

Optimismus? - zapomeňte aneb kde není důvěra není stabilita

I přesto, že do poslední chvíle si celá řada ekonomů nechtěla za žádnou cenu připustit či přiznat, že americká ekonomika se nevyhnutelně řítí do recese, dnes snad už nikdo nepochybuje o tom, že do ní, a to již po čtvrté za posledních čtvrt století, beznadějně vstoupí, respektive, že se v ní již v podstatě nachází. Kapitánskou výjimku naopak tvoří trojice George Bush, Ben Bernanke a Henry Paulson. Chairman FEDu sice již několikrát naznačil, že americká ekonomika je v úzkých a její zotavení rozhodně nebude procesem jednoduchým a časově příznivým, možnost recese však připustil pouze z 50%. George Bush však stále odmítá i tuto verzi (nutno podotknout, že důvěra v hospodářské kroky prezidenta USA, které dle aktuálních čísel, nečekaně prohloubily obchodní deficit na \$62,3 mld, v současné době klesla pod 30% hranici). Shodují se však v tom, že by se situace měla již ve druhé polovině roku zlepšit, ale definitivně mluvit o recesi je předčasné. To vše krásně kontrastuje s prosincovou větou Davida Rosenberga z Merrill Lynch: "We are going to see an economic recession in '08."

Poslední odhady těch nejdůležitějších hodnot jako REAL GDP sice na zlepšení ukazují, ale... Rok 2007 znamenal pokles růstu REAL GDP na 2,2% z 2,9% v roce předešlém a letošní rok by měl na tempu ubrat ještě mnohem více a to až na 1,3%. Z pohledu jednotlivých kvartálů je to ještě mnohem trisknější. Předposlední čtvrtletí loňského roku rostlo tempem 4,9%, poslední již pouze 0,6% a první kvartál letošního roku je ve znamení směšných 0,1%, stejně tak jako kvartál následující. Posledních šest měsíců by pak mělo zaznamenat mírné vzpružení v podobě růstu na úrovni 2,0% a 1,8%. Klasická definice recese je však známá jako nepřetržitý pokles GDP ve dvou kvartálech.

Pravdou je, že se po delší pauze na trzích objevily nové povzbudivé a optimistické zprávy se slibnou odezvou na straně indexů. Svou úlohu zde ale spíše poslední dobou hraje i určitá netečnost a lhostejnost vůči riziku ve smyslu „Wall of worry“. Ukázkou paradoxů a vítězství netrpělivosti a očekávání nad rozumem a faktickými ukazateli pak může být např. první aprílový den, kdy švýcarská banka UBS reportovala rekordní ztrátu \$18 mld dolarů ve spojitosti s krizí na subprime trzích (její dosavadní celkové odpisy však již dosahují \$38 mld) a Deutsche Bank \$3,9 mld dolarů ze stejného důvodu (celkové odpisy činí \$7,5 mld). Přesto indexy posílily o více než 3,5% v naději, že nově vydané cenné papíry právě bankou UBS doplněné o papíry dalšího nestora finančního trhu, společnosti Lehman Brothers (dosavadní ztráty 3,3 mld), snad spasí celý finanční sektor. Další ukáзка tržních paradoxů se přehnalala přes akciové trhy hned po několika dalších dnech, když po katastrofálních údajích z trhu práce, které ukázaly, že americká ekonomika doslova propadla ve snaze vytvořit nová pracovní místa (pokles o 80 tis.) a nezaměstnanost se posunula na 5,0%, nezaznamenaly indexy téměř žádné ztráty.

Ačkoli se zdá, že dno ze 17. března t.r., kdy se Nasdaq pohyboval na úrovni 2150 bodů by mohlo být základem pro další dlouhotrvající umírněný růst akciových trhů, je vhodné si připomenout, že zdání mnohdy klame. Nasdaq se sice během jednoho měsíce vrátil zpět až o 11,6% a SP500 přibližně o 10,3%, nicméně vše proběhlo za asistence jen velmi podprůměrných objemů, které jsou často vynikajícím předukazatelem směru následného pohybu číselných hodnot – „Volume precedes price“ nebo ještě lépe řečeno – „V ceně jsou znalosti, ale v objemech je pravda.“ Trendu s nízkými objemy se opravdu dá jen těžko věřit.

Navíc tendenční hesla jako „Nejhorsí je již za námi“, se zrovna netřpytí ve světle nečekaných odpisů Citigroup, UBS, Wachovie nebo debaklu Bear Stearns a dalších.

Mnohem důležitější je však stav a realita problematiky amerického spotřebitele, který je ve své podstatě základním driverem ekonomiky a v kombinaci s rychle rostoucími cenami komodit a paralelně stoupajícími inflačními tlaky, vytváří skrytý a pozvolna se rozvíjející melanom.

Jedním z mnoha znaků třesoucí se ekonomiky pod vlivem spotřebitele jsou paradoxně dobré výsledky největšího maloobchodního řetězce Wal-Mart nebo Costco a na druhou stranu bídné výkazy a ještě bídnější očekávání společností jako AMD, Alcoa, General Electric a mnohých dalších.

Monitoring Wal-Martu ukázal na skutečnost, že si stále více zákazníků nechává proplácet dárkové poukazy na místo dříve obvyklých iPodů, DVD, PC, spíše věcmi denní potřeby jako jsou zubní pasty, dětské pleny, mycí prostředky nebo polotovary. Důvod je tedy prostý. Americký spotřebitel se po dlouhé době prosperity cítí částečně „ohrožen“ a jednoduše přemýšlí co potřebuje teď a co může počkat.

Od podzimu loňského roku, kdy se začala rozjíždět jedna z největších krizí v historii finančních trhů (čistý profit US společností, které tehdy vyhlásily své hospodářské výsledky za Q3 07, cca u 95% z nich, meziročně poklesl o 8,5%, když se očekával nárůst cca +2%. Čistý profit společností finančního sektoru poklesl dokonce o 33% a spotřebitelský sektor dokonce 39%), se pak soukromý sektor musel rozloučit s více než 300 000 zaměstnanci.

Podle Pew Research Center 53% dospělých Američanů, hlásících se ke střední třídě, vypovědělo, že se rozhodně necítí ve své kvalitě života lépe než před pěti lety poté, co se museli uskomnit ve svých celkových výdajích. Z toho 31% dokonce potvrdilo, že se jejich situace zhoršila, např. že měli potíže s placením za lékařskou péči, 26% lidí pak vidí pokračující snižování ve svých výdajích. Tyto čísla jsou podle statistiky nejhorší od roku 1964.

Je třeba připomenout, že přibližně 70% americké ekonomiky čerpá ze samotného spotřebitele, který se v cirkulaci okolností stává den za dnem chudším! Všichni ti, kteří dříve zvažovali koupi nové televize, nového auta, počítače nebo luxusních hodinek, se rázem začali zabírat jinými problémy a pozvolna upustili od zbytečných výdajů. S nízkými spotřebitelskými výdaji a důvěrou tak postupně klesá i zájem o zboží dlouhodobé spotřeby, což se samozřejmě odráží i v ziskovosti jednotlivých korporací. Ty jsou tak kontinuálně nuceny k přehodnocení svých výhledů, tedy k jejich snižování!

A nyní slovy Marka Vitnera z Wachovia: „Consumers are very pessimistic“. A co víc, podle odhadů se spotřebitelská důvěra se díky pokračujícím problémům ve stavebním sektoru, kreditních a komoditních trzích a cenám energií stále zhoršuje. Průměrný Američan pracuje stále více, aby si mohl dovolit stále méně a to zcela jistě není jeho cílem...

Základním kamenem úrazu je Housing market. Ten jako cyklický průmyslový sektor byl v době nízkých úrokových sazeb (téměř nejnižších za posledních 50 let) hnacím motorem americké ekonomiky. Miliardy dolarů implementovaných v hypotečním trhu byly refinancovány a počet majitelů domů dosáhl historického maxima a ceny nemovitostí paralelně dosáhly závrtných (přemrštěných) hodnot zejména v Kalifornii, New Yorku a Floridě. Každý majitel domu se tak mohl cítit rok od roku bohatší. Celá řada bankovních ústavů jako např. Countrywide Financial, Wells Fargo, Washington Mutual nebo Bank of

America tak reportovala rovněž nárůsty čistých profitů a jejich snahou bylo tedy udržet nafukující se bublinu (tehdy neznámou) pomocí různých marketingových technik co nejdéle. Mnoho z těchto praktik však bezesporu nebylo v souladu s etickými pravidly.

První významnější signály o končícím příznivém trendu zaznamenal trh pravděpodobně koncem roku 2005 a začátkem roku 2006. Výsledky za prosinec 2005 totiž vykazaly již v pořadí třetí měsíční pokles za sebou během posledních dvou let. Třicetileté hypotéky a jejich úrok se ve Spojených státech v tomto roce zvýšily až na 6,25%, patnáctileté na 5,625% a logicky se tak snížily i žádosti o půjčky (v posledním kvartále 2005 až o 45%). V období 2004 – 2005 se ceny nemovitostí v USA zvýšily v průměru o 14%. Patnáctiletý průměr přitom činil 6%.

Většina Američanů však nepocítovala žádný důvod proč by růst cen jimi vlastněných nemovitostí neměl pokračovat, a proto většina z nich sáhla po refinancování a dalších půjčkách a získané peníze pak utopila v nákupech dovolené, nového auta apod. Peníze získané na nadhodnoceném majetku tak mířily do všech segmentů ekonomiky, která tak vykazovala solidní růst.

Nemovitostní trh ve Spojených státech přispívá zhruba 10% do celkové ekonomické produkce země. Jestliže ceny nemovitostí klesají, klesá postupně i objem stavebních prací, což s sebou neodkladně nese i zvýšení nezaměstnanosti. Pokles prodejů vede k poklesu cen nemovitostí a tím také hodnota majetku jednotlivých majitelů a tudíž i částka, kterou si nový majitel může od banky půjčit a tudíž také hodnota (ocení) majetku na který banka peníze půjčila, klesá. To samozřejmě vede redukci spotřebitelských výdajů a valící se sněhová koule pozvolna roste.

Spirála ekonomického poklesu se tak nenávratně roztočila a ekonomický benefit zapříčiněný nadhodnoceným stavebním sektorem se otočil o 180 stupňů.

Např. podle investiční banky Morgan Stanley, vykazující dosavadní ztráty z hypoteční krize v částce \$12,6 mld, je současná krize na finančních trzích nejhorší záležitostí v bankovním sektoru za posledních 30 let a zastíhuje i Black Monday z roku 1987. V letošním roce pak poklesne příjem z investičního bankovníctví podle jejich odhadů o dalších 20% a odpisy se ještě navýší o \$75 mld. Podle UBS se vyšplhají ztráty finančních firem v důsledku finanční krize nejméně na \$600 mld. Banky a brokerské společnosti se budou podílet více než \$350 mld. Podle Thomson Financial by mohl finanční sektor za Q1 08 reportovat pokles zisku o 60%. Profit společností v indexu S&P 500 by měl celkově v meziročním vyjádření klesnout až o 12%.

Významný finančník a miliardář, George Soros, který v létě roku 2007 varoval před zvyšujícími se odpisy ze subprime-mortgages, tedy tzv. rizikových hypoték, které mají podle jiných odhadů hodnotu až 1 trilion amerických dolarů, nedávno označil tuto situaci za jednu z nejzásadnějších v historii a vyslovil se pro pokračující oslabování dolaru a amerických i evropských akcií.

Efekt snižování sazeb, který začal na podzim minulého roku včetně následných stimulačních balíčků v rozsahu set miliard dolarů od administrativy White House, s cílem nastartovat ekonomiku a vylepšit obraz stavebního sektoru a v neposlední řadě zmírnit krizi na subprime market, by se měl podle původních odhadů začít projevovat v horizontu šesti až dvanácti měsíců, což je důvodem proč mnoho odhadů počítá s pozitivním obratem již v druhé polovině

letošního roku. Nutno podotknout, že nízké sazby však nepomohou snížit nezaměstnanost (pro letošní rok odhad 5,3%), natož inflaci (CPI pro letošní rok 3,4% s 4,9% v Q1 a 5,3% v Q2).

Konec letošního roku by pak měl být ve znamení opětovného zvyšování úrokových sazeb a to právě kvůli hrozbě vysoké inflace a zblázněnému dolaru (vyšší sazby jsou totiž tím základním katalyzátorem jeho návratu). Průměrný odhad výše sazeb na Q2 08 je 1,75%, Q3 08 je 1,75%, na Q4 08 1,75%, na Q1 09 2,0% a Q2 09 2,25%.

Férovou otázkou tedy je, zda již bude ekonomika tak silná, aby se jí nepodlomila kolena. Vzhledem k tomu, že i přes určité známky zlepšení např. problematiky ve stavebním sektoru, je stabilita zatím v nedohlednu (meziročně narostl zabavený majetek v USA díky krizi na hypotečním trhu o 90% a ceny nemovitostí stále klesají atd.). Americký spotřebitel je stále více nedůvěřivý (očekává se další pokles consumer confidence a consumer spending), Michigan index klesl na nejnižší úroveň od roku 1980, nezaměstnanost roste, inflace se drží na příliš vysoké úrovni a hrozí, že se bude zvyšovat. Půjčky jsou omezené, korporacím podle Standard & Poor's stále klesá čistý profit a většina z nich tak stále snižuje výhledy.

Na výše uvedenou férovou otázku je tak tedy poměrně fér odpovědět, že nikoliv. Výhled tak zůstává spíše nejasný až pesimistický.

Jan Moulis
CAPITAL PARTNERS a.s.