

Vývoj svetovej ekonomiky naďalej zaujímavý

Finančný trh je v poslednom čase opäť v strese, keď výnosy dlhopisov bezpečných krajín klesajú na minimá, akcie sú volatilné tak ako na jar 2009, dolár a zlato sa zhodnocujú. Hlavnou otázkou je, či súčasné oživenie pretrvá.

Severná Amerika

Pre **americkú** ekonomiku bol prvý štvrtrok 2010 tretím rastovým štvrtkom a momentálne je reálne HDP približne na úrovni roku 2007. Oproti 4Q 2009 sa zmenila štruktúra rastu, keď doterajší dominantný vplyv zásob (firmy v očakávaní zvýšenia dopytu rozbehli výrobu) nahradila spotreba domácností a investície. Optimizmus domácností potvrdzuje aj postupné zlepšovanie na trhu práce či maloobchod vrátane objednávok tovarov dlhodobej spotreby. Oživenie potvrdzujú aj ďalšie čísla z priemyslu. Priemyselná produkcia rastie, stále je však na úrovni rokov 2002 – 2003. V raste pokračujú aj priemyselné objednávky. Oživeniu napomáhajú aj ceny ropy, ktorých rast v poslednom období poľavil.

Na druhej strane, existuje niekoľko významných rizík, ktoré sa môžu prejaviť v rôznych horizontoch. Domácnosť sa síce oddlžujú, ale rýchlo rastie verejný zadlženie (mesačne 150 – 250 mld. USD) a verejný dlh je na úrovni 90% HDP. Spotreba oživila rýchlejšie ako produkcia, deficit obchodnej bilancie začína znova narastať a je sprevádzaný aj poklesom mier úspor domácností. To zvyšuje riziko ďalšej krízy už v blízkej budúcnosti. Cena nehnuteľností (meraná indexom Case – Shiller) ďalej klesá, a zvyšuje tak potenciál problémov nielen pre domácnosti, ale aj pre banky. Hypotekárne delikvencie sú na historickom maxime. Domáci dopyt je v dlhšom horizonte ohrozený aj ťažovaním verejných výdavkov, ktoré budú musieť prísť. Tie by mohli tlačiť na pokles spotrebiteľských cien, čo zvýši riziko deflácie. Zahraničný dopyt zase ohrozuje silný dolár, nielen v porovnaní s eustom, ale napríklad aj s čínskym juanom (ktorý by pri výrazne vyššom hospodárskom raste Číny mal posilňovať, napriek tomu je však na dolár fixovaný). Navyše západnú Európu ťaží „ťažovanie verejných opaskov“ a rýchlo sa rozvíjajúce krajiny sveta sa snažia tmiť svoju spotrebu zvyšovaním sadzieb. USA je medzi dvomi mlynskými kameňmi – ožívajúca domáca spotreba indikuje potrebu zvyšovať sadzby, avšak trh nehnuteľností a silný dolár radia počkať. FED bude pravdepodobne opatrný a úrokové sadzby zostanú v USA na nízkych úrovniach ešte dlho, výnosy na štátnych dlhopisoch tiež. Investori hľadajúci vyšší výnos sa budú pozeráť na korporátne dlhopisy. Avšak aj tam výnosy môžu klesať takmer na úroveň štátneho rizika. To by mohlo však podporiť akciový trh, aj keď volatilita zostane vysoká.

Západná Európa

Aj ekonomika **eurozóny** rástla v 1Q 2010 tretí kvartál po sebe a momentálne je HDP približne na úrovni roka 2006. Na rozdiel od USA bol HDP ťahaný spotrebou vlád. Celková nálada, ktorá sa od marca 2009 do apríla 2010 postupne zlepšovala až na úroveň mája 2008, sa v máji 2010 opätovne mierne zhoršila. Neustále sa zlepšuje len sentiment v priemysle. Ostatné - spotrebiteľský sentiment a sentiment v stavebníctve, v službách a v maloobchode sa spamätávajú len veľmi pomaly. Spotreba domácností je stále slabá, aj keď niektoré indikátory sú optimistické (napríklad od júla 2009 rastú úvery pre domácnosti). Jadrová inflácia, v apríli 2010 medziročne na 0.8%, je však minimálne od roku 1991 najnižšia. Priemysel oživuje, stále je však produkcia a objednávky na úrovni roku 2002. **Nemecká** ekonomika rástla v 1Q 2010 rýchlejšie ako ekonomika eurozóny, pričom ju ťahal čistý export. Priemyselná produkcia a priemyselné objednávky prudko oživujú, avšak stále sú na úrovni roka 2005. V čiernych číslach sú (konečne) aj investície. Spotreba domácností je však slabá, čo potvrdzuje okrem maloobchodu aj inflácia na nižšej úrovni ako priemer eurozóny. Nemecký deficit verejných financií bol v roku 2009 len 3.3% HDP, výrazne pod priemerom eurozóny na 6.3%. **Francúzsku** ekonomiku ťahala v 1Q 2010 spotreba domácností a vlády. Silu domácej

spotreby naznačuje aj maloobchod, ktorý v podstate počas krízy neklesol. Saldo obchodnej bilancie a bežného účtu platobnej bilancie sú však záporné, pričom bežný účet zaznamenáva najhorší prepád minimálne za posledných 10 rokov. Narastajúca vonkajšia nerovnováha znamená akumuláciu zahraničného dlhu. Nadmerne stimulovaná domáca spotreba sa odrazila aj v deficite verejného rozpočtu za rok 2009, ktorý dosiahol 7.5%

A teda, aj ekonomika eurozóny zaznamenáva oživenie. Vďaka jej otvorenosti jej v budúcnosti výrazne pomôže slabšie euro. Tento vplyv je oveľa vyšší ako napríklad v USA, pretože export a import tovarov a služieb tvoria v USA spolu 27%, a v eurozóne až 80%. Silnejší dolár teda uškodí USA menej ako slabé euro pomôže eurozóne. Ďalej, eurozóne pomôže aj spomalenie nárastu cien ropy, aj keď tento efekt je kvôli spotrebe ropy v eurozóne oproti USA nižší. Možno však indikovať niekoľko významných rizík. Kvôli otvorenosti ekonomiky eurozóny je zvyčajne trh práce oneskorený za vývojom zahraničného dopytu, a preto zamestnanosť môže narastať len pomaly. Prognózy domácej spotreby nie sú veľmi optimistické, keď ju bude škrtiť buď vysoká šetornosť Nemcov alebo nastávajúce škrtý vo verejných financiách Talianska, Španielska či Francúzska (čo ovplyvní aj „zdravé“ krajiny, ktoré sú silné vo vnútornom obchode EU, napríklad Holandsko). Pokles domácej spotreby môže mať za následok nižší výber hlavne nepriamych daní a ďalšie komplikácie v rozpočtoch. Eurozóne hrozí deflácia so všetkými jej negatívnymi dôsledkami. Navyše, pretrvávajúce celkové napätie v eurozóne môže ďalej tlačiť na jej dezintegráciu. Napríklad problémové krajiny eurozóny prefinancovávajú svoj dlh oveľa drahšie ako bezpečnejšie krajiny, ktoré „takéto nízke výnosy ani nepotrebujú“. A ďalej, inštitúcie prijímajú zásadné opatrenia s ďalekosiahlymi finančnými a morálnymi dôsledkami – napríklad program výkupu štátnych dlhopisov Európskou centrálnou bankou vzbudzuje minimálne rozpaky pre jej selektívny prístup k štátom a komerčným bankám, ktorým pomáha. Destabilizácia eurozóny vedie k stále slabšiemu euru. To stráca svoj potenciál rezervnej meny a aj vplyvné ázijské centrálné banky opätovne obracajú svoju pozornosť k doláru. To vedie k ďalšiemu oslabovaniu eura. Na druhej strane slabšie euro pomáha proti dezinflácii v eurozóne a pomáha európskemu exportu. Sily slabého eura a rozpočtovej reštrikcie sa tak vyrovnávajú. Výkup štátnych dlhopisov ECB-ou (ak ešte stále považujeme za hlavnú úlohu ECB strážiť infláciu) naznačuje, že v strednodobom horizonte (1.5 – 2 roky) banka nevidí riziko rastu inflácie. Predpokladáme, že ECB bude výkupom dlhopisov bojovať proti deflácií aj v budúcnosti. Sadzby zostanú nízko ešte dlho, dôsledky by mali byť podobné ako v USA. Z krajín eurozóny sa situácia vyvíja najlepšie pre najotvorenejšie ekonomiky – Nemecko a Benelux. Zároveň tieto krajiny (hlavne Nemecko) majú nižšie rozpočtové deficity a svoje verejné dlhy prefinancovávajú lacnejšie v porovnaní s ostatnými krajinami eurozóny. Výhodu získajú aj ich národné akciové indexy, podobne ako akcie veľkých, medzinárodne konkurencieschopných, exportných európskych firiem. Pokiaľ ide o euro, výkupom dlhopisov znižuje ECB konkurencieschopnosť európskej ekonomiky, pretože alokuje dlhy neefektívnych krajín. Odpoveďou by malo byť zotrvanie eura na slabších úrovniach, aby sa vplyv vyrovnal. Na druhej strane, v nie dlhom horizonte sa pravdepodobne začne hovoriť aj o fiškálnych problémoch iných krajín, hlavne USA, čo bude tvoriť pre euro dno.

Oživenie hospodárstva **Veľkej Británie** je v porovnaní s eurozónou o niečo rýchlejšie. Ťahúňom je domáci dopyt, domácností a aj vlády. Priemyselná produkcia sa zvyšuje, avšak stále je na úrovni roka 1992. A tak hoci Británia zvyšovala v posledných rokoch podiel služieb na HDP, oživenie britského priemyslu aj tak výrazne zaostáva napríklad za nemeckým. Výhodou je samostatná mena (libra), ktorej priemerná úroveň voči euru je v rokoch 2009 a 2010 o 10% nižšia ako v roku 2008 a o 30% nižšia ako priemer v rokoch 2006 – 2007. Zvyšuje tým konkurencieschopnosť britského exportu a zvyšuje infláciu, ktorá čistí dlhy. Súčasná inflácia (HICP) je medziročne na 3.7% (eurozóna 1.5%). Na druhej strane, rekordný deficit verejného rozpočtu sa nedarí výrazne krotiť a škrtý budú musieť byť bolestivé. Navyše, Británia trpí aj vonkajšou

nerovnováhou, hlavne v obchodnej bilancii. A napokon, vysoký podiel finančného sektora na HDP robí krajinu citlivou na zmeny cien aktív po celom svete. Na druhej strane, celosvetovo nízke úrokové sadzby zvyšujú ziskovosť bánk, čo by mohlo Británii pomôcť.

Ázia

Japonsko vykazuje V-scenár oživenia, a teda po prudkom prepade vykazuje rýchle oživenie. HDP vzrástol v 1Q 2010 o 4.6% a je ťahaný najmä rastom exportu, ktorý je už na úrovni roka 2006. Oživenie zaznamenáva aj domáca spotreba, avšak rezidenčný sektor je stále slabý. Podnikateľský sentiment sa zlepšuje, rastú korporátne zisky. Na trhu úverov pre korporácie panuje naďalej napätie. Hlavným problémom Japonska je záporná inflácia (v apríli medziročne na -1.2%) a hlavnou komplikáciou relatívne silný jen (voči doláru bol v prvom polroku 2010 priemerne o 4% silnejší ako za rovnaké obdobie minulého roka). To prináša jednak znižovanie konkurencieschopnosti zahraničného obchodu a jednak zhoršuje defláciu. Deflácia ďalej zhoršuje gigantický verejný dlh. Dlhšie obdobie nízkych sadzieb v USA a eurozóna môže pôsobiť na ďalšie posilnenie jenu a zhoršiť tak konkurencieschopnosť japonského hospodárstva.

Čínsky HDP vzrástol v 1Q 2010 medziročne o 11.9%, čo je najviac od roku 2007. Rýchlo rastie aj domáci dopyt, keď obchodná bilancia sa v marci 2010 dostala prvýkrát od roku 2004 do deficitu. Inflácia je však stále na relatívne miernych 2.8% (bez cien potravín len na 1.3%), čo indikuje oddelenie vývoja bublinového trhu nehnuteľností od vývoja reálnej ekonomiky. Na druhej strane, producentské a veľkoobchodné ceny indikujú budúce zrýchlenie spotrebiteľskej inflácie. Podobne pôsobí aj zastavenie postupného riadeného posilňovania juanu voči USD od polovice roka 2009 (na druhej strane, opačný efekt má prudké posilnenie voči euru). Objem nových úverov oproti polovici roka 2009 mierne klesol, avšak ešte stále predstavuje takmer dvojnásobok úrovne z jesene 2008 a je proinflatný. V horizonte jedného roka nemožno vylúčiť zvyšovanie sadzieb, čo by zvýšilo volatilitu akciových trhov po celom svete. Čína začína opätovne veriť doláru, keď sa po prestávke zvyšuje jej expozícia v amerických dlhopisoch. Pre euro to znamená ďalší tlak na oslabovanie.

Reálny HDP **Indie** vzrástol za 1Q 2009 o 8.6%. Krajina má výraznú vnútornú nerovnováhu, ktorá sa prejavuje výrazným nárastom fiškálneho deficitu z 2.7% HDP v marci roku 2007 na 6.2% v marci roku 2009 (pri vysokom raste HDP), a ďalej vysokou infláciou a vysokým deficitom obchodnej bilancie. Inflácia bola v marci 2010 na 14.9%, pričom priemer 2004 – 2008 je 6%. Reálna priemyselná produkcia je na historických maximách a jej medziročný rast na 13.5% v marci 2010 bol najrýchlejší od roku 2006 a vyšší ako priemer rokov 2004 – 2008, ktorý bol na úrovni 8%. Prebytok v bilancii služieb od septembra 2009 klesá a v septembri 2009 (posledný údaj) bol najnižší od decembra 2005. Schodok bežného účtu platobnej bilancie sa prehĺbil, avšak nie je zatiaľ s 2.5% výrazný. Celkový zahraničný dlh tvorí približne štvrtinu HDP, čo nie je veľa. Vysoká vnútorná nerovnováha s fiškálnym deficitom (podľa prepočtov v marci 2010 na 6.8%), sa zatiaľ vďaka vysokému nominálnemu rastu HDP zatiaľ nemusí odrážať v raste verejného dlhu. Ten je však pomerne vysoký, na konci roka 2009 dosahoval 60% HDP. Napriek vysokému verejnému dlhu nemá India vybudovanú potrebnú infraštruktúru, čo znižuje jej konkurencieschopnosť. Krajina jej odkázaná na sektor služieb. V boji proti nadmernej makroekonomickej nerovnováhe zvýšila centrálna banka sadzby v marci a v apríli spolu 50 bodov na 5.25%.

Krajiny juhovýchodnej Ázie sa rýchlo dostávajú k vysokým rastovým číslam, ktoré sú umocnené bázičným efektom po prudkých prepadoch v prvej polovici minulého roka (V-scenár). Južná Kórea tak už za 4Q 2009 zaznamenáva rast 7.8%, Taiwan 13.3%, Thajsko 12%, Hong Kong 8.2% a Indonézia 5.7%. Medziročná inflácia sa v marci pohybovala od 0.7% na Taiwane do 4.2% v Indonézii. Taiwan, Thajsko a Hong Kong sa dostali z deflácie.

Kontakt: Richard Tóth, Hlavný ekonóm. Tel. +421 2 3226 6661. 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. Výkonosť cenného papiera alebo iného fin. nástroja v minulosti nie je zárukou alebo indikátorom výkonosti v budúcnosti. Investície na troch rýchlo sa rozvíjajúcich krajinách 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.

Stredná a východná Európa

Ruská ekonomika sa dostala opätovne do rastovej trajektórie. Oživenie sa pretavuje do mierneho zlepšovania na trhu práce či v maloobchode. Spotreba domácností začína opätovne rásť a makroekonomická nerovnováha sa opätovne zvyšuje. Bilancia tovarov a služieb bez zápočtu exportov ropy bola ku koncu roka 2009 na úrovni -7.5% HDP. Federálny rozpočet je od októbra 2009, prvýkrát od roku 1998, v prehlbujúcom sa deficite. Priemyselná produkcia bola v marci 2010 na historickom maxime, v apríli mierne klesla. Postupne sa na vrcholné úrovne roka 2007 – 2008 dostávajú aj investície v priemysle. Stav korporátnych úverov však stále klesajú a zvyšuje sa delikvencia úverov. Krajina má nízke zahraničné zadĺženie 470 mld. USD (37% HDP), v stabilizačnom fonde má 124 mld. USD (10% HDP) a ostatné rezervy vrátane zlata tvoria 460 mld. USD (36% HDP). Hlavným rizikom je pokles cien nerastných surovín a prílišná apreciacia rubľa voči USD, ktorá by síce tlačila na pokles inflácie a na pokles sadzieb, avšak by znížila výnosy z exportu nerastných surovín. Postupne ožívujú aj ďalšie **ekonomiky strednej a východnej Európy**. Slovenský rast HDP na úrovni 4.8% v 1Q 2010 bol spolu s Ukrajinou najvyšším v regióne.

Latinská Amerika

Brazílsky HDP rástol v 1Q 2010 o 9%, keď spotreba domácností rástla o 9.3%, spotreba vlády o 2% a investície o 26%. Čistý export klesol o približne 25%. Rýchly rast domácej spotreby sa prejavuje v postupnom náraste deficitu bežného účtu. Zatiaľ však nie je výrazný (2% HDP). Deficit verejného rozpočtu bol od jesene 2009 priemerne na 3% HDP a bol na rovnakej úrovni ako dlhodobý priemer rokov 2004 – 2008. Verejný dlh je 61% HDP, z toho 6% je cudzí a 94% domáci dlh. To, že ťahúňom ekonomiky je domáca spotreba, potvrdzuje aj vývoj maloobchodu, v marci medziročne na 15.7%. Bankové úvery sú s 34%-ným medziročným nárastom mierne pod dlhodobým trendom. Inflácia bola v apríli na 5.3%, v podstate na úrovni dlhodobého priemeru rokov 2004 – 2008. V apríli centrálna banka zvyšovala sadzby z 8.75% na 9.5% (priemer 2004 – 2008: 15%). Brazílsky real (BRL) je od októbra 2009 voči USD statický, keď za prvých 10 mesiacov roka 2009 posilnil o 20%. Od roku 2004 BRL aprecioval voči USD priemerne o 14% p.a. a momentálne je o 8% slabší ako jeho najsilnejšia úroveň v auguste 2008. To je pravdepodobne aj dôvodom zvyšovania sadzieb. Kvôli pravdepodobnému ďalšiemu zvyšovaniu sadzieb môžu byť brazílske akcie volatilné, avšak v porovnaní ich cien k ziskom podnikov nie sú dnes drahé.

Z ostatných ekonomicky významných krajín Latinskej Ameriky sa výrazne nedarí Venezuele, ktorá trpí stagfláciou (rast HDP v 4Q 2009 -5.8%, nezamestnanosť 8.2% a CPI 31.9%). Mexiko zaznamenalo v 1Q 2010 rast 4.3%. Verejný dlh krajiny je len 22% HDP. Deficit verejného rozpočtu je približne 2% HDP a bežného účtu len 0.5% HDP. Priemyselná produkcia sa postupne zvyšuje, stále je však na úrovni 2005. Výhodou je blízkosť ožívujúcich USA. Argentína nemá ešte zverejnený HDP za 1Q 2010. Krajina nemá deficit ani na bežnom účte a ani vo verejných financiách, verejný dlh je 50% HDP.

Zhrnúc – svet sa dostáva z krízy, avšak nadmerné zaťaženie verejným dlhom sťažuje potenciál ďalšieho hospodárskeho rastu. To platí najmä pre vyspelé ekonomiky. Zároveň by však ešte mala pokračovať podpora menovej politiky. Dôležitým faktorom hrozby zvýšenia inflácie (dokonca stagflácie) v budúcnosti, a tým zvýšenia výnosov dlhopisov a poklesu mien, bude monetizácia verejných dlhov (výkup štátnych dlhopisov centrálnymi bankami). Nateraz nízke výnosy na peňažnom a dlhopisovom trhu by mali v krátkodobom a strednodobom horizonte zvyšovať dopyt po (kvalitných) akciách po celom svete.

Richard Tóth
Hlavný ekonóm