

2018: Karavána ide ďalej

Každý rok je niečím zaujímavý, ani v roku 2017 to nebolo inak. Britská premiérka Theresa May mala 17. januára kľúčový prejav k brexitu, v ktorom naznačila úplný odchod krajiny z jednotného trhu (tzv. tvrdý brexit). Do funkcie amerického prezidenta bol 20. januára inaugurovaný Donald Trump. V Ríme sa pri príležitosti 60. výročia podpísania Rímskej zmluvy (odštartovala ekonomickú integráciu Európy) 25. marca uskutočnil summit Európskej únie. Na ňom 4 z piatich kľúčových štátov EÚ (Nemecko, Francúzsko, Taliansko a Španielsko) podporili myšlienku dvojrýchlostnej Únie. Veľká Británia 29. marca oficiálne požiadala o odchod z EÚ.

Česká národná banka uvoľnila 6. apríla kurz českej koruny, umelo ju oslabovala od novembra 2013. V Turecku sa 16. apríla uskutočnilo kontroverzné referendum, v ktorom si súčasný prezident Recep Tayyip Erdogan zaistil dožitie vo funkcii. Vo Francúzsku sa 23. apríla uskutočnilo prvé kolo prezidentských volieb, v ktorom sa do druhého kola dostala Marine Le Pen a Emmanuel Macron (v druhom kole 23. mája vyhral a stal sa novým prezidentom). Tieto voľby mali potenciál stať jednou z najhorších a najdeštruktívnejších udalostí roka - ak by sa popri Marine Le Penovej dostal do druhého kola extrémny ľavičiar Jean - Luc Mélenchon. Ratingová agentúra Moody's znížila 24. mája rating druhej najväčšej ekonomiky sveta – Číny – z Aa3 na A1 so stabilným výhľadom (21. septembra znížila rating Číny z AA- na A+ aj ďalšia agentúra, Standard & Poor's). Vo Veľkej Británii sa 8. júna konali predčasné parlamentné voľby, v ktorých napriek prvotnému optimizmu stratila Konzervatívna strana 13 mandátov v parlamente a rokovacia pozícia Británie sa tak oslabila. Taliansko zachraňovalo dve veľké regionálne banky (Banca Veneto a Banca Popolare di Vicenza), každá s majetkom približne 30 mld. EUR.

V auguste a v septembri ničili karibské územie a USA hurikány, len tri najväčšie z nich (Harvey, Irma a Maria) zabili 270 osôb a spôsobili škody za 270 mld. USD. Severná Kórea vykonala 2. septembra šiestu skúšku vodíkovej bomby s odhadovanou silou 50 – 150 kT TNT (troj až desaťnásobok sily bomby zhodenej na Hirošimu). V Nemecku sa konali 24. septembra parlamentné voľby, ale vládu sa doteraz zostaviť nepodarilo, keď koalície rokovania medzi CDU/CSU, Slobodnými demokratmi a Zelenými zlyhali. V nepovolenom referende 1. októbra si Katalánci zvolili odtrhnutie provincie od Španielska (po turbulenciách boli vyhlásené predčasné voľby do katalánskeho parlamentu na 21. decembra a zvíťazili v nich tie strany, ktoré podporovali odtrhnutie regiónu). V novembri si korunný princ Saudskej Arábie Mohamed bín Sálmán upevnil moc, keď pre (údajnú) korupciu nechal pozatýkať v ropnom kráľovstve stovky ľudí. V decembri schválili

obe komory amerického kongresu daňovú reformu, prezident Donald Trump ju podpísal 22. decembra.

Globálny makroekonomický vývoj bol v roku 2017 dobrý. Svet rástol najrýchlejšie od roku 2011 a napriek tomu spotrebiteľská inflácia zostala nízka. Nezamestnanosť klesla na desaťročné minimum. Vo väčšine krajín sa darí priemyslu a indikátory dôvery, najmä vo vyspelých krajinách, naznačujú, že sa mu bude dariť aj v najbližších štvrtrokoch. Silný maloobchod a napríklad aj rast cien rezidenčných nehnuteľností po celom svete potvrdzujú silnú spotrebiteľskú dôveru. Samozrejme, nie všade je makroekonomický obraz „idylický“, výnimkou je napríklad Turecko či Mexiko.

To sa, prirodzene, odrazilo v roku 2017 aj na finančnom trhu. V niektorých vyspelých krajinách sa zvyšovali sadzby, najviac, o 0.75 percentuálneho bodu v USA (na 1.50%) a v Hong Kongu (na 1.75%). V eurozóne sa síce sadzby nezvyšovali, ale v októbri 2017 ECB rozhodla, že od januára 2018 do septembra 2018 znižuje objem nakupovaných cenných papierov v rámci programu kvantitatívneho uvoľňovania zo 60 mld. EUR mesačne na polovicu. V rozvojových a rýchlo sa rozvíjajúcich ekonomikách (emerging markets) sa hospodársky rast naopak väčšinou odrazil v poklese sadzieb. Predtým totiž držali veľmi vysoké sadzby aby im neunikal kapitál a táto hrozba nateraz pominula. A tak napríklad ruská centrálna banka znížila hlavnú sadzbu o 2.25 percentuálneho bodu na 7.75% a brazílska až o 6.75 percentuálneho bodu na 7.00%.

Na zmenu úrokových sadzieb reagovali aj dlhopisy. V Európe sa pri „bezpečných krajinách“ (Nemecko, Francúzsko) výnosy veľmi nemenili, ale pri rizikovejších krajinách eurozóny (Taliansko, Španielsko) výnosy klesali. V USA či Kanade sa pod vplyvom zvyšovania úrokových sadzieb zvyšovali výnosy na dlhopisoch s kratšou splatnosťou, ale výnosy s dlhšou splatnosťou sa nemenili. Americká úroková krivka sa stala menej strmou (najmenej od roku 2007), čo časť trhu môže znepokojovať - ak sa úroková krivka vyrovnáva, býva to predzvesťou recesie a hroziaceho poklesu úrokových sadzieb. Alebo aj dôsledkom toho, že napriek rastu americkej ekonomiky a nízkej tamojšej nezamestnanosti inflácia nerastie. V emerging markets sa naopak poväčšine krivka buď nemenila alebo pod vplyvom znižovania úrokových sadzieb klesali výnosy na dlhopisoch s kratšou splatnosťou.

Pri korporátnych dlhopisoch všeobecne mierne klesli prirážky (tzv. spready) voči „bezrizikovým“ štátnym dlhopisom. Prirážky klesli v USA a aj v Európe, pri menej rizikových podnikoch (tzv. investment grade) a aj pri rizikovejších podnikoch (tzv. speculative grade).

Dobrá nálada panovala v roku 2017 na akciových trhoch. Len pre zaujímavosť, najviac zhodnotil národný akciový index Venezuely IBC, o takmer 3 800 %, pri prepočte do EUR ale „len“ o 3 300%. Treba ale dodať, že to je pri prepočte oficiálnym kurzom, reálny je nepoužiteľný. Z likvidných indexov sa výborne darilo americkým akciám, napríklad hodnota indexu S&P 500 sa zvýšila o takmer 20% (v EUR o necelých 5%). V Európe bola výkonnosť približne polovičná (okolo 10%), o niečo lepšie sa darilo akciám „na periférii“ (Taliansko, Portugalsko, Grécko). Najviac zhodnotili akcie rakúske akcie (Austrian Traded Index). Dobrý globálny makrovývoj sa odrazil aj v raste akcií na emerging markets, zhodnotili o takmer 30% (MSCI EM LC), po prepočte do EUR o približne 20%.

Vývoj cien komodít bol nerovnomerný, ale väčšina z nich zhodnotila. Cena európskej ropy Brent vzrástla o 17%, cena americkej ropy WTI o 12%. Cena plynu v Európe vzrástla, ale v USA klesla. Vzrástli ceny drahých kovov, od +3% pri platine až po +56% pri paládiu, zlato zhodnotilo o vyše 13%. Ceny priemyselných kovov väčšinou rástli – olovo, nikel zinok, meď, hliník o 23 – 34%, cena ocele vzrástla len mierne o 5% (U.S. benchmark) a cena cínu klesla. Pôdohospodárske komodity sa vyvíjali nejednotne, ceny pšenice, bavlny, hovädzieho a bravčového dobytku rástli, ale ceny kukurice, kávy, cukru, sóje klesali.

V roku 2017 posilnilo euro takmer voči všetkým menám sveta, medzi 7 výnimiek patria okrem meny Mozambiku len meny krajín strednej a juhovýchodnej Európy - Českej republiky, Poľska, Srbska, Moldavska, Chorvátska a Albánska. Ale aj tak bol ich rast voči euru len mierny – najsilnejšie mozambická mena o 6.7%. Na opačnom konci rebríčka - najviac, o dve tretiny, prepadla voči euru mena Uzbekistanu a zo známejších mien prepadla najviac turecká líra, takmer o pätinu.

Celkovo bol rok 2017 napokon lepší ako sa na jeho začiatku očakávalo. Podľa analytikov oslovených agentúrou Bloomberg mala americká centrálna banka zvyšovať sadzby v roku 2017 dvakrát, napokon zvyšovala trikrát (z 0.75% na 1.50%). Výnosy na krátkych amerických dlhopisoch vzrástli v súlade s očakávaniami o približne 0.7 percentuálneho bodu, ale pri dlhodobých amerických dlhopisoch analytici očakávali rast výnosov o 0.30 percentuálneho bodu, tie ale stagnovali.

V eurozóne sa neočakávala zmena úrokových sadzieb a ani nenastala. Analytici však očakávali rast výnosov nemeckých dlhopisov o 0.2 – 0.3 percentuálneho bodu, ale to sa neudialo, výnosy sa v podstate nezmenili. Pri talianskych zase očakávali rast výnosov na krátkej splatnosti, ale v skutočnosti výnosy talianskych dlhopisov výrazne klesli, a to na oboch koncoch úrokovej krivky.

Akciám sa v roku 2017 viedlo výrazne lepšie ako predpokladali analytici na začiatku roku. Najviac prekvapil japonský index Nikkei 225, kde sa očakával mierny pokles a napokon narástol o 20%. Podobne, pri americkom S&P 500 sa očakával päťpercentný rast a napokon vzrástol rovnako o 20%. Pri nemeckom DAXe a európskom Stoxx 50 sa očakávala stagnácia, a napokon DAX vzrástol o 12% a Stoxx 50 o 6%. Pozitívne prekvapil aj britský FTSE 100.

Cena ropy vzrástla v roku 2017 o takmer 18%, hoci sa

očakával mierny pokles. Cena zlata vzrástla o 13%, v podstate v súlade s očakávaniami desaťpercentného rastu. Výraznú odchýlku od očakávanej trajektórie zaznamenal kurz eura voči americkému doláru. Na začiatku roku bol kurz 1.05 USD / EUR a podľa priemerného názoru trhu mal byť podobný kurz (1.06) aj na konci roku. Napriek tomu však euro posilnilo až o 14% na 1.20. Takýto vývoj neočakával ani jeden z najväčších obchodníkov s menami vo svete.

Aj v roku 2018 máme nejaké očakávania a samozrejme, môže sa z nich naplniť od nula do 100%.

Celkovo by mal globálny hospodársky rast pokračovať. Naznačujú to viaceré predstihové indikátory ale aj niektoré tvrdé dáta, napríklad že už druhý kvartál po sebe v každej z veľkých a ekonomicky významných krajín rastie dopyt po pracovnej sile. Oživenie je miernejšie ako to býva po recesii, ale je globálne. Zároveň, inflácia sa prudko nezvyšuje. To má pre finančný trh niekoľko dôsledkov.

Na peňažnom trhu vyspelých krajín nie sú centrálné banky tlačené do rýchleho rastu úrokových sadzieb a zároveň v rozvojových a rýchlo sa rozvíjajúcich krajinách umožňuje nízka globálna inflácia znižovať prívysoké sadzby rýchlejším tempom. Limitom pre tieto krajiny je ale kreditné riziko – keďže sú tieto krajiny často v nerovnováhach, aj tak „per partes“ tam môžu byť sadzby zvyšované. Globálne ale teda budú mať centrálné banky vo vyspelých ekonomikách „našlapnuté“ k pomalému a opatrnému zvyšovaniu sadzieb a v rozvojových a rýchlo sa rozvíjajúcich naopak.

V USA by mal 3. februára Jerome Powell nahradiť Janet Yellenovú vo funkcii guvernéra FEDu. Powell nastúpil do najužšieho vedenia banky v roku 2012 a je tak ako doterajšia guvernérka prívrencom opatrnéj menovej politiky (tzv. holubom). Preto možno očakávať kontinuitu v politike centrálnej banky, FED by mal pokračovať vo zvyšovaní sadzieb, povedzme 2 až 3 krát. Inflácia je stále slabá, a tak by prísnejšia menová politika mala pôsobiť hlavne na zvyšovanie výnosov krátkodobých amerických dlhopisov.

Na výnosnosť dlhopisov s dlhšou splatnosťou budú vplývať dva faktory. Ak daňová reforma zrýchli hospodársky rast, vzrastú aj inflačné očakávania a výnosy sa vydajú nahor a ak nie, budú stagnovat'. Podobný vplyv bude mať aj kvantitatívne uťahovanie (opak kvantitatívneho uvoľňovania), ktoré FED vyhlásil v tomto roku. Prakticky, FED začne znižovať svoju bilančnú sumu o 50 mld. USD mesačne tak, že príjmy zo splatených dlhopisov nebude reinvestovať. Opačný účinok má prebiehajúca debata v centrálnych bankách, aj na úrovni samotnej bankovej rady USA, o možnom znížení inflačného cieľa. Aktuálne sa centrálné banky snažia dosiahnuť dvojpercentný inflačný cieľ, a už samotná diskusia o jeho znížení má potenciál tlačiť na pokles výnosov dlhodobých výnosov. Celkovo je vplyv týchto faktorov neutrálny, dlhšie výnosy by mali stagnovat' alebo rásť len mierne.

V eurozóne bude do septembra 2018 pokračovať program kvantitatívneho uvoľňovania. Najneskôr v júli ECB teda bude musieť rozhodnúť, ako s ním naloží ďalej, pravdepodobne ho však zníži. V reakcii mierne vzrastú dlhopisové výnosy jadrových aj periférnych krajín. Eurozóna sa ale nemá kam so sprísňovaním menovej politiky kam ponáhľať. Jadrová inflácia (bez

cien potravín a energií) je stále veľmi slabá a zároveň Francúzsko a Taliansko rastú len veľmi opatrne a nesú v sebe skryté nerovnováhy. A ECB sa musí rozhodovať podľa najslabšieho ohnivka v reťazi, lebo inak sa celá reťaz roztrhne. Zvyšovanie sadzieb v tomto a dokonca aj nasledujúcom roku je nepravdepodobné.

Dobry ekonomický výhľad podporuje dobrú náladu na akciovom trhu. Hodnoty akciových indexov vo viacerých prípadoch sú na historických alebo dlhodobých maximách (USA, Nemecko, Japonsko). Akcie sú vysoko aj k pomere k ziskom či tržbám firiem, sú teda drahé. Časť trhu očakáva korekciu, pokles cien akcií. My ale nie.

Pokračujúci ekonomický rast je dostatočným faktorom pre to, aby ceny akcií ďalej rástli. To, či sú drahé, neznamená veľa, pokiaľ nedôjde k zmene fundamentu, k prasknutiu bubliny. Pri posledných dvoch recesiách to bola obrovská dot.com bublina na akciovom trhu v USA a neskôr hypotekárna bublina. Aktuálne rastie americká ekonomika vcelku rovnovážne, problémom je len rast verejného deficitu a verejného dlhu – čo však nie je akútne a je udržateľné, ak dlhšie úrokové sadzby rásť nebudú.

Akcie by ale mali rásť pomalšie než v minulom roku, lebo v cene sú už „dobré správy“ zapracované – predovšetkým daňová reforma a globálne oživenie. Akcie sú voči tržbám a ziskom drahé a kvôli tlaku na rast dlhopisových výnosov prestávajú byť akcie alternatívou pre dlhopisových investorov.

Samozrejme, daňová reforma zostáva určitým rizikom. Možno sa nepodarí repatriovať zisky do USA, možno sa nepodarí zvýšiť hospodársky rast. V tomto prípade by nastal tlak na akciovom trhu.

A ďalej, už 4. marca sa v Taliansku konajú parlamentné voľby. Keďže je pravdepodobné, že žiadna strana nebude vládnuť sama, ale v koalícii, strany sa neštítia sľubovať voličom čokoľvek. Napríklad Forza Italia expremiéra Berlusconiho zníženie daní, Hnutie piatich hviezd komika Beppeho Grilla výrazné zvýšenie podpory pre nezamestnaných. A Demokratická strana expremiéra Mattea Renziho navrhuje rovno zvýšenie deficitu na povolených 2.9%.

Rizikom je opätovná fragmentácia eurozóny. Francúzsky prezident Macron si v otázke budúceho usporiadania Európy určite bude rozumieť s nemeckým Martinom Schultzom (koaličným partnerom Angely Merkelovej), obaja budú pravdepodobne presadzovať federalizáciu Európy. To môže naraziť napríklad na Poľsko či Maďarsko. Diskusie môžu viesť k neželaným výstupom.

Výrazným rizikom je Čína. Nateraz nie je na programe dňa diskusia o udržateľnosti jej hospodárskeho rastu, ale je evidentné, že Čína rastie za výraznej pomoci dlhu. Celkový čínsky dlh (firiem, domácností a štátu) v pomere k HDP je už na úrovni USA, a neustále rastie. Problém je najmä v korporátnom sektore. Prvýkrát od roku 1998 znížili rating krajine hneď dve z troch najvýznamnejších ratingových agentúr (Moody's a Standard & Poor's). Nemáme dostatok kvalifikovaných informácií, ale je možné, že viaceré veľké štátne firmy majú problém so solventnosťou. A by sa problémy v Číne materializovali, okrem akcií po celom svete by padli aj ceny ropy a hlavne priemyselných kovov.

Richard Tóth
Hlavný ekonóm

Kontakt: Richard Tóth, Hlavný ekonóm. Tel. +421 2 3226 6531. Fax: +421 2 3226 6910. E-mail: research@privatbanka.sk, toth@privatbanka.sk. Web: www.privatbanka.sk.

Upozornenie: Vyjadrené názory a pohľady sú stanoviskom autora v čase písania správy. Táto správa vyjadruje len všeobecné stanovisko. Žiadna informácia alebo názor nepredstavuje ponuku na nákup alebo predaj cenného papiera alebo iného finančného nástroja. Správa nie je určená na poskytovanie osobného investičného poradenstva a neberie do úvahy špecifické investičné ciele, finančnú situáciu a osobné záujmy kohokoľvek, kto by mohol túto správu prijať. Hoci sú informácie v správe považované za spoľahlivé, nie je možné zaručiť ich správnosť. Právo meniť akúkoľvek formuláciu kedykoľvek a bez upozornenia vopred je vyhradené. Hodnota cenného papiera alebo iného finančného aktíva a príslušného výnosu môže stúpať alebo klesať a návratnosť investície nie je zaručená. Výkonnosť cenného papiera alebo iného fin. nástroja v minulosti nie je zárukou alebo indikátorom výkonnosti v budúcnosti. Investície na trhoch rýchlo sa rozvíjajúcich krajín sú spravidla kvôli vyššej politickej a ekonomickej nestabilite a nerozvinutému trhu a systému rizikovejšie. Zmeny výmenných kurzov a daňový režim vplyvajú na hodnotu, cenu alebo výnos cenného papiera alebo iného finančného nástroja.