

EKONOMIKA A TRHY

ČERVENEC 2017

Jak vidíme svět?

- Fed zvýšil dle očekávání úroky a načrtl obrysy dalšího utahování měnové politiky.
- ECB publikovala zhoršenou inflační prognózu. Výhled ekonomiky ale vidí optimističtěji.
- Britské premiérce se volební hazard nevyplatil. Vyjednávání brexitu se mohou zkomplikovat.
- Politická rizika v eurozóně ustoupila. Macron získal silný mandát pro reformy.
- Ceny ropy pokračovaly ve volném pádu. Pakt kartelu OPEC ke stabilizaci trhu nepomáhá.

Co děláme v portfoliích?

- Akciovou složku ponecháváme na nadvážené úrovni. Podíl investic do realit jsme vrátili na neutrální úroveň na úkor dalšího snížení pozice v komoditách.
- Preferujeme eurozónu, zejména její motor Německo. Pro doplnění strategie volíme akcie firem ze střední a východní Evropy.
- Nadvažujeme zdravotní péči, IT a zboží dlouhodobé spotřeby.

Spojené státy americké (USA)

Měkká vs. tvrdá data

Makroindikátory z USA, které přicházely v průběhu června, přinesly vesměs zklamání (zejména tzv. „tvrdá“ data). Předstihový index ISM, který měří náladu nákupních manažerů, se sice mírně zlepšil ve výrobě (vzrostl na 54,9¹ bodu), ve službách ale došlo ke zhoršení na 56,9 bodu. Spotřebitelská důvěra v USA se po mírném poklesu z předchozího měsíce zlepšila.

Průmyslová produkce zklamala svou stagnací, když se čekalo meziměsíční zlepšení. Z nemovitostního trhu přišly smíšené zprávy (zahájené stavby a stavební povolení byly slabší, zatímco prodeje nových i starších domů se oproti předchozímu měsíci zlepšily). Největší pokles za více než rok vykázaly maloobchodní tržby (mezi-měsíčně -0,3 %). Za nepříznivým výsledkem stály především horší prodeje aut a zboží dlouhodobé spotřeby.

Ekonomika USA rostla v 1Q podle třetí revize o 1,4 % ročně. Růst HDP se tak oproti předchozímu kvartálu (+2,1 % ročně) zpomalil, ne však tak výrazně, jak se zdálo z předešlých propočtů. Oproti původním údajům byly nahoru revidovány export a spotřební výdaje. Ty dosáhly nejpomalejšího tempa růstu od druhého kvartálu 2013. Pro ekonomiku, která se ze dvou třetin spoléhá na spotřebu, je přitom právě vývoj spotřebitelské poptávky klíčový pro udržení stabilního tempa růstu. Statistiky HDP za první čtvrtletí v USA bývají obvykle slabší, což je dáno metodikou kalkulace dat.

Silný pracovní trh argumentem pro Fed

V květnu vzniklo v americké ekonomice 138 tisíc pracovních míst, předchozí měsíce byly revidovány dolů a nezaměstnanost sice klesla na 4,3 %, což je 16leté minimum, snížila se však i míra participace pracovní síly a mzdový růst nadále vykazuje pomalejší tempo než na vrcholu předchozí expanze (v dubnu +2,5 % meziročně). O něco lepší zprávy přinesl jiný report z pracovního trhu (JOLTS), který potvrdil, že se USA stále nacházejí poblíž úrovně takzvané „plné zaměstnanosti“.

¹ Údaj nad 50 body značí očekávání expanze, údaj pod 50 body naopak očekávání recese.

1. EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Světová ekonomika pokračuje ve stabilním růstu. Tahounem je nově spíše Evropa, v níž se důvěra v ekonomiku drží na maximech a ustupuje politická nejistota, než USA, kde slabší data z poslední doby poukazují na slábnoucí růstové momentum a americký Fed se i přesto drží v nastoupeném kurzu utahování měnové politiky.

Ostře sledovanou událostí bylo zasedání amerického Fedu, na kterém bylo dle očekávání rozhodnuto o zvýšení sazeb o čtvrt procenta. Po sérii slabších makrodat bylo pro trhy překvapením, že jeho šéfka Janet Yellenová potvrdila plánovanou trajektorii dalšího zvyšování sazeb (ještě jedno zvýšení letos), představila detaily plánů na redukcii bilance, která nabobtnala v důsledku post-krizových opatření, a zhodnotila stav americké ekonomiky i vývoj inflace jako velmi příznivý. Spotřebitelská inflace v květnu oproti předchozímu měsíci přitom zpomalila na 1,9 % meziročně a ani jádrový index PCE, na který se Fed dívá při nastavování své měnové politiky, se zatím neblíží inflačnímu cíli centrální banky.

Evropa

Bezmezný optimismus v eurozóně

Červnové předstihové ukazatele PMI v Evropě dopadly vesměs velmi optimisticky, nacházejí se nadále vysoko nad 50bodovou hranicí. Zejména „měkké“ indikátory v Německu jako by rostly do nebe. Německý PMI ve výrobě vzrostl dokonce na 59,3 bodu. Německý ukazatel podnikatelského klimatu Ifo vystoupal pátý měsíc v řadě s hodnotou 115,1 bodu na nový historický rekord (index je sestavován od roku 1991), přičemž se zvýšila jak hodnocení současné situace, tak očekávání budoucích ekonomických podmínek. Podobně optimisticky vyzněl i průzkum institutu ZEW. Lépe se ale nedaří jen Německu, nýbrž i dalším zemím z eurozóny.

Postupně se zlepšují i „tvrdá“ data, i když zatím ještě nejsou na tak vysoké úrovni, jak by odpovídalo optimistickým očekáváním podniků. Dubnové maloobchodní tržby v eurozóně vykázaly silný 2,5% meziroční růst a průmyslová produkce eurozóny stoupla meziročně o 1,4 %. Dobře dopadly také registrace aut v EU, které se meziročně zvýšily o 7,6 %, předchozí propady tak lze přičítat efektu oslabení poptávky během velikonočních svátků. Pozitivní překvapení přinesl také revidovaný HDP eurozóny, který dosáhl podle finálních údajů v 1Q 0,6% mezičtvrtletního růstu.

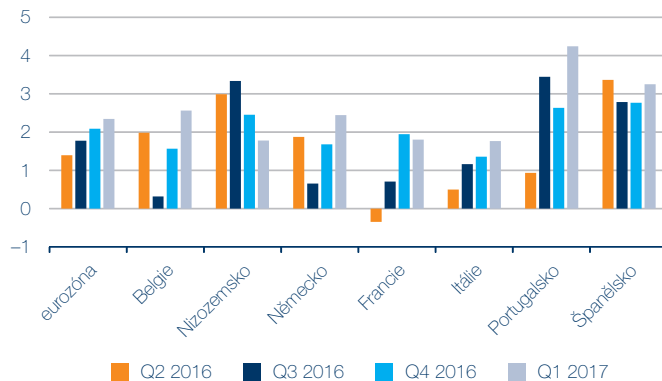
Zmatená komunikace ECB

ECB po svém červnovém zasedání ponechala měnovou politiku beze změny. Její šéf Mario Draghi sice zhodnotil pozitivně růstovou dynamiku eurozóny a rizika pro ekonomický výhled označil za „více balancovanou“, zveřejnil však zhoršenou inflační prognózu. Ta je pro centrální banku argumentem pro ponechání extrémně uvolněné měnové politiky po delší dobu. Ve své rétorice však již Draghi vypustil větu o případném poklesu úrokových sazeb a za několik dní po zasedání prohlásil, že v eurozóně vidí vhodné prostředí pro inflační tlaky a již se neobává rizika deflace. Jeho výroky rozvířily dění na trhu, které se následně další členové ECB snažili zmírněním rétoriky korigovat.

V současnosti očekáváme, že by ECB mohla na podzim oznámit snížení tempa měsíčních nákupů dluhopisů s účinností od ledna příštího roku. Změnu ve stimulačním programu do konce letošního roku nepředpokládáme. Se zvyšováním sazeb Draghi zatím slibuje počkat až do doby, než bude program kvantitativního uvolňování zcela ukončen (možná až v roce 2019).

Inflace za celou eurozónu podle předběžných údajů zpomalila vlivem poklesu cen energií na 1,3 % meziročně, tedy na nejslabší tempo v letošním roce. Jádrová inflace, nezahrnující volatilní složky jako energie a potraviny, se ale již dokázala zvednout z březnových minim, její růst však zůstává tlumený (pro červen se podle předběžných dat počítá s 1,1 % meziročně). Pozitivní zprávou byla ale míra nezaměstnanosti v měnové unii, která v dubnu poklesla na 9,3 % – na takto nízké úrovni byla naposledy v březnu 2009.

Reálný růst HDP v eurozóně (q/q analýzovaně, v %)



Zdroj: Bloomberg.

Británie ztrácí dech

V Británii v květnu zrychlila inflace (na 2,9 % meziročně), kterou má na svědomí slabá libra zdražující dovozy. Toto tempo nedokázal kompenzovat mzdový růst, což mělo negativní dopad na důvěru spotřebitelů a kupní sílu. Britům zbývá méně peněz na nákupy, což se projevilo na slabších číslech z maloobchodu (v květnu meziměsíčně -1,6 % bez aut).

Bude zajímavé sledovat, do jaké míry bude ochotna vyšší inflaci tolerovat Bank of England (BoE). V uplynulých týdnech její hlavní představitel vystoupil s rozporuplnými názory ohledně dalšího směřování měnové politiky a také poslední hlasování o sazbách již nedopadlo jasně ve prospěch nižších sazeb. K jednomu disidentnímu hlasu, který volá po utažení měnové politiky, přibýly další dva.

Tržní dění v Británii nejvíce rozhybal výsledek britských předčasných voleb. Premiérka Mayová se jimi chtěla opatřit silnější mandát pro vyjednávání brexitu, protože její stranu předvolební průzkumy zprvu výrazně favorizovaly. Volební hazard se ale vrátil jako bumrang a volby skončily pro Konzervativce fiaskem, když si pohoršili o více než desítku mandátů a ztratili parlamentní většinu. Britská premiérka se při sestavení nové, menšinové vlády nakonec musela spolehnout na podporu severoirské Demokratické unionistické strany (DUP). Politická nestabilita je přitom to poslední, co Británie v těžkém dvouletém období po aktivaci Článku 50 potřebovala. Jednání o podmínkách brexitu se však po dvou měsících otálení konečně rozběhla.

Francie má naději

Další důležitou politickou událostí posledního měsíce byly francouzské parlamentní volby, které s převahou vyhrál Macronovo centristické hnutí Republiko, vpřed! „Antireformní“ strany tentokrát nezabodovaly. Trhy se upínají ke klíčové reformě pracovního trhu, kterou by měl Macron představit již v září. Měla by přinést mimo jiné větší flexibilitu zaměstnavatelům při uzavírání pracovních dohod a propouštění zaměstnanců. Výhodou Macrona oproti jeho předchůdcům je jeho silný mandát k protřním reformám, s nimiž v programu již nastupoval do volebních klání. Pokud se jeho vládě podaří osekát štedrý sociální stát, může začít škrtat v daních, což by mělo pozitivní dopad na růst HDP. Nelze zapomenout na fakt, že Francie je druhou největší ekonomikou eurozóny a její kondice je klíčová i pro vývoj eurozóny jako celku. Pozitiva může přinést také spolupráce s Německem – duo Macron-Merkelová se již nechali slyšet, že jejich společným zájmem je „zreformovat celou Evropu“. Politická stabilita ve Francii je dobrým signálem pro firmy i investory. Pokles napětí byl patrný především na vývoji rizikových přírůžek periferních dluhopisů.



Petrolejový princ

Zkuste si představit – je vám jednatřicet a právě vás povýšili na šéfa rodinné firmy, která je jedničkou na trhu s komoditou, na níž tak nějak funguje globální ekonomika.

Aniž bychom vzali v potaz další souvislosti, zní to jako pohádka.

Problémem pro saúdského korunního prince Muhammada bin Salmána jsou ovšem ony další souvislosti. Zůstaneme-li u literárních příměrů, pak Karla Maye z titulku můžeme doplnit Boleslawem Prusem, jehož hlavní hrdina mladý faraon Ramses brzy pozná, že být absolutním vládcem není žádný med, pokud váš hlavní zdroj bohatství (v jeho případě početná a poslušná populace) už není, co býval.

Pojďme ale zpět přes Rudé moře do Saúdské Arábie. Ropa v posledních týdnech výrazně oslabuje navzdory tomu, že se kartel OPEC, kde Saúďové hrají první housle, dohodl s Ruskem na prodloužení omezení těžby, a to dokonce na delší než očekávanou dobu.

Pouštní království přitom potřebuje stabilní či ještě lépe rostoucí ceny ropy. Jejich propad v letech 2014–16 výrazně snížil rozpočtové příjmy i devizové rezervy a vedl také k růstu zadlužení země z takřka nuly nad 30 % HDP. Rostoucího zadlužení si všimly ratingové agentury a snížily úvěrové hodnocení země.

V takové situaci by zřejmě stálo za to snížit vládní výdaje a poohlédnout se po jiných zdrojích příjmů. Potíž ovšem je, že je na státních zdrojích závislá velká většina občanů této konzervativní muslimské země. Zaměstnanost žen je mizivá a muži jsou převážně zaměstnáni ve státním sektoru. Podíl domorodců na zaměstnanosti v soukromém sektoru je zhruba 20 %, zatímco zbytek tvoří gastarbeitři. Celkový podíl zaměstnanců k populaci země nedosahuje ani 40 %, z čehož cizinci tvoří zhruba polovinu (mezi saúdkoarabskými občany má práci každý čtvrtý). Oficiální míra nezaměstnanosti se týká jen domácích občanů a dosahuje 11 %. Korunní princ představil jakousi

„vizi 2030“, ale i jemu je jasné, že 13 let je příliš dlouhá doba.

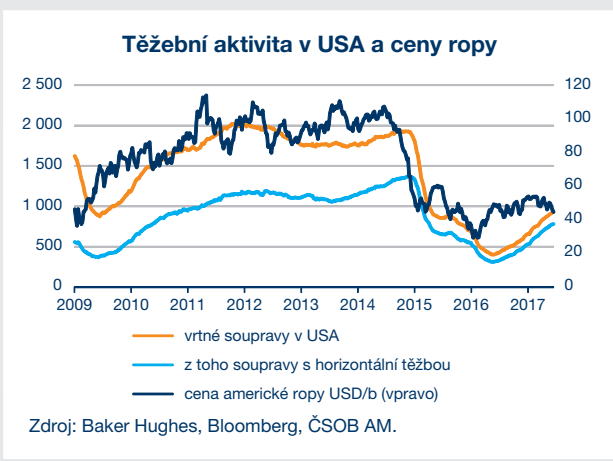
Saúďové tak sondují trh ohledně zájmu o minoritní podíl v Saudi Aramco, což je monopolní těžář ropy v zemi s druhými největšími zásobami na světě. Jeho uvedení na trh ale zatím brání neprůhlednost hospodaření a také radikálně odlišné představy o ceně na straně potenciálních prodejců a kupců. Saúďové mluvili o bilionech dolarů, kdežto Morgan Stanley odhadovala maximálně 400 miliard dolarů.

Logicky se tak šejkové snaží udělat něco s hlavní příčinou problému, tedy cenami ropy. Ty trápí většinu exportérů, kteří přizpůsobili své rozpočty stodolarovým cenovkám (ropy těží Saúdská Arábie k počtu obyvatel zhruba stejně již přes 30 let), takže se dohoda OPEC s Ruskem dala očekávat. Proč se přesto nedaří ceny ropy stabilizovat?

Jedním z hlavních důvodů je nejednotnost cílů uvnitř OPEC. Zatímco Saúdská Arábie ráda obětuje část produkce na oltář vyšších cen, jiné země akceptují nižší ceny, pokud se jejich celkové příjmy zvýší. Více ropy dodávají Írán, Libye či Nigérie. Všechny tyto země těží ropu s náklady výrazně pod současnou cenou a navyšovat tedy mohou i dále, což je dost

pravděpodobně zejména v Libyi, kde zuří nepřehledná občanská válka.

Druhým důvodem jsou mezní náklady (ceny ropy, nad nimiž se již těžba vyplatí). Dokud byla ropa za více než 100 dolarů za barel, vyplatilo se ji těžit i z těžko dostupných zásob, například z ropných písků či z břidlicových ložisek. Tato na-



leziště se vesměs nacházejí mimo země OPEC. Technologický pokrok, který těžba spustila, vedl ke zpřesnění geologických průzkumů a poklesu výdajů na těžbu z netradičních ložisek.

Na počátku desetiletí se mezní náklady na těžbu z břidlic a písků odhadovaly na 80–100 dolarů na barel, zatímco v arabské poušti se prospektoři vešli pod 15 dolarů. Vysoké ceny ropy v letech 2011–14 zaplatily šejkům v Zálivu vyšší mrakodrapy, zatímco za oceánem umožnily rozvoj technologií, které těžbu z břidlic zlevnily a zrychlily. Když se ceny ropy loni stabilizovaly po propadu na třináctiletá minima, počet severoamerických aktivních vrtných souprav přestal klesat a během roku se více než zdvojnásobil. Navíc je patrná dominance dříve minoritní horizontální těžby, která zjednodušeně řečeno obsluhuje větší území z jednoho ústředí (což je nákladově efektivnější).

Při současných cenách je mezním producentem ropy, tedy tím, kdo objemem své produkce určuje celosvětovou cenu ropy, nikoli OPEC, ale „alternativní“ konkurence, kterou chtěl kartel navýšením těžby v roce 2014 zničit. Podle aktuálních odhadů se řada břidlicových nalezišť s náklady dostala pod 40 dolarů za barel, tedy do pro OPEC velmi nekomfortní zóny.

Co může Saúdské Arábii (a také Rusku či Venezuele) z nemilé situace pomoci?

- Výraznější růst poptávky, kterému nahrává dobrá kondice světové ekonomiky i sezónní poptávka v Evropě a Severní Americe během třetího kvartálu.
- Růst úrokových sazeb v USA, který by zvýšil náklady konkurentům kartelu.
- Dalším omezení těžby OPEC, což by ale v současné konstelaci zvedlo marže i konkurenci a podnítilo větší investice do nových vrtů.

Miroslav Adamkovič, analytik, ČSOB Asset Management

