

Inflace, pokles výstupu a ceny energií, co je ono „nové normální“?

Miroslav Singer

Pro TMA Restrukturalizační fórum 18.10.2022

Prague, Oct 16 2022

Outline

1. Změny v globální ekonomice

- a. „Nizko na dlouho?“
- b. Trhy práce
- c. Pár slov o Rusku
- d. Nové uspořádání logistických řetězců
- e. Trhy energií
- f. Válka a globální ekonomika
- g. Zpátky do sedmdesátek?

2. Důsledky

- a. Fed a další centrální banky
- b. ECB jako zvláštní případ
- c. Světová ekonomika v krátkodobém výhledu
- d. Signály recese

3. Výhled pro nás

4. Shrnutí



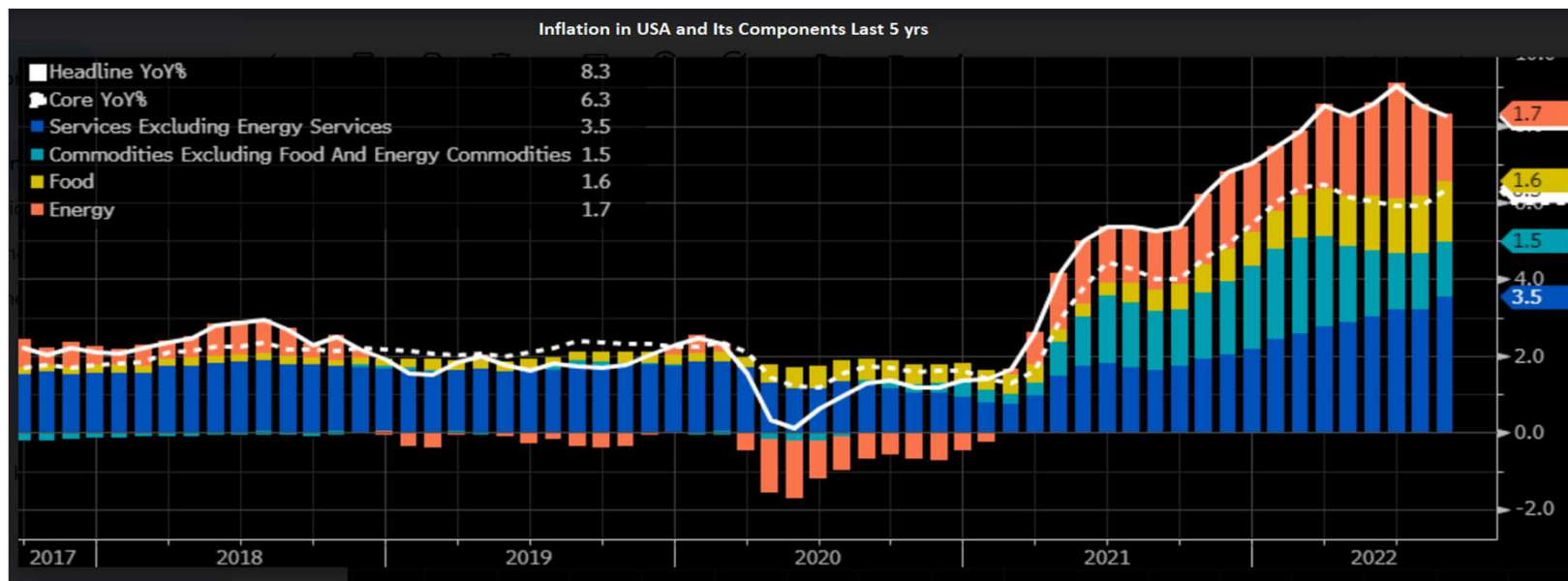
Změny v globální ekonomice

„Nízko na dlouho“ – Už dávno ne!



Source: Macrotrends

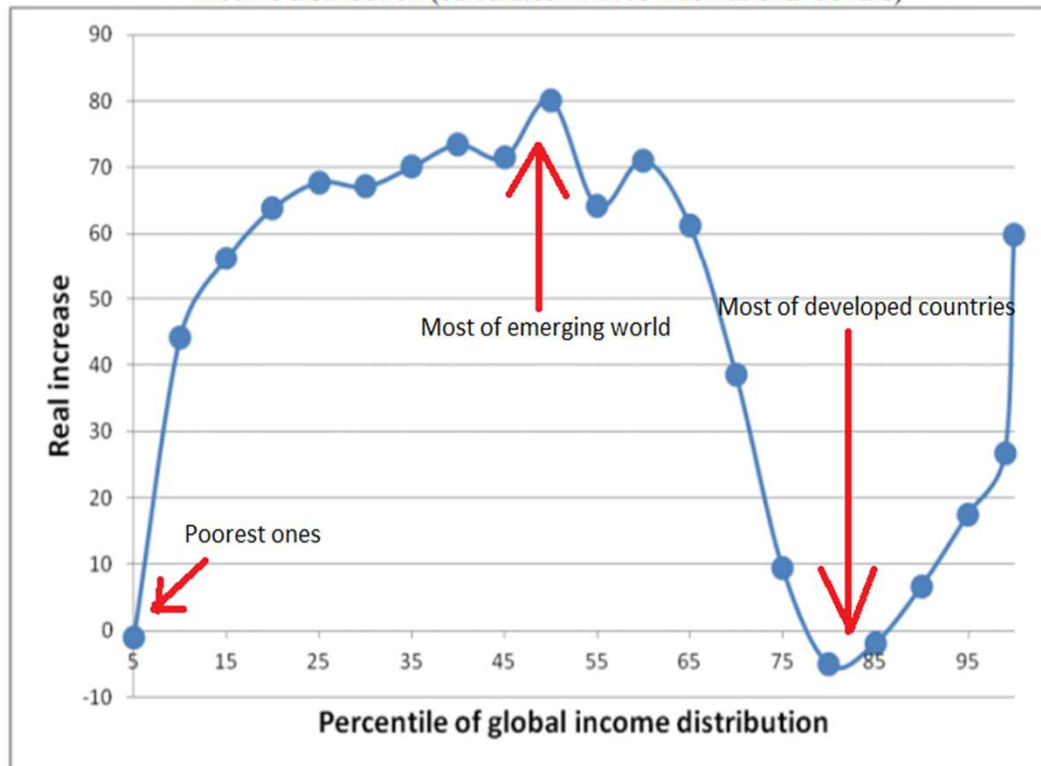
- Vezmeme-li ekonomika USA jako příklad, výše inflace není historicky výjimečná, ale prudkost vzestupu je.
- Víra v „nízko na dlouho“ tu byla ještě v roce 21. Vzestup inflace očekávání je tu krátce.
- Růst jádrové inflace v ekonomice USA ukazuje, že fakt nejde jen o dopady ruské agrese a vzestupu cen energií.



Source: GS

Trh práce globálně – „kletba slona“ odčarována

Figure 4. Change in real income between 1988 and 2008 at various percentiles of global income distribution (calculated in 2005 international dollars)



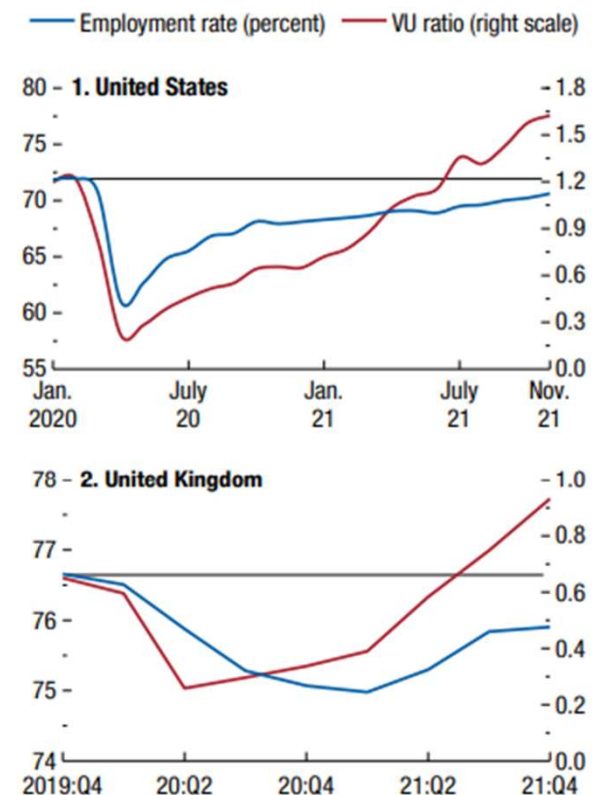
Note: The vertical axis shows the percentage change in real income, measured in constant international dollars. The horizontal axis shows the percentile position in the global income distribution. The percentile positions run from 5 to 95, in increments of five, while the top 5% are divided into two groups: the top 1%, and those between 95th and 99th percentiles.

Source: Branko Milanovic

Trhy práce v rozvinutých ekonomikách a tedy i růst mezd byl po více než dvě desetiletí pod tlakem vstupu nových ekonomik, včetně těch v Evropě do globálního kapitalistického systému.

To skončilo!

Employment and Vacancies to Unempl. ratio



Source: IMF



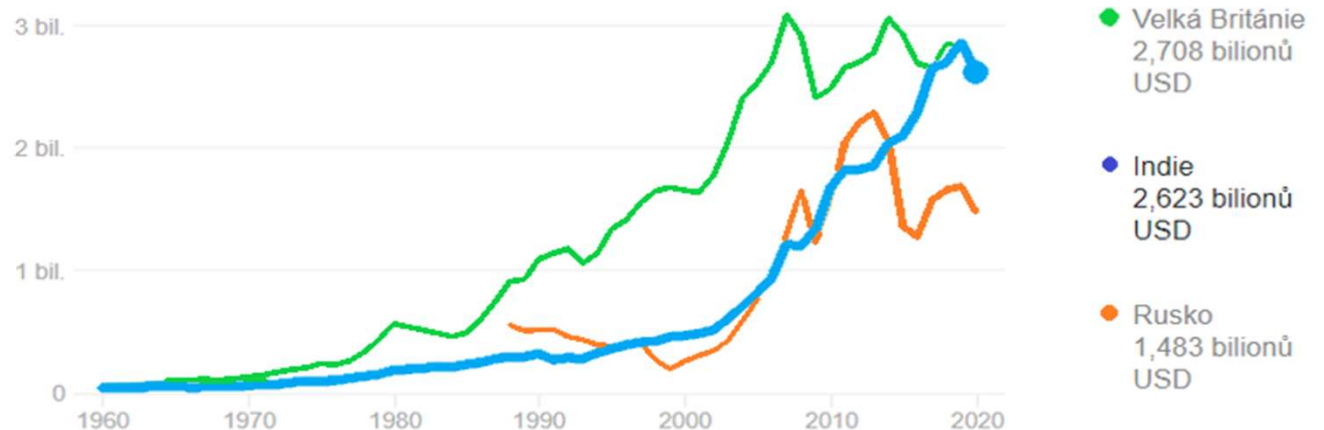
Pár slov o Rusku – Rušno kolem něj bude dlouho

- Před invazí vypadala oficiálně ruská ekonomika dobře. Výstup na předpandemických úrovních, nízký deficit, klesající inflace... na rozdíl, řekněme, od Argentiny před invazí na Falklandy, jež měla odvrátit pozornost od ekonomického krachu země vedené juntou.
- Jenže korupce přinesla pravděpodobně zkreslení výstupu směrem nahoru.
- Rusko je důležitý, ale ne hlavní hráč na trzích s energií, např. 8% světových exportů ropy jde z Ruska. Pro Evropu je ale podstatný dodavatel zemního plynu, skoro polovina dovozů šla z Ruska.
- Graf ilustruje, že Rusko po roce 2014 začínalo ztrácet schopnost růst.

Asi 2 hlavní vysvětlení agrese:

1) S přibližně desetinovou ekonomikou Číny Rusko financovalo, na papíře, druhou, tedy z mnoha hledisek větší než čínskou, armádu na světě...

2) Na rozdíl od jiných nových ekonomik, nemá Rusko ani demografickou výhodu, čas není na jeho straně, nemá trpělivost danou možností „počkat si“...



Source: WB

4 Nové uspořádání globální logistiky

zdroj: „4-re“ Z. Pozsar, Credit Swiss, War and Industrial Policy

1. **Přezbrojit a vyzbrojit** (udržet světový řád)

2. **Převézt jinudy** (obejít blokády a závěry)

3. **Znovu naplnit sklady** (komodit)

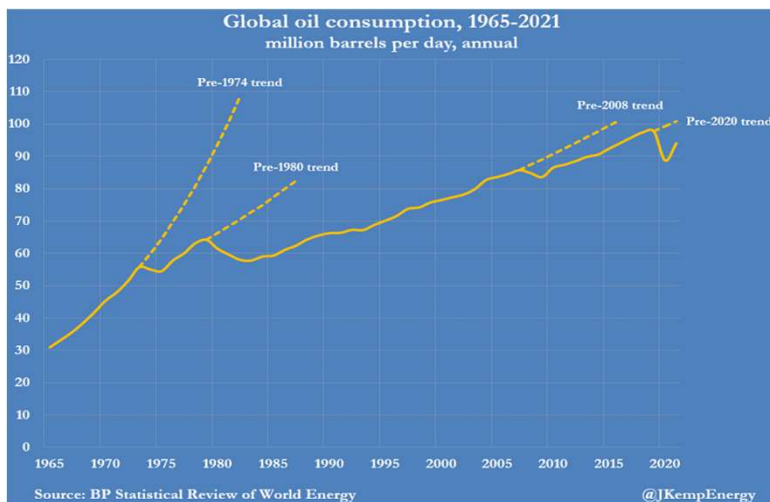
4. **Přeměnit soustavu** (transformace en. sítí)

1. **Spotřeba komodit**

2. **Značné investice**

3. **Priorita bez ohledu na úrokové sazby**

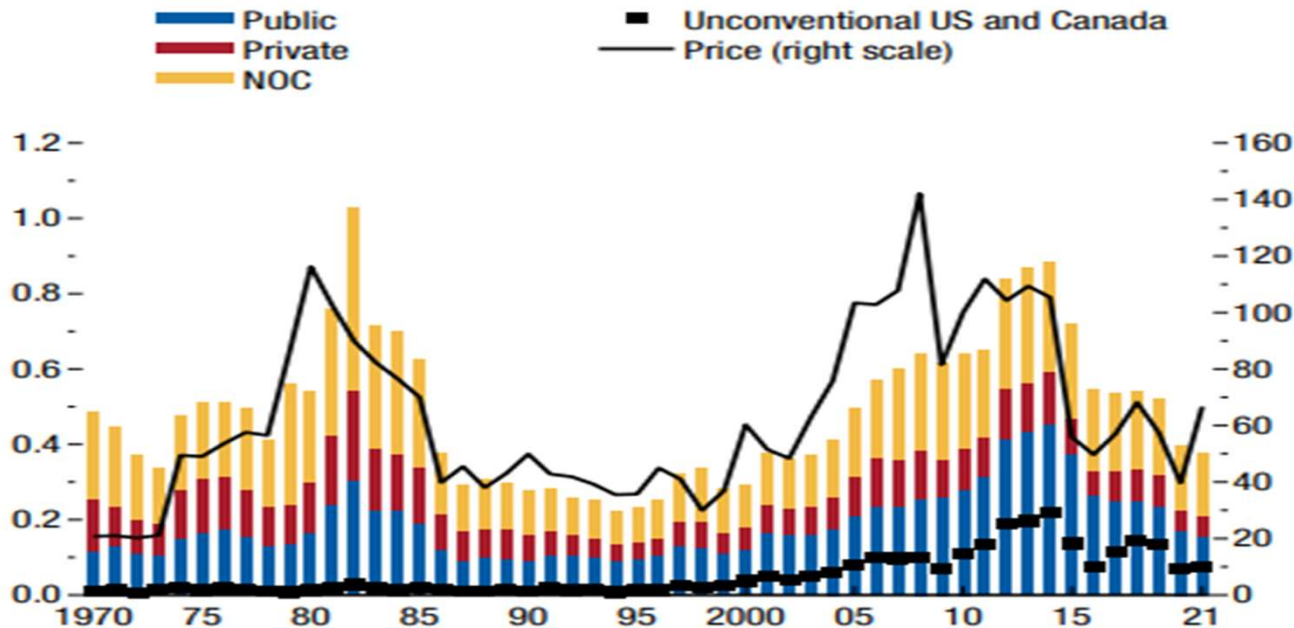
4. **„Čína/východ“ asi nebude financovat**



Růst cen energií a s nimi související technologická změna měnily trend spotřeby energií ale ne celkovou spotřebu.

Trhy energií – It is all about CAPEX in long-run, babe!

Figure 1.SF.3. Oil and Gas Investment as Share of World GDP
(Percent; US dollars a barrel)



Sources: Bloomberg Finance L.P.; International Energy Agency; Rystad Energy UCube; US Bureau of Economic Analysis; and IMF staff estimates.
Note: The oil and gas price is the average of West Texas Intermediate crude oil and Henry Hub natural gas prices weighted by global oil and gas production, divided by US GDP deflator. NOC = national oil company.

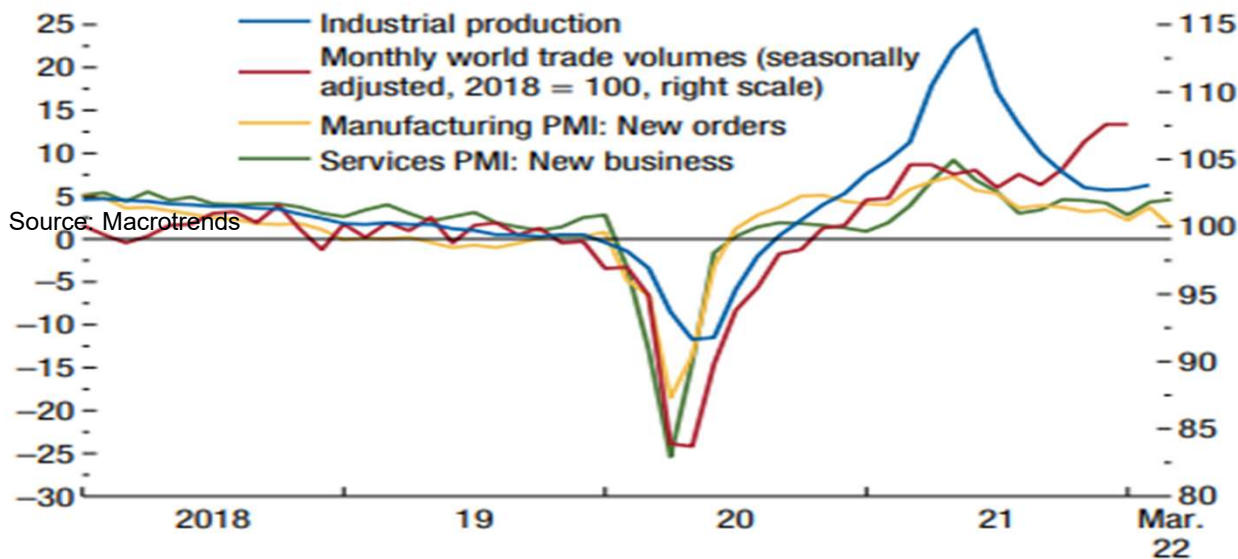
Source: IMF

- Poslední vlna investic do energetického sektoru skončila v roce 2015, sektor je podinvestovaný.
- Investice potřebuje nejen nový zelený ale i tradiční sektor výroby a těžby energií.
- Zdá se, že kapitálové investice v energetickém sektoru vysvětlují dlouhodobý průběh inflace lépe než sazby centrálních bank (viz Recurrent)
- Pokud tomu tak je, jen investice do sektoru stlačí inflaci v obdobích růstu.

Energetický mix se v EU mění, ale není to zadarmo!

Válka a globální ekonomika

Figure 1.1. Global Activity Indicators
(Three-month moving average)



- Kovid byl mnohem horší šok
- Ruská agrese je významná jen pro Evropu
- Války jsou inflačním jevem, ale nejsou jevem jdoucím proti poptávce
- Blížící se recese je důsledkem potřeby snížit inflaci, agrese tu potřebu trochu zvedá
- V delším období cenu komodit ovlivňuje a ovlivní nejvíc růst poptávky nové střední třídy v rychle rostoucích asijských ekonomikách

Zpátky do sedmdesátek – podobnosti a rozdíly

Podobnosti

- Velmi uvolněné měnové i fiskální politiky před příchodem krize
- Válečný konflikt proti sobě staví vyspělé ekonomiky a ekonomiky méně vyspělé včetně těch závislých na těžbě surovin a energií
- Závažná proměna světové logistiky (v 70 blokáda Suez a nové tankery)
- Elity demokracií mluví a pociťují potřebu „změnit systém“

Rozdíly

- USA a Evropa nedominují systému. Je tu Čína, Japonsko a další Asijské ekonomiky.
- Při vší úctě k ajatoláhům, Kimovi a Putinovi tu není žádný skutečně silný totalitní blok.
- Zelení a jejich politická síla
- Není tu pevný systém kursů, jež by zkolaboval.
- Euro je společná měna významného světového trhu.
- V sedmdesátkách bylo víc oblastí válečných střetů.
- Tentokrát na situaci nejvíce doplácí Evropa/EU, ne USA.

Období nízké inflace bylo způsobeno přísunem levné pracovní síly z nových ekonomik, levných produktů z Ásie a levné energie do EU dovážené primárně z Ruska.



Důsledky

Fed a další CB – „jestřábění“

Inflace evidentně vyžaduje mnohem restriktivnější měnové politiky neberoucí ohled na dopady na růst.

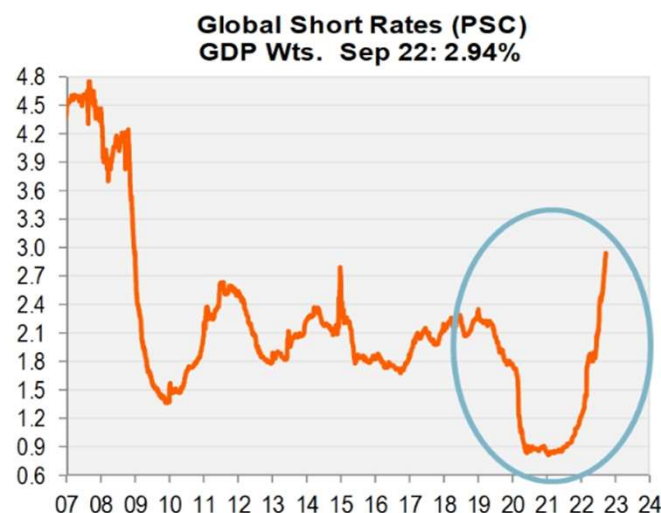
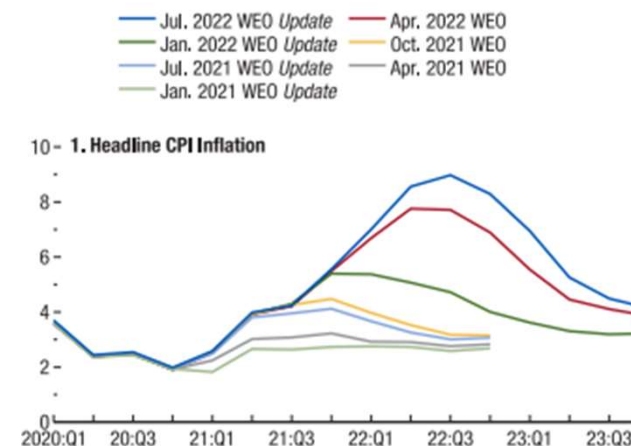
Většina centrálních bank tak postupuje. Může být ale v budoucnu zdržována ohledy na finanční stabilitu.

Stávající sazby nejsou historicky výjimečné a nejspíše porostou.

Year	2022	2023	2024	2025
Fed funds rate fcst	4,4	4,6	3,9	3,6
Inflation fcst	5,4	2,8	2,3	2

Global Inflation Forecasts: Serial Upside Surprises
(Percent)

Source: IMF



Source: Piper, Sandler

ECB jako zvláštní případ s omezeními na obou stranách

S inflací kolem 10% musí sazby stoupnout

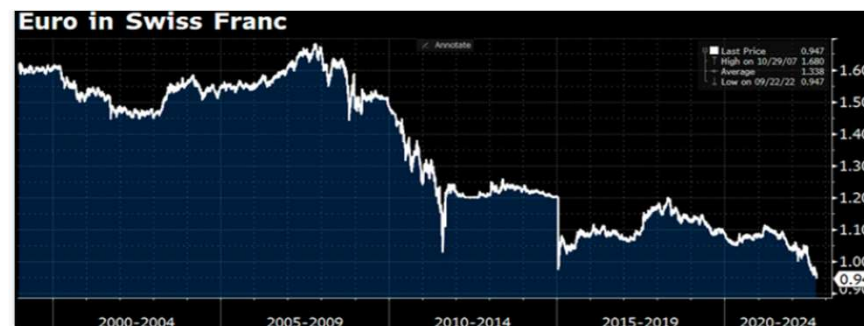
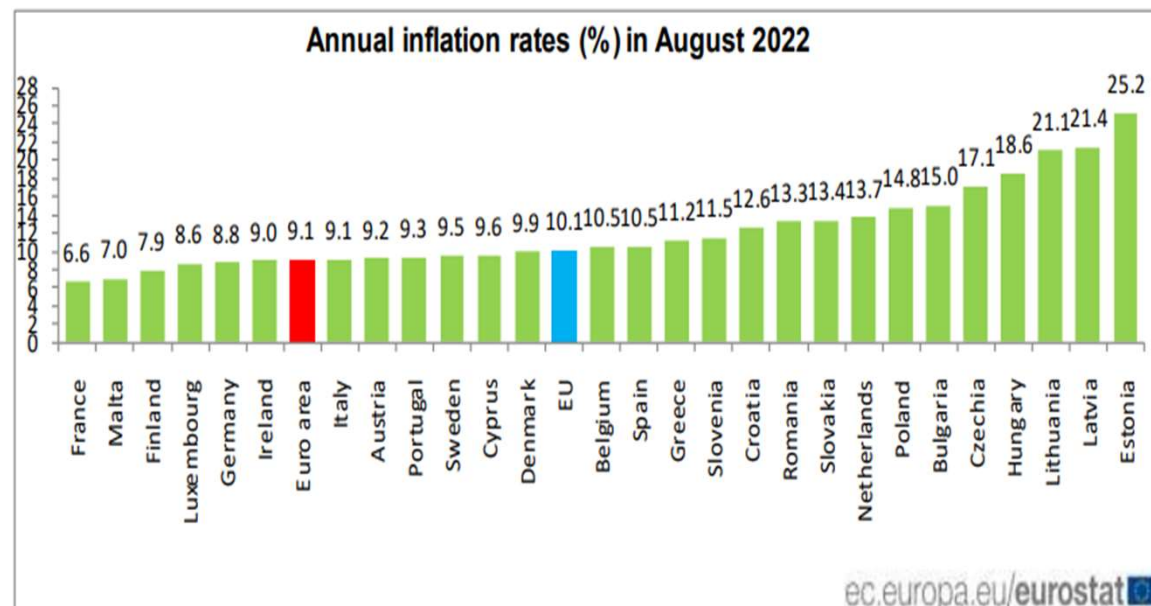
Eurozóna je mimořádně heterogenní, inflační očekávání se v řadě ekonomik destabilizovala

Někteří členové eurozóny budou po zvýšení sazeb pod rozpočtovým tlakem. Program ECB, TPI facilita, bude testována trhy, v Německu nejspíše i soudy

Euro oslabuje a eurozóna přestává být čistým exportérem

ECB bude muset zvýšit víc, než čeká. Zářijová předpověď ECB:

Year	2022	2023	2024
ECB s-t rate fcst	0,2	2	2,1
Inflation fcst	8,1	5,5	2,3



Rozvaha Fedu je na úrovni 35% HDP USA,
rozvaha ECB na 81%...



Světová ekonomika v krátkodobém výhledu

Latest World Economic Outlook Growth Projections

(real GDP, annual percent change)	PROJECTIONS		
	2021	2022	2023
World Output	6.1	3.2	2.9
Advanced Economies	5.2	2.5	1.4
United States	5.7	2.3	1.0
Euro Area	5.4	2.6	1.2
Germany	2.9	1.2	0.8
France	6.8	2.3	1.0
Italy	6.6	3.0	0.7
Spain	5.1	4.0	2.0
Japan	1.7	1.7	1.7
United Kingdom	7.4	3.2	0.5
Canada	4.5	3.4	1.8
Other Advanced Economies	5.1	2.9	2.7
Emerging Market and Developing Economies	6.8	3.6	3.9
Emerging and Developing Asia	7.3	4.6	5.0
China	8.1	3.3	4.6
India	8.7	7.4	6.1
ASEAN-5	3.4	5.3	5.1
Emerging and Developing Europe	6.7	-1.4	0.9
Russia	4.7	-6.0	-3.5
Latin America and the Caribbean	6.9	3.0	2.0
Brazil	4.6	1.7	1.1
Mexico	4.8	2.4	1.2
Middle East and Central Asia	5.8	4.8	3.5
Saudi Arabia	3.2	7.6	3.7
Sub-Saharan Africa	4.6	3.8	4.0
Nigeria	3.6	3.4	3.2
South Africa	4.9	2.3	1.4
Memorandum			
Emerging Market and Middle-Income Economies	7.0	3.5	3.8
Low-Income Developing Countries	4.5	5.0	5.2

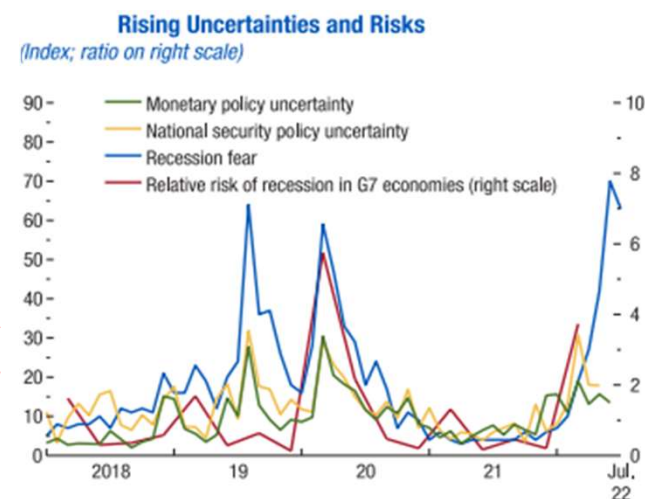
Source: IMF, World Economic Outlook Update, July 2022

V posledním červencovém výhledu byl s výjimkou Ruska MMF stále pozitivní. Stávající downgrady odhadů a omezení dodávek ruského plynu velmi pravděpodobně znamenají, že EU se ocitne v recesi.

Fed explicitně ignoruje obavy o propad růstu a prioritizuje boj s inflací.

Čína je také připravena akceptovat nižší růst.

Riziko recese už v červenci odhadoval MMF na 33%.



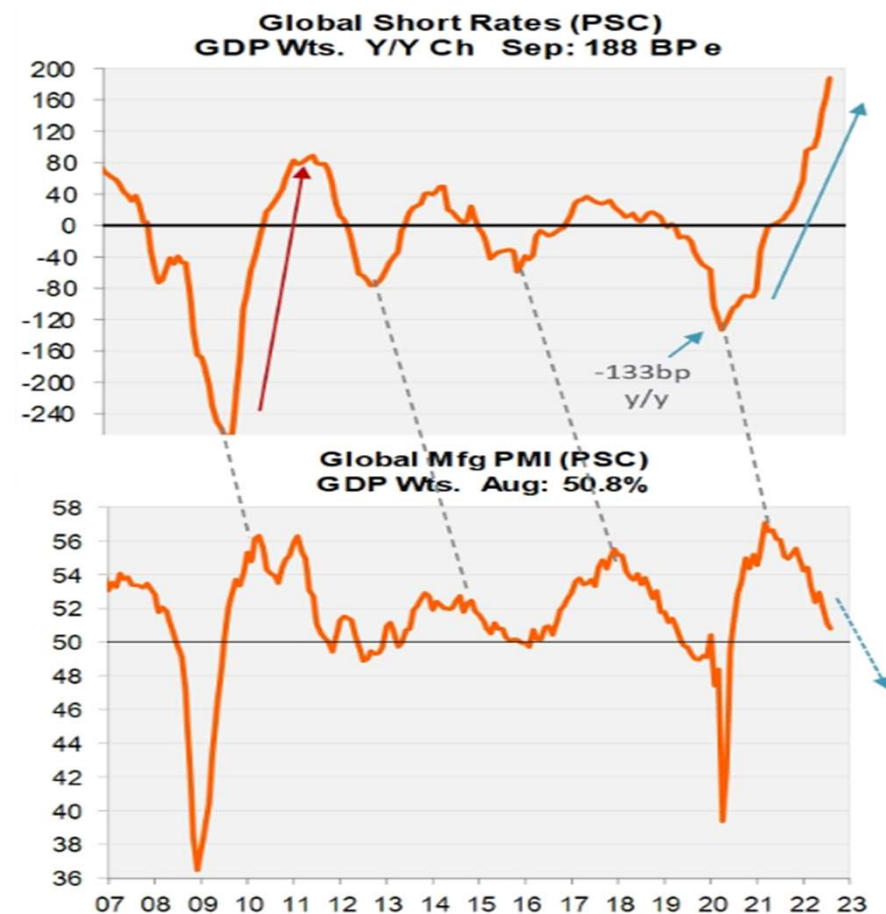
Sources: Scott R. Baker, Nicholas Bloom, and Steven J. Davis, "Measuring Economic Policy Uncertainty," *Quarterly Journal of Economics*, 2016, 131 (4): 1593–636; John C. Bluedorn, Jörg Decressin, and Marco E. Terrones, "Do Asset Price Drops Foreshadow Recessions?" *International Journal of Forecasting*, 2016, 32 (2): 518–526; Google Trends; and IMF staff calculations.



Signály recese – vysoké, rostoucí



Source: Bloomberg,
Zschaepitz



V budoucnu nám budou konkurencí uvolněné výrobní kapacity v USA ekonomice s podstatně nižší cenou energií.



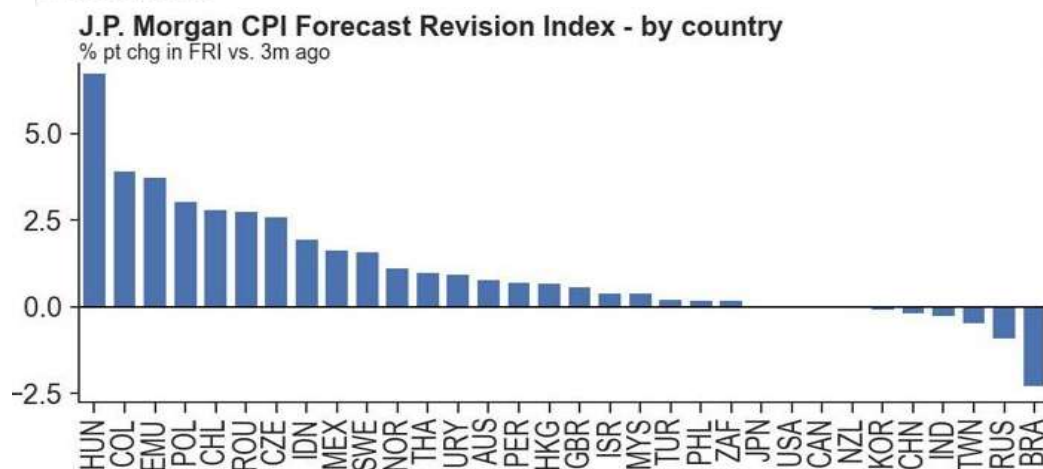
Výhled pro nás

Česká ekonomika v krátkodobém výhledu

Czech Republic	2019	2020	2021	2022f	2023f
Real GDP growth ¹⁾	3.0	-5.5	3.5	2.2	1.0
Inflation ²⁾	2.8	3.2	3.8	15.2	6.2
CNB repo rate ³⁾	2.00	0.25	3.75	7.00	4.25
Current account ⁴⁾	0.3	3.6	-0.2	-4.0	-2.5
Budget deficit ⁴⁾	0.3	-5.8	-5.9	-3.8	-3.8
General government debt ⁴⁾	30.1	37.7	41.9	42.5	44.0
EURCZK ²⁾	25.67	26.46	25.64	24.65	24.15

1) annual % changes 2) yearly average, 3) year-end level, 4) in terms of GDP

Source: GI CEE



Source: J.P. Morgan

Sentiment investorů vůči Střední Evropě se dramaticky zhoršil

S růstem sazeb centrálních bank je eliminován přebytek likvidity v systému

Obecná ochota úvěrovat se začne odpovídajícím způsobem snižovat



Předpověď HDP půjde pravděpodobně dolů.

Shrnutí

Má očekávání

- Zažijeme něco blízkého sedmdesátkám.
- Inflační tlaky jsou trvalejší a, kdykoliv poleví recese a ekonomiky začnou růst, bude inflace stoupat rychleji než v nedávné minulosti.
- Klíčem ke stabilizaci cen je zvýšení kapitálových výdajů i v „tradičním“ energetickém sektoru. To se zas tak brzy nestane
- Úrokové sazby porostou výše než dnes většina investorů očekává a zůstanou vyšší déle, než se dnes očekává.
- Vrací se nám aktiva s vysokým pozitivním nominálním úrokem.
- Rusko bude i nadále zdrojem napětí.
- EU to schytá nejvíc.
- Nakonec vydělají investoři se schopností dramaticky modernizovat technologie nebo s přístupem k energetickým zdrojům nebo s přístupem ke cash-flow.
- Politika bude mnohem více ovlivňovat ekonomiku. Ekonomická kritéria přestaly být prioritou v politickém rozhodování.
- Čech se přizpůsobí.

Problémem nebude získat klienty, ale najít investory. Z hlediska TMA devadesátky...

Vždy skončit s usměvavou tváří!



Miroslav Singer

+420 281 044 873

Miroslav.Singer@generali.com