

# Vývoj na svetových trhoch

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

## PREHLAD

- Smerujeme k optimistickejšiemu makroekonomickému horizontu? Dno sme, ako sa zdá, dosiahli v auguste, keď USA po prvýkrát počas tohto roka vykázali nulový čistý rast pracovných miest, na zasadnutí MMF a Svetovej banky nedošlo k zhode v otázke, akým spôsobom čeliť európskej dlhovej kríze, a globálna inflácia sa ukázala byť odolnejšou, než politici predpokladali. Ekonomické údaje USA, vrátane pozitívneho rastu pracovných miest, sa však v priebehu posledných týždňov zlepšujú. Rysuje sa i jednotný záchranný balík pre eurozónu a prvá, hoci len mierna, vlna znižovania úrokových sadzieb zo strany centrálnych bánk rozvíjajúcich sa trhov, ako sú Brazília, Izrael a Indonézia.
- Nie je preto prekvapením, že rizikové aktíva minulý mesiac výrazne vzrástli a výnosy z dlhopisov sa odrazili od svojich rekordných miním. Naďalej aktuálnou však zostáva otázka, či už je to najhoršie z „búrky makroekonomického rizika“ za nami, alebo či nás čaká ešte niečo horšie. Ja sa naďalej prikláňam k druhej možnosti.
- Napriek všetkému, globálne akciové trhy v októbri výrazne vzrástli. Akciový index MSCI vyskočil v polovici mesiaca o viac ako 6 %, čím vrátil približne jednu tretinu svojej 18-percentnej straty z tretieho štvrtroka. Rozvinuté trhy dosahovali počas nedávneho oživenia, ako aj v období výpredajov, lepšiu výkonnosť ako rozvíjajúce sa trhy, čo poukázalo na výrazný vplyv likvidity na akciové trhy.
- Od začiatku roka si vedúce postavenie spomedzi významných akciových trhov drží USA. Na druhom mieste sú spoločne Japonsko a Európa. Spomedzi rozvíjajúcich sa trhov sa o posledné miesta delí Latinská Amerika a Východná Európa.
- Výnosy z vládnych dlhopisov zaznamenali v októbri nárast, stále sú však v takmer všetkých rozvinutých krajinách - s výnimkou Japonska - nižšie o viac ako 100 bázických bodov. Počas tretieho štvrtroka posilnil americký dolár voči svojim hlavným obchodným partnerom o takmer 6 %, jednu tretinu z tejto hodnoty už ale v rámci októbra k dnešnému dňu stratil. Rástli aj ceny ropy, čo by mohlo pomôcť odvrátiť výraznejšie spomalenie globálnych inflačných trendov.

## SEVERNÁ AMERIKA

- V novembri máme byť opatrní. Účastníci finančného trhu prijali, ako sa zdá, optimistickejší náhľad na makroekonomický horizont USA. A naozaj – očakávania zrejme prebehli realitu, keď niektorí vedátori predpovedali hroziacu recesiu. K tej však nedošlo. Ekonomické informácie za posledné týždne sa – naopak – zlepšili. Rast pracovných miest sa vrátil do rozpätí 50 až 100 tisíc, prieskumy priemyselnej aktivity Inštitútu pre riadenie dodávok (ISM) vykázali v septembri mierne zlepšenie a došlo k vyššiemu než očakávanému rastu podnikových objednávok a predajov automobilov.
- Stále sú však prítomné dva problémy, ktoré sa zatiaľ nevyriešili. Po prvé – Banka federálnych rezerv naďalej zľahčuje pretrvávajúci rast inflácie. Tvrdenie, že „inflácia sa čoskoro vráti na alebo pod úroveň konzistentnú s jej mandátom“ pri hlavnej inflácii CPI blížiacej sa k 4 % a jadrovej inflácii CPI na úrovni 2 % nastrbuje kredibilitu Fedu. Zároveň sa zvyšuje pravdepodobnosť názorových rozdielov Výboru pre operácie na voľnom trhu (FOMC) medzi tými, ktorí chcú infláciu ignorovať, pokiaľ bude nezamestnanosť vysoká, a tými, ktorí chápu, že aj malé zvýšenie miery inflácie môže mať ničivé dôsledky.
- Druhou oblasťou, ktorú trhy v súčasnosti podceňujú, je rozpočtová kríza v USA, ktorá na budúci mesiac opäť „vystrčí svoju škaredú hlavu“. Zdá sa nepravdepodobné, že americký kongres prinesie vhodné riešenie na zníženie dlhodobej dlhovej trajektórie bez toho, aby sa to dotklo vyhladok rastu USA na nasledujúce roky. Podobne je na tom Európa pri riešení svojej dlhovej krízy Po 18. novembri, keď skončí súčasné rozpočtové provizórium (Continuing Resolution), sa preto pripravme na prudšie diskusie v Kongrese a ďalšiu hrozbu pozastavenia financovania činností vlády (tzv. government shutdown).
- Ekonomický výhľad Kanady má v súčasnosti viac spoločných znakov s Čínou, než so svojim južným susedom. Kanada nezápasila s dlhovou krízou, naopak, teší sa zo zdravého rastu, ku ktorému prispela aj uvoľnenejšia fiškálna politika a rekordne nízke úrokové sadzby. Domáci dopyt a, predovšetkým, rast pracovných miest sa nepretržite zlepšovali. Miera zamestnanosti v Kanade už výrazne prekonala svoju úroveň z obdobia pred recesiou. Tak ako Čína.
- Na druhej strane však nárast miery inflácie, ktorý viedol k spomaleniu rastu USA, negatívne ovplyvnil aj spotrebu v Kanade, v dôsledku čoho sa miera rastu v tejto krajine počas leta výrazne spomalila. Toto prerušenie oživenia bolo vyvolané posilnením kanadského dolára a negatívnym dopadom zemetrasenia v Japonsku na automobilovú produkciu v USA. Z toho vyplývajúci dramatický pokles exportu Kanady spôsobil pokles anualizovanej miery rastu v treťom štvrtroku o celé tri percentuálne body. Ak však bude ekonomika napredovať rýchlejšie, než sa očakáva, dôjde zrejme k zvýšeniu úrokových sadzieb. Zdravé domáce prostredie Kanady by malo naďalej chrániť ekonomiku pred negatívnymi vplyvmi globálneho spomalenia.

## EURÓPA

- Dlhová kríza eurozóny naberá na obrátkach, čo môže mať pozitívne i negatívne dôsledky. Dobrou správou je, že po verejnej ústnej prestrelke hláv štátov na výročnom zasadnutí MMF a Svetovej banky v septembri vo Washingtone sa čelní predstavitelia Nemecka a Francúzska dohodli, že súčasťou súhrnného balíka opatrení na utíšenie nepokojov na finančných trhoch musí byť aj rekapitalizácia bánk, vrátane reštrukturalizácie gréckeho dlhu a zvýšenia objemu Európskeho nástroja finančnej stability. Niektorí účastníci finančných trhov preto veria, že sa začína formovať riešenie krízy v širšom rozsahu.
- Horšou stránkou je, že čas na vyriešenie množstva detailov potrebných k príprave dokumentu, ktorý by mohli hlavy štátov podpísať pred nasledujúcim zasadnutím G20 v novembri, sa kráti. Ratingové agentúry naďalej zhoršujú ratingy Talianska a Španielska, čím sa znižuje prístup vlád a bánk týchto krajín k súkromným zdrojom financovania.
- Stále aktuálnou je otázka, kde vziať kapitál na reštrukturalizáciu gréckeho dlhu a podporu bánk. Hlavní podielníci MMF, ako napríklad USA či Spojené Kráľovstvo, kategoricky odmietli ďalšie navýšenie kapitálu MMF, ktoré by bolo nevyhnutným predpokladom na väčšiu angažovanosť fondu. Hoci si vieme predstaviť, ako by mohlo riešenie v širšom meradle vyzeráť, pravdepodobnosť, že sa 17 Členov eurozóny v krátkom čase dohodne, nie je veľmi veľká.
- Na druhej strane kanálu, v Spojenom kráľovstve, sa recesia domáceho dopytu zjavne zhoršuje. Reálne spotrebiteľské výdavky klesajú už štyri po sebe nasledujúce štvrtroky a domáci dopyt nezaznamenal pozitívny rast už 15 mesiacov. Najnovšia zlá správa prišla z trhu práce. Zamestnanosť po prvýkrát od začiatku roku poklesla a miera nezamestnanosti dosiahla nové maximum za obdobie recesie.
- Hoci vláda neopúšťa svoju cestu úsporných opatrení, reakciou centrálnej banky na vývoj situácie bolo druhé kolo nákupu aktív – teda druhá vlna kvantitatívneho uvoľňovania – v októbri, čo by malo podporiť bankový systém a stimulovať hospodársky rast. Banka teda uvoľňuje, no inflácia práve dosiahla 20-ročné maximum na úrovni 5,2 %.
- Je prirodzené, že pred priamou reštrukturalizáciou dlhu, ktorá krajinám spôsobuje problém s ratingovými agentúrami, uprednostňuje Spojené kráľovstvo znížovanie dlhu pomalými krokmi tak, že reálne úrokové sadzby udržiava na výrazne negatívnej úrovni. Spojené kráľovstvo akoby znárodnilo svoj bankový systém a nepriamo ručí za aktíva v hodnote približne štvornásobku HDP Spojeného kráľovstva, čo je viac ako v prípade Francúzska. A práve v dôsledku rastúcich štátnych záruk za banky vyhlásila agentúra Moody Francúzsko za najslabšie spomedzi štátov, ktoré majú pridelený ratingový stupeň AAA. Nastal čas, aby sa ratingové agentúry prebudili a penalizovali nielen krajiny, ktoré sa snažia šetriť na výdavkoch a splácať svoje dlhy, ale aj krajiny, ktoré si neplnia svoje povinnosti v malých inflačných krokoch.

## ÁZIA

- Ekonomické údaje rozvinutých ázijských krajín za posledné mesiace sú zmiešané. Viaceré prieskumy podnikateľskej aktivity vykazovali pomerne klesajúcu tendenciu. Index nákupných manažérov pre výrobný sektor v Singapure, Hongkongu a na Taiwane klesol hlboko pod 50-bodovú úroveň.
- Aktivita sektoru služieb a rast maloobchodného predaja však zostal veľmi silný, čo potvrdilo silu ázijského domáceho dopytu. Napriek tomu sa však Ázia neschová pred vplyvom rastúceho oslabenia v USA a Európe. Najlepším príkladom je aktuálna správa o čínskom HDP, ktorý nesplnil očakávania a ukázal jasné spomalenie tempa obnovy druhej najväčšej ekonomiky sveta.
- Zatiaľ čo rast sa spomaľuje, tak ako som predpovedal v globálnom výhľade na začiatku tohto roka, potlačanie inflácie nie je také rýchle, ako som očakával. Spotrebiteľské ceny v Číne rastú medziročným tempom 6 %, inflácia v Hongkongu vyletela v auguste na takmer 8 % a Kórea, ktorú som označil za vedúci ukazovateľ ázijského inflačného cyklu, nevykázala za posledných päť mesiacov žiadne výrazné zlepšenie trendu inflácie CPI. V dôsledku týchto skutočností sa menové uvoľňovanie, ktoré malo byť hnacím motorom oživenia ázijských akciových trhov, odkladá na budúci rok.
- Oživenie v Japonsku súvisiace s odstraňovaním následkov zemetrasenia nedosiahlo také tempo, aké sme očakávali. Po výraznom oživení v sektore služieb koncom jari a začiatkom leta domáci dopyt v júli a auguste opäť zoslabol.
- Snaha o obnovu zemetrasením zničených oblastí by však mala byť naďalej potrebným stimulom rastu v časoch, keď sa zvyšok globálnej ekonomiky spomaľuje. Vláda prednedávnom ohlásila výdavkový balík vo výške 3,5 % HDP. Avšak súbežné zhodnocovanie japonského jenu v priebehu uplynulého roka negatívne ovplyvnilo objem čistého exportu, ktorý je kľúčovým pilierom rastu japonského HDP.
- Obchodná bilancia Japonska sa v auguste posunula opäť hlbšie do mínusu po tom, ako sa postupne zotavovala z najhoršej úrovne z obdobia po zemetrasení, ktorú dosiahla v máji. Nová vláda premiéra Nodu ohlásila opatrenia na zastavenie posilňovania jenu, ktoré sa zameriavajú na povzbudenie domácej aktivity. Avšak pri rekordne nízkych úrokových sadzbách a rekordne veľkých fiškálnych deficitoch Japonsko nemá veľa politických možností, ako zastaviť dôsledky extrémne akomodatívnej menovej politiky v USA a Európe. Strata tempa rastu vyvoláva pri pohľade do budúcnosti obavy, napriek tomu však naďalej verím, že fiškálne stimuly budú dostatočne veľké na to, aby zabránili vážnejšiemu spomaleniu v Japonsku.

## INVESTIČNÁ STRATÉGIA

- V priebehu posledných mesiacov sú analýzy vyhladok akciových trhov USA vykonávané spôsobom „zdolanahor“ v porovnaní s makroekonomickými hodnoteniami systémom „zhora-nadol“ optimistickejšie. Preto sa náš tím pre kótované akcie nerozhodol pre vyslovene pesimistický postoj, čo sa nám zatiaľ v priebehu októbra vypláca.
- Mám však obavy, že nie je vhodný čas na ešte odvážnejšiu „býčiu“ stratégiu. Nemáme totiž presvedčivé dôkazy o tom, že politici USA chápu, aké následky by mohlo mať ďalšie sprísnenie fiškálnej politiky v budúcom roku. Nemáme ani dôkazy o tom, že európski politici sú pripravení prijať jednotný postup pri znižovaní dlhu a naštartovaní rastu. A presvedčivý dôkaz nemáme ani o spomalení rastu inflácie v Ázii, čo by centrálnym bankám umožnilo uvoľniť menovú politiku a stimulovať finančné trhy. Preto skôr, ako zvolím konštruktívnejší štýl mojich komentárov, musím vidieť pokrok v týchto troch oblastiach.



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 vyhladkové 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 vyhladkové 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 názvov. 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.