



Nová doba, trendy, finanční trhy a posun „nové“ EU, pokles inflace a sazeb a příležitosti na finančním trhu

Miroslav Singer

Pro TMA Restrukturalizační fórum, 14.11.2023

Praha

Praha 12. listopadu, 2023



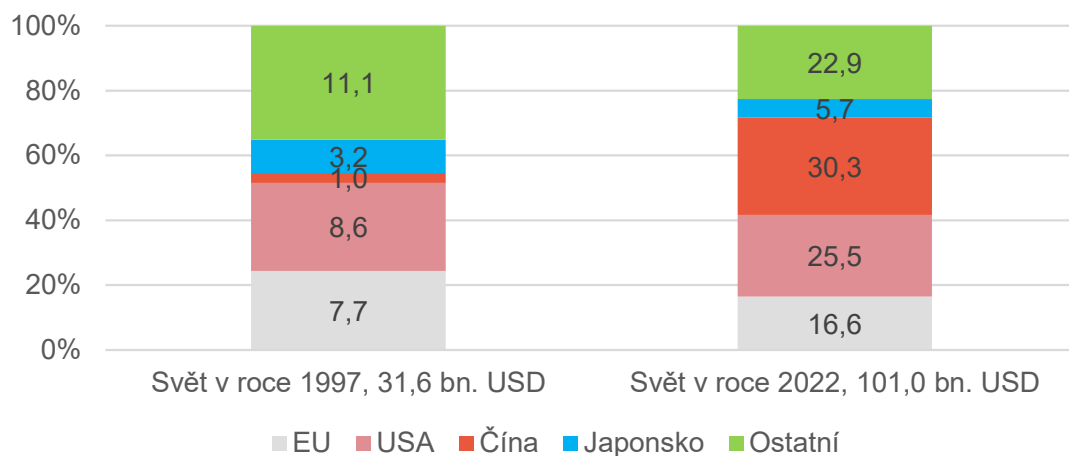
Osnova

1. Změny v globální ekonomice a „nová“ EU po čtvrtstoletí rozvoje
2. Selhání centrálních bank
3. Pár slov k energiím a emisím
4. Světová ekonomika a finanční trhy
 1. Fed
 2. ECB
5. Výhled pro ČR
6. Shrnutí z loňska a biznis TMA

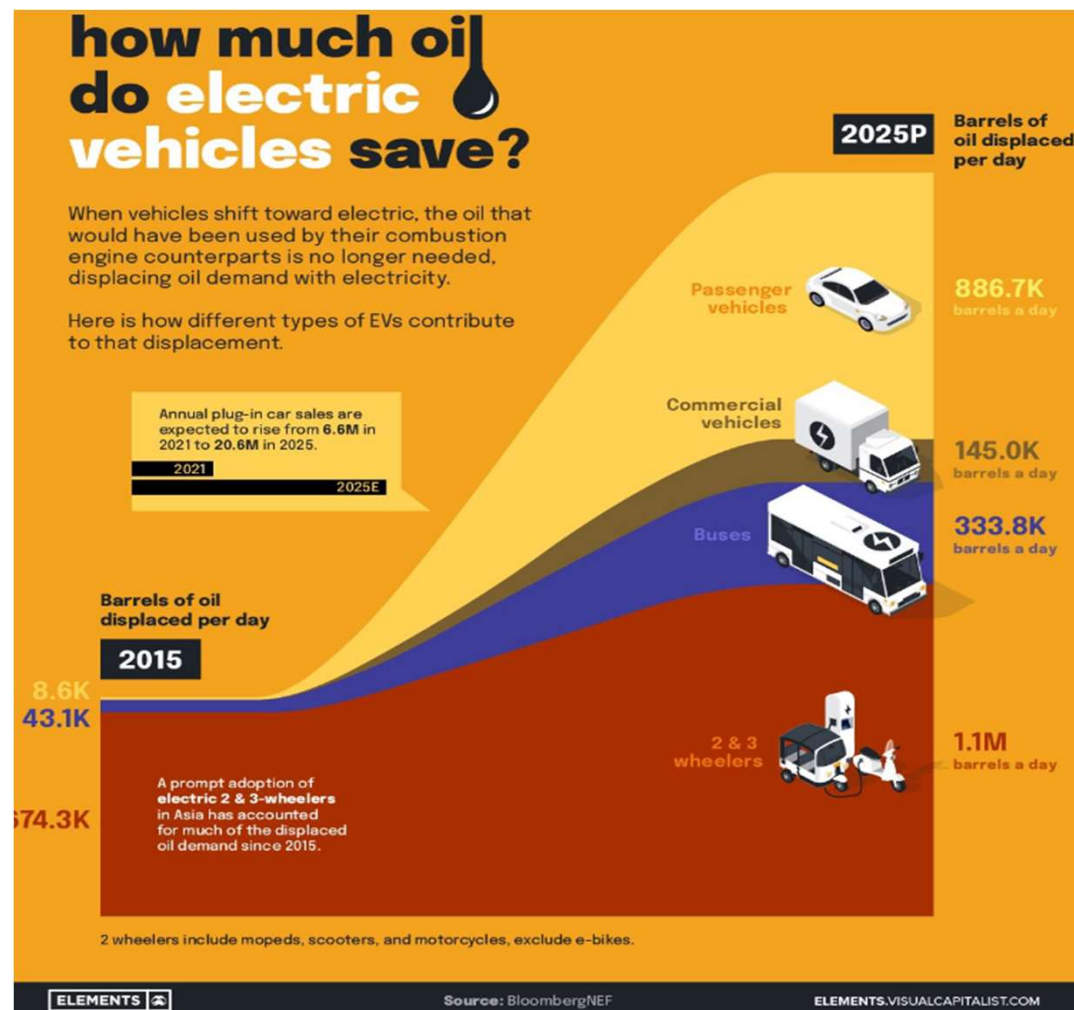
Svět se změnil – Postup Asie vpřed

Je snadné nedoceňovat význam nástupu Asijských ekonomik:

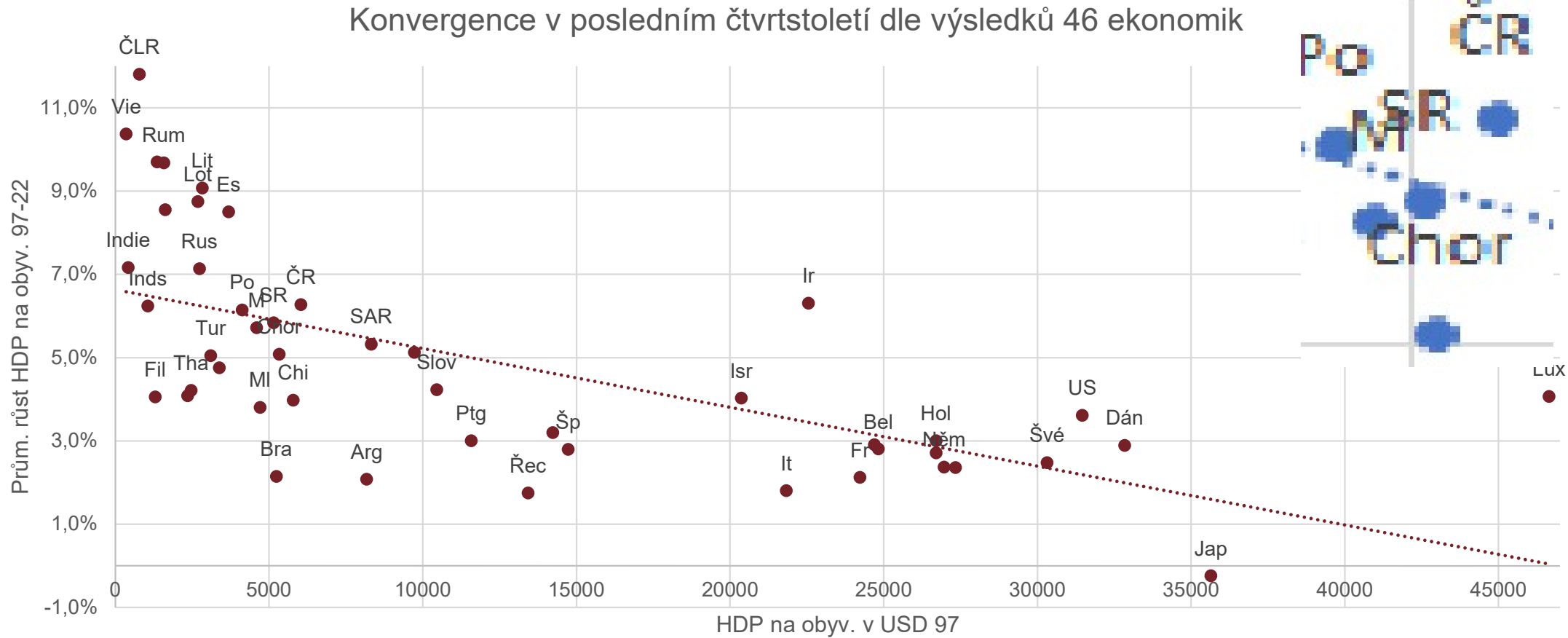
Podíly na světové ekonomice měřené v bn. běžných USD



- Nástup Číny a pokles významu Japonska
- Konec impéria kolem SSSR
- Drastický pokles významu EU/Evropy z 25% na 16%



Růst prosperity za 25 let a startovací pozice v roce 1997 (HDP na obyv.)



Změna světa je primárně o Číně, ne o Asii jako celku.

Několik poznámek k obecnému výkonu některých ekonomik

1. Vysoce úspěšné jsou Čína a Vietnam, v Evropě Bulharsko a Rumunsko, Pobaltské ekonomiky a Irsko a Lucembursko.
2. Úspěch většiny ekonomik Východní Ásie je mýtus.
3. Mimořádný neúspěch Latinské Ameriky včetně „premianta“ tedy ekonomiky Čile
4. Neskutečný propad ekonomiky Japonska – negativní růst za čtvrtstoletí nevykazují ani ekonomiky Venezuel a Zimbabwe.
5. Středoevropské ekonomiky se v podstatě nalézají „na křivce“, jejich růst tedy odpovídá výchozí situaci v roce 1997, rozhodně tedy nepředstavuje neúspěch.
6. Rozdíly mezi nimi a mezi jejich polohou „vůči přímkce“ jsou v podstatě nepatrné.
7. Z „nové EU“ zaznamenávají horší výkon ekonomiky Chorvatska a Slovinska.
8. Mezi velkými vyspělými ekonomikami si vedla evidentně lépe ekonomika USA.
9. My jsme nad přímkou dále než Izrael.

Procentní rozdíl v tempu růstu se za 25 let mění v rozdíl podstatně větší než 25 p. b.!

Důsledky pro „novou“ EU jako celek

1. Vážený průměrný výstup na obyvatele se během čtvrtstoletí zvýšil z necelých 15 procent, méně než jedné šestiny výstupu obyvatele Německa, na jeho necelou polovinu, 41 procent.
2. Velikost ekonomik se takřka vyrovnala italské ekonomice, přitom v roce 1997 se nerovnal ani její třetině.
3. „Nová“ EU představovala ekonomicky před 25 lety méně než polovinu ekonomiky Brazílie, dnes je její ekonomický rozměr lehce větší.
4. Polsko svým ekonomickým rozměrem předstihlo například Švédsko nebo Rakousko.
5. Nás velikostí ekonomiky předstihlo Rumunsko a na obyvatele se dotáhlo cca na 2/3 úrovně Maďarska.
6. „Nové“ EU představuje ekonomickým rozměrem asi $\frac{3}{4}$ indické ekonomiky.

Svět se změnil – Výrobní a logistické řetězce

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**

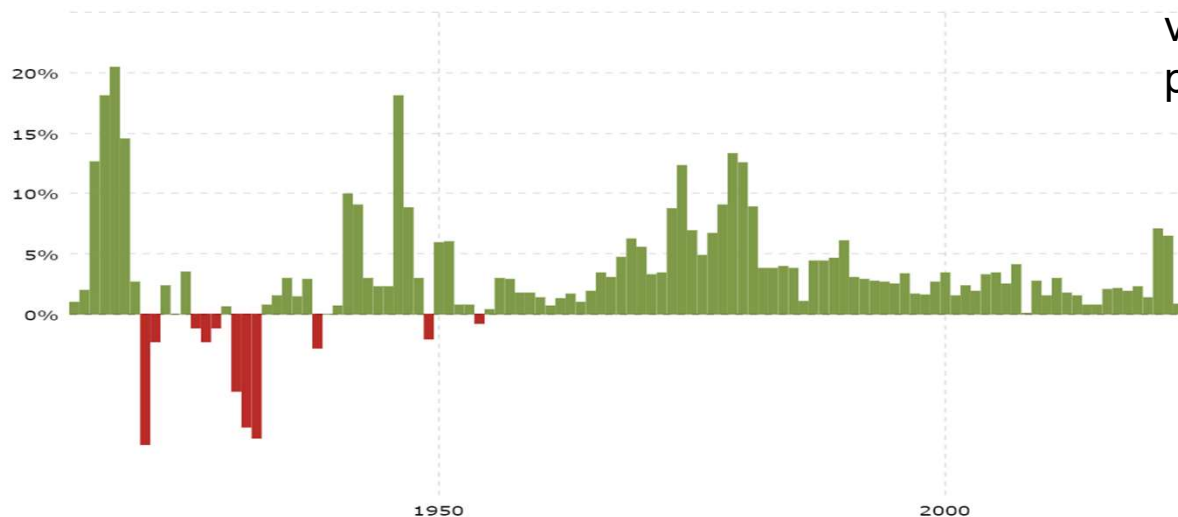
3. **Priorita bez ohledu na úrokové sazby**

4. **„Čína/východ“ těžko bude financovat**

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

Všeobecné selhání centrálních bank

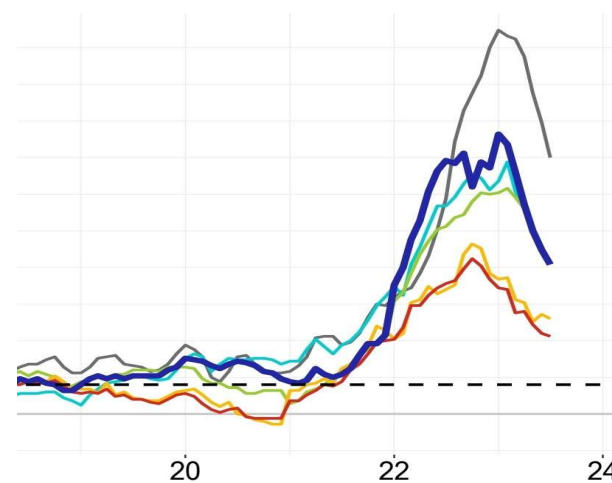
Vezmeme-li ekonomika USA jako příklad, výše inflace není historicky výjimečná, ale prudkost vzestupu je.



Source: Macrotrends

Graf mezir. spotř. cen vpravo odshora: Maďaři, tmavě modrý my, světlemodří Poláci, Slováci, dole Němci a eurozóna.

V jádrové inflaci, kterou nejvíc ovlivňuje centr. banka je pokles a jeho prudkost u nás, ne tak v eurozóně, ještě výraznější.

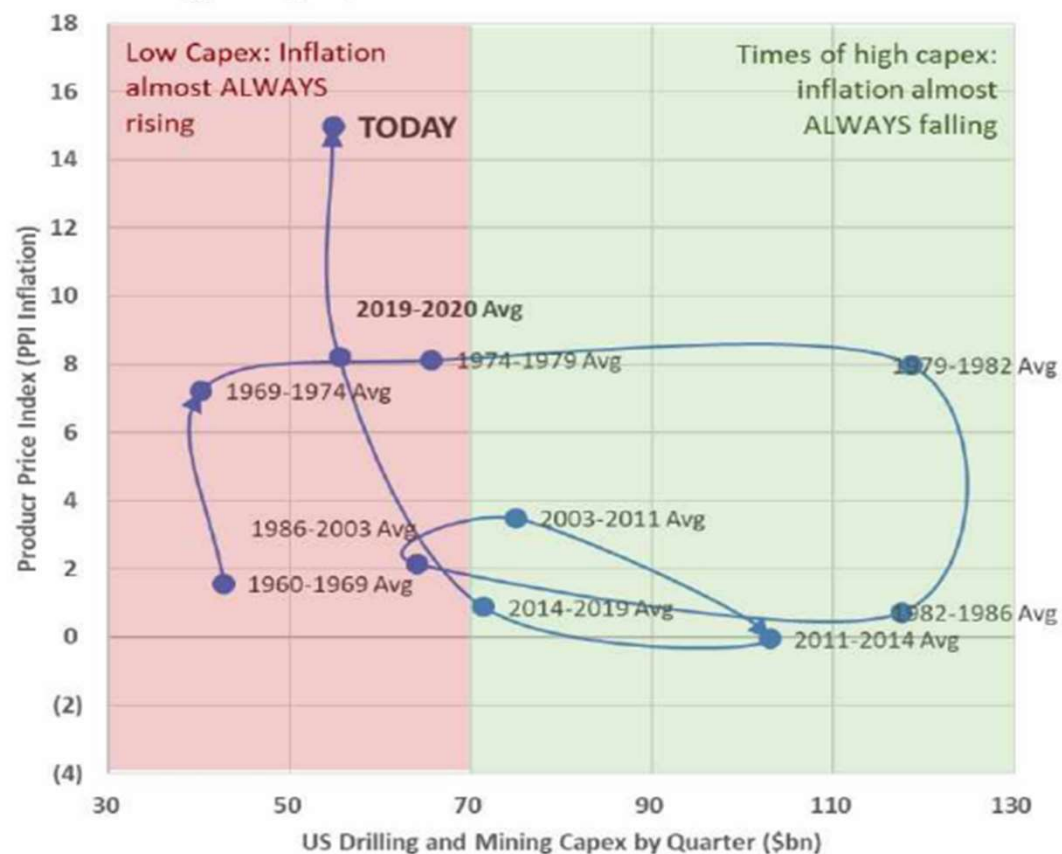


Zdroj: CNB

„Dnešní úroveň inflace je zcela v rozporu s pojmem cenové stability“ D. Powell (2021)

Výhled globální ekonomiky – Dlouhodobé trendy v energetickém sektoru a obecně

Drilling/Mining Capex vs. PPI Inflation



July 2022. Recurrent Investment Advisors. All Rights Reserved. For Research Purposes Only.
Not Intended as Investment Advice. Sources provided on final page.

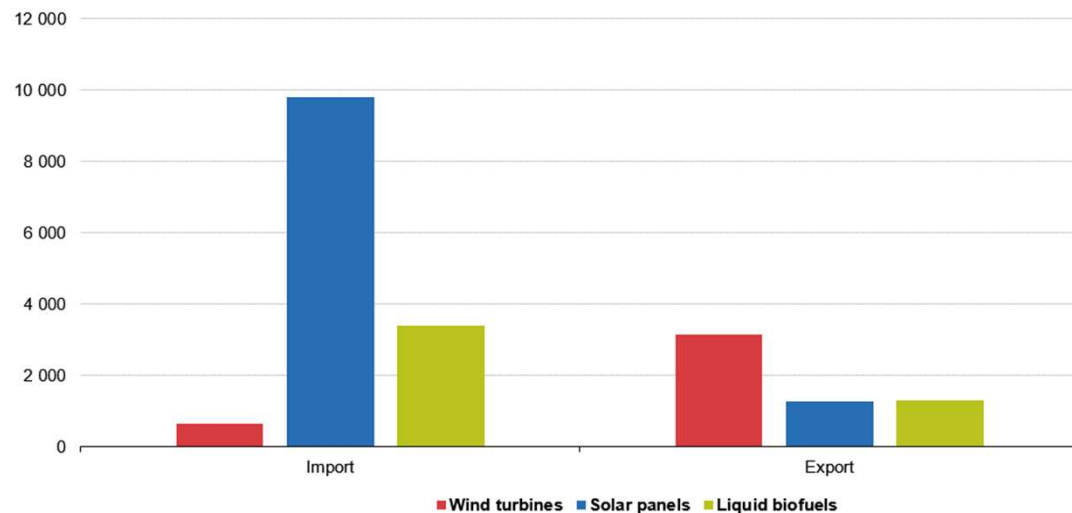
- Poslední vlna investic do energetického sektoru skončila v roce 2015, sektor je podinvestovaný.
- Capex v energetickém sektoru možná vysvětluje i dlouhodobý průběh inflace.
- Na dezinflační vlně na počátku 80. let v USA nemělo zásluhu jen prudké přitvrzení Fedu, ale i liberalizace trhu s energiemi následovaná zájmem investorů.

Asie (a Afrika) rozhodnou, co se stane s fosilními palivy!



CO2 – Přehození problému jinam nebo skutečné řešení?

Extra-EU trade in selected green energy products, 2021
(€ million)



Source: Eurostat (Comext DS-645593)

- 89% solárních panelů a 64% větrných turbín dovážíme do EU z Číny.
- Nejdůležitějším zdrojem biopaliv, 41%, je pro EU Argentina.

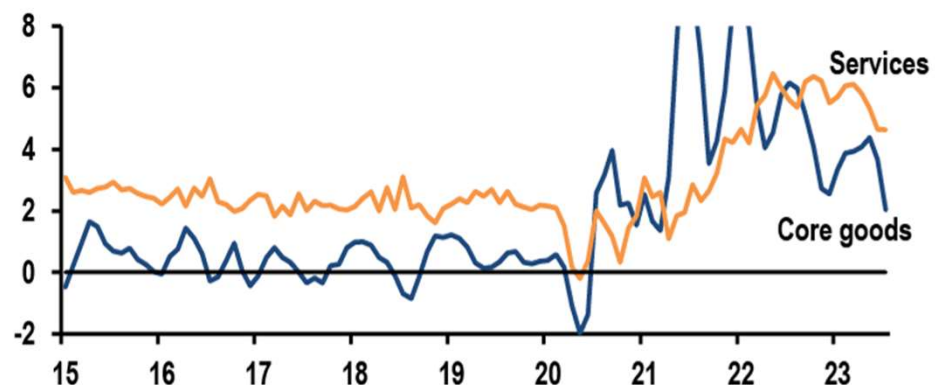
- Dlouhodobý vývoj spotřeby i cen komodit a energií primárně ovlivňuje růst střední třídy v rychle rostoucích, především asijských ekonomikách.
- Rozdíly mezi nimi a námi se budou zmenšovat.



Světová ekonomika – Zpomaluje inflace i růst

Global core CPI - ex China and Turkey

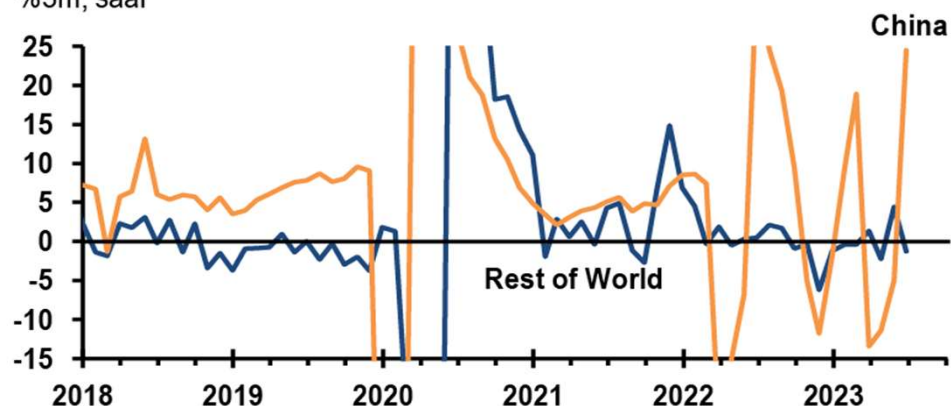
%3m, saar



Source: National sources, J.P. Morgan

Manufacturing output

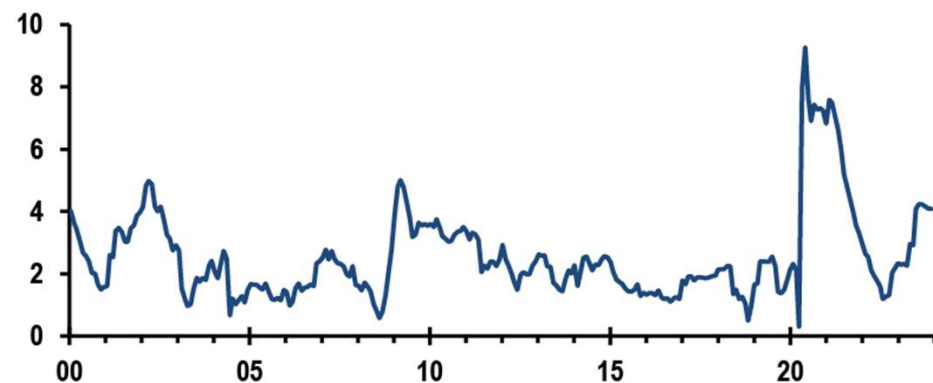
%3m, saar



Source: National sources, J.P. Morgan

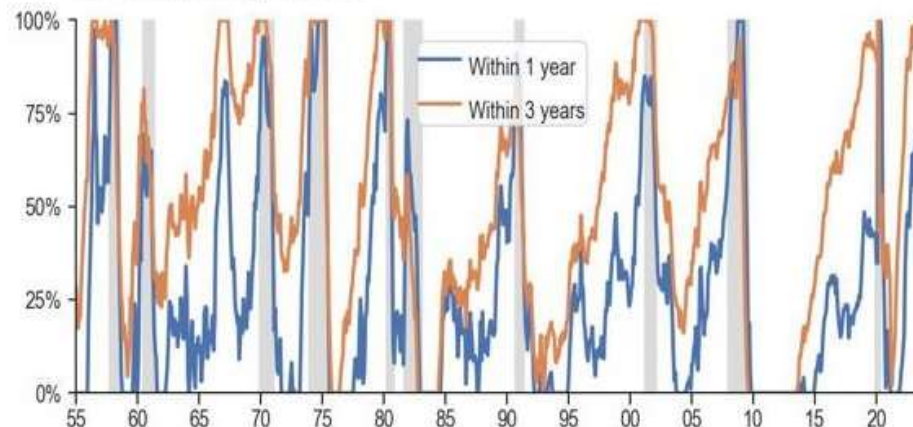
OPEC and Russia spare capacity

Million barrels per day



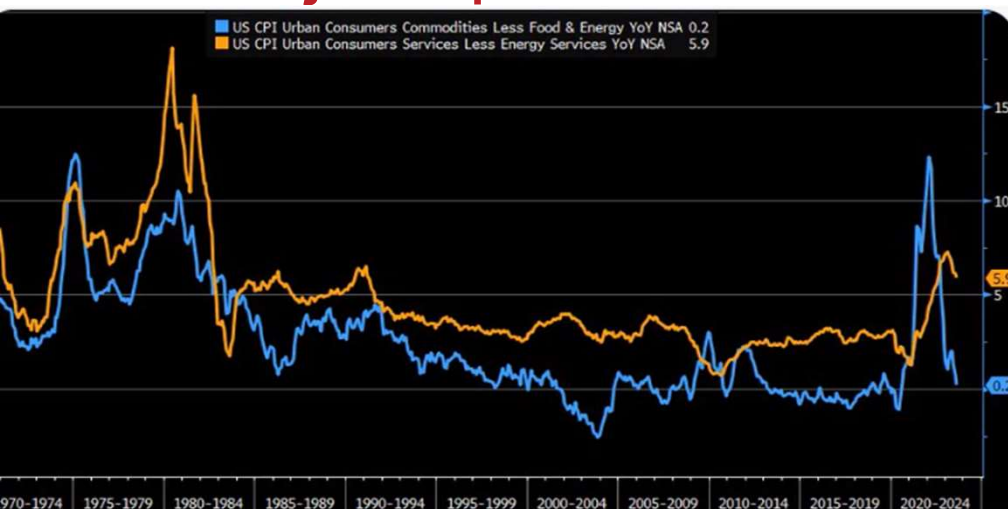
Source: Platts and J.P. Morgan Commodities Research

Recession probability since 1955

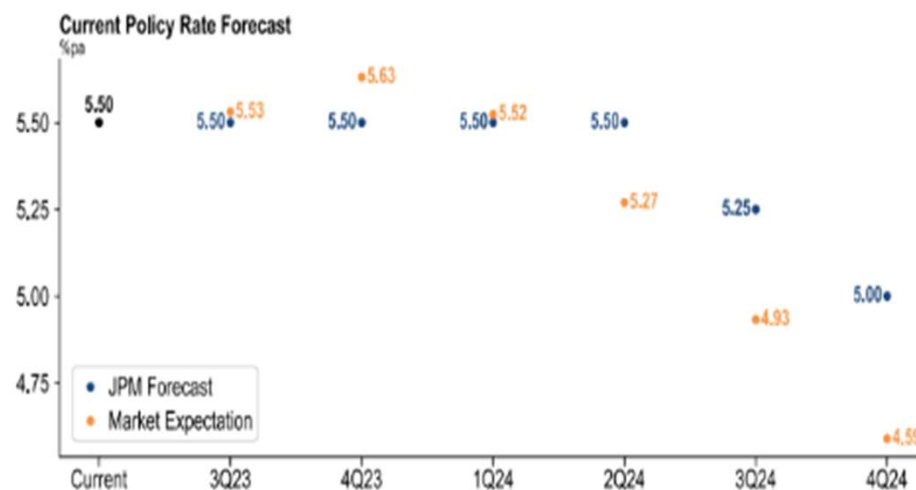


Source: J. P. Morgan

Fed a jeho problém – Klesá inflace dost a jádrová vůbec



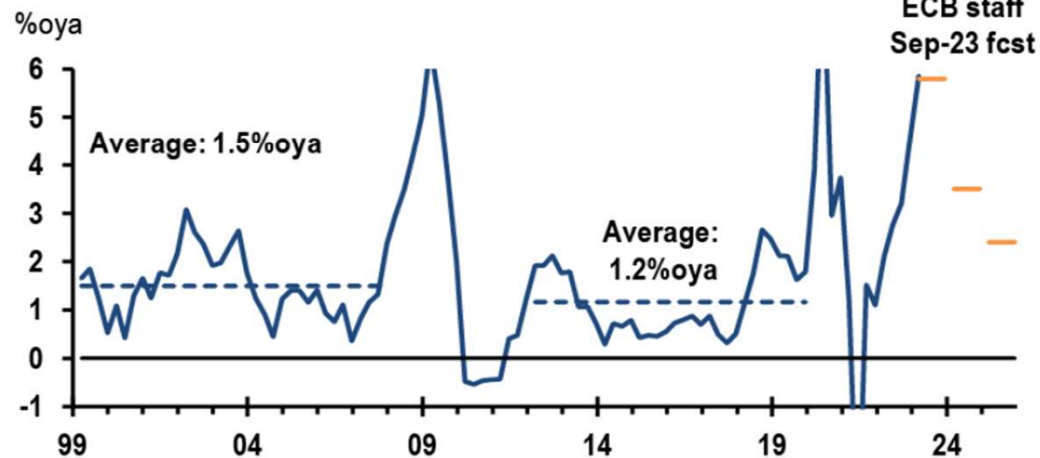
- Stále relativně „jestřábí“
- Nadměrné úspory eliminovány
- Trh práce stále přehřátý
- Ceny služeb nezpomalují růst dostatečně
- Sazby asi významněji neklesnou do druhé poloviny roku 2024



ECB – Nejnepředvídatelnější jednání skončilo dalším zvýšením sazeb!

- „Menší polovina“ analytiků to čekala
- Ekonomika zpomaluje rychleji, než se čekalo
- Wages major concern with core inflation above 5%
- Sazby pravděpodobně na vrcholu, ale nadlouho!
- Ale někteří členové „boardu“ signalizovali, že mohou i navýšit
- Těžké pro Itálii

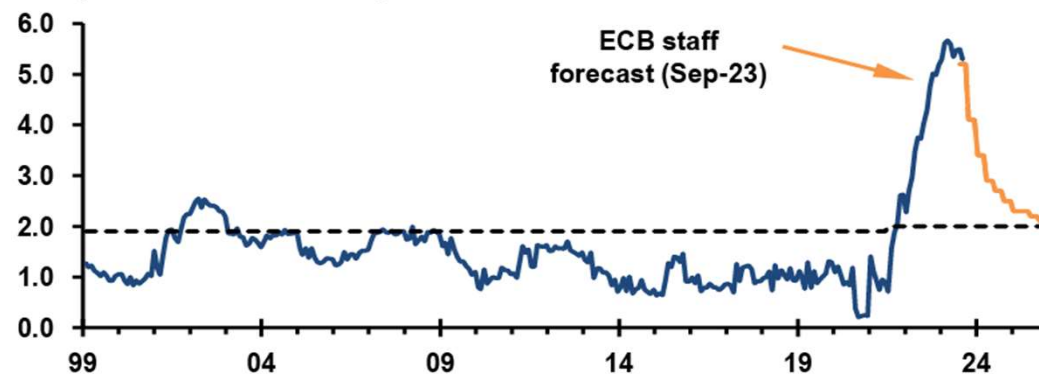
Euro area unit labour costs



Source: J.P. Morgan

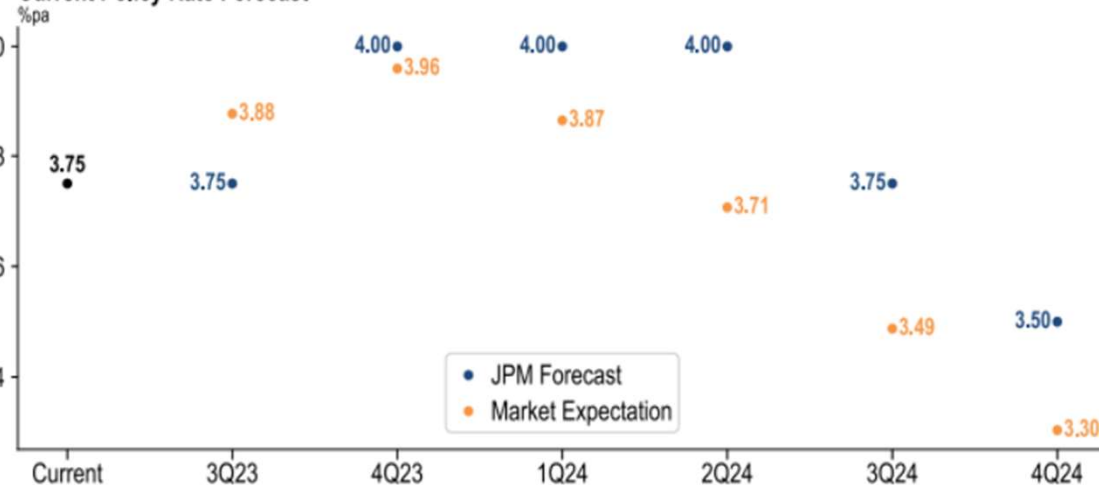
Euro area core inflation

%oya, dotted line is ECB target for headline inflation



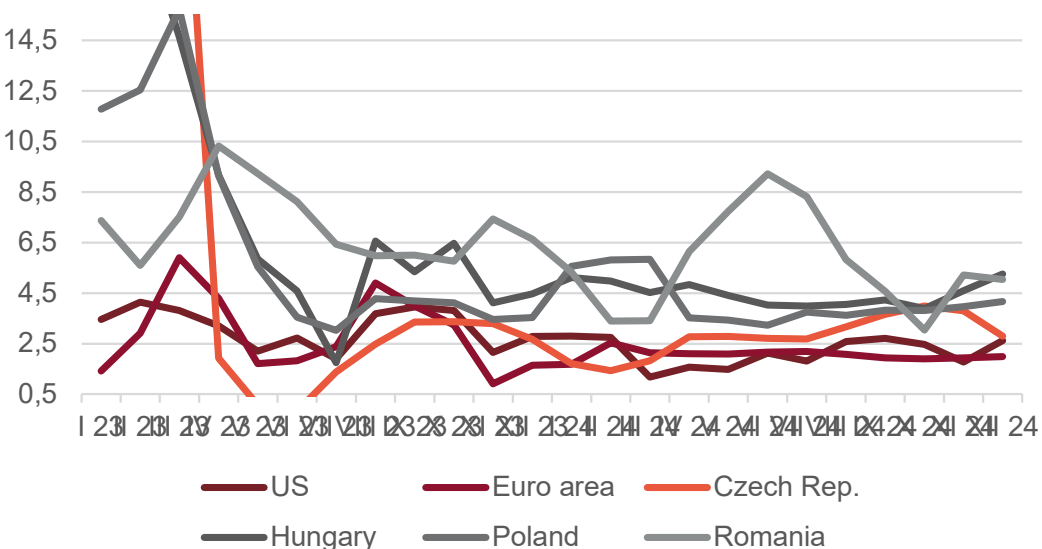
Source: Eurostat, ECB, J.P. Morgan

Current Policy Rate Forecast

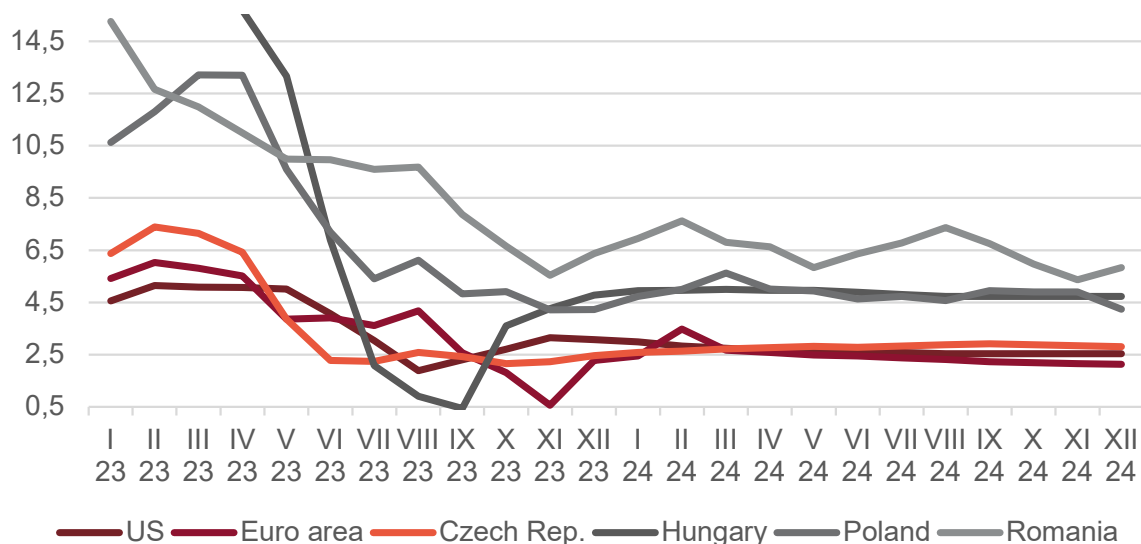


Vše, co potřebujete vědět o výhledu inflace ve Střední Evropě (dle předpovědi JP Morganů)

Annualised 3m core CPI moving avg in %



Annualised 3m core infl. moving avg in %



Jádrová inflace (napravo) na rozdíl od indexu růstu spotřebitelských cen (vlevo) nepřenáší výkyvy kvůli různým cenovým stropům atp..

Z hlediska očekávání analytiků jsou dnes v kontextu Střední Evropy v grafech zachyceny 3 skupiny zemí:

Rumunsko s nestabilním výhledem někde nad 5%.

Maďarsko a Polsko se stabilnějším výhledem nad 4% -
Poslední snížení sazeb v Polsku je těžké vysvětlit...

Česko, eurozóna a USA s výhledem pod 3%.



GENERALI

Česká ekonomika v krátkodobém výhledu

Česká republika	2020	2021	2022f	2023f	2024f
Růst reálného HDP ¹⁾	-5,5	3,5	2,4	0,1	2,5
Inflace ²⁾	3,2	3,8	15,1	10,9	2,5
ČNB repo sazba ³⁾	0,25	3,75	7,00	6,50	3,50
Běžný účet ⁴⁾	2,0	-0,8	-6,6	-0,5	0,8
Deficit rozpočtu ⁴⁾	-5,8	-5,1	-3,6	-3,9	-2,2
Státní dluh na úrovni vlády ⁴⁾	37,7	42,0	44,1	44,2	43,8
EURCZK ²⁾	26,46	25,64	24,56	23,85	23,25

1) roční změny v %, 2) průměr za rok, 3) konec roku, 4) v % HDP

Zdroj: GI CEE

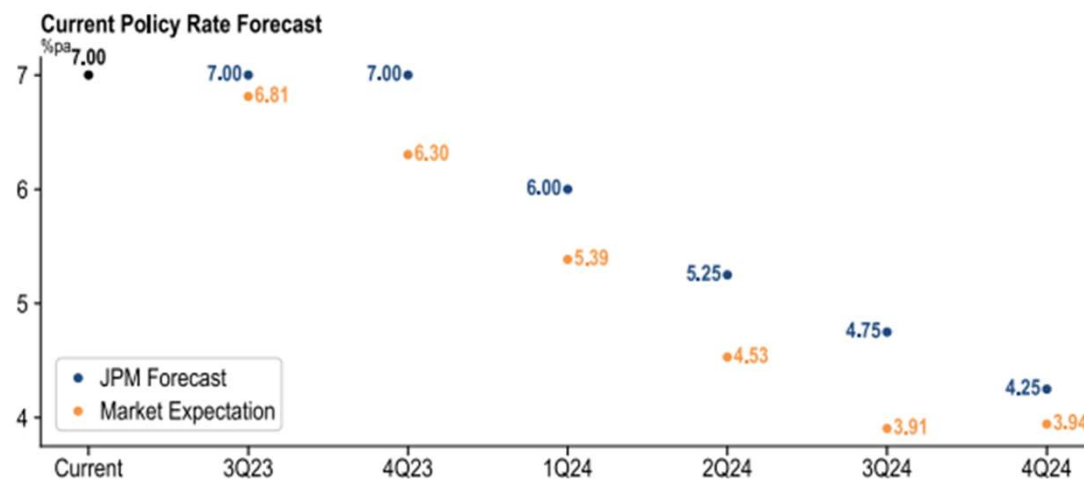


S růstem sazeb centrálních bank jsou postupně eliminovány přebytky likvidity ve finančních systémech

Obecná ochota úvěrovat se začíná odpovídajícím způsobem snižovat

Inflace jde dolu, v druhé půlce roku je pod 10%, pod úrovní např. Slovenska a zůstane tam

Česku skutečně nehrozí řecký scénář, což neznamená, že korekce rozpočtových trendů není potřebná



Má očekávání (listopad 2023)

- 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...



Pro biznis TMA

- Vyšší sazby a vize jejich setrvání začíná vytvářet tlaky na požadavcích investorů i ocenění
- P. Borkovec, Partners – Mnohá letadla dokáží dále letět, ale přistání... (parafráze), financování toho, co mělo být financováno equitou dluhopisy vytvořilo i vytvoří další restrukturalizační kausy
- Vyšší ceny energií budou i dále vytvářet tlak především, ale ne výhradně na výrobní firmy
- Nemovitostní trh nelze pojímat jako celek, je třeba segmentovat, nicméně tenze lze pozorovat
- Naopak poptávka po solidním dluhu zůstává
- Kus tech- sektoru a firem se ocitá pod tlakem investorů na alespoň nějaký kéžflou
- Stále nízká nezaměstnanost x pokles reálných příjmů
- Kurs a mismeč na úvěrech firem – nejistota: Možnost nečekaného posílení koruny x tlak na rozvahu v eurech při oslabování měny

Vždy skončit s usměvavou tváří!



Miroslav Singer

+420 281 044 873

Miroslav.Singer@generali.com