudoval ekonómiu na Bonnskej univerzite v Nemecku a University of East Anglia vo Veľkej Británii. Študoval aj na londýnskej School of Economics a je autorizovaným finančným analytikom.

Predchádzajúca výkonnosť nie je pre budúce výsledky smerodajná.

PineBridge Investments je skupinou medzinárodných spoločností, ktoré poskytujú poradenstvo, produkty a služby v oblasti riadenia trhových aktív klientom na celom svete. PineBridge Investments je servisnou značkou, ktorú vlastní spoločnosť PineBridge Global Investments LLC (spoločnosť s ručením obmedzeným). Spoločnosť poskytuje svoje služby a produkty prostredníctvom jednej alebo viacerých sesterských spoločností PineBridge. Niektoré informácie môžu vychádzať zo zdrojov, ktoré spoločnosť PineBridge Investments považuje za dôveryhodné. Spoločnosť PineBridge Investments ale nezaručuje, že takéto informácie sú presné či úplné. Niektoré informácie poskytnuté v tomto dokumente sú založené výlučne na úsudku PineBridge Investments a sú poskytnuté len ako všeobecné informácie. Názory na ekonomické trendy nemajú slúžiť ako podklady pre investičné rozhodnutia a sú výlučne názormi PineBridge Investments. Niektoré z vyššie uvedených konštatovaní môžu obsahovať predpovede, prognózy a iné vyhliadkové stanoviská, ktoré nereflektujú skutočné výsledky, ale sú založené prevažne na retroaktívnom využití hypotetických očakávaní na základe určitých historických finančných informácií. Všetky názory, predpovede, prognózy a iné vyhliadkové stanoviská, ktoré sú uvedené v tomto materiáli, sú platné len ku dňu vydania tohto dokumentu a môžu podliehať zmene. Spoločnosť PineBridge Investments nenabáda k žiadnej činnosti ani neodporúča žiadnu činnosť založenú na informáciách obsiahnutých v tomto dokumente. Členské spoločnosti PineBridge, vrátane tých, ktoré sú uvedené v tomto dokumente, sú vzhľadom na začleňovanie sa do skupiny PineBridge v procese zmeny svojich právnych názov. PineBridge Investments Europe Limited schválil a reguluje Úrad finančných služieb (ÚFS). V Spojenom kráľovstve je tento dokument určený len profesionálnym klientom, ako je uvedené v Príručke ÚFS, a bol schválený spoločnosťou Pine Bridge Investments Europe Limited.