

TRŽIŠNI OSVRT

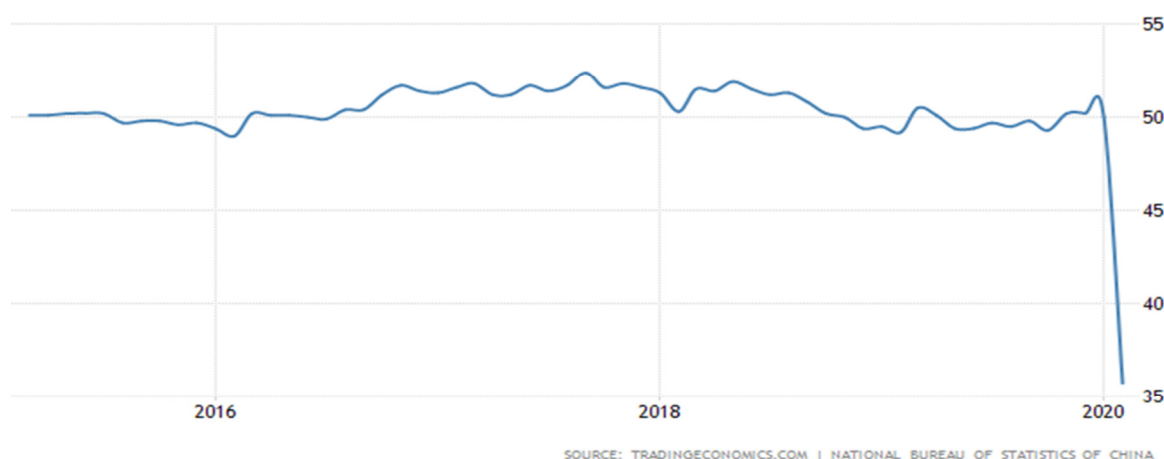
Ožujak 2020.

Pripremila: **Zlatica Miljko**, Portfolio manager

COVID-19 I GLOBALNA EKONOMIJA

I dok se čini da Kina uspijeva držati širenje virusa pod kontrolom, nova žarišta COVID-19 virusa pojavila su se diljem svijeta. U posljednjem tjednu veljače broj novih potvrđenih slučajeva izvan granice Kine prerastao je broj onih unutar granica Kine, a velik skok u broju zaraženih dogodio se u Južnoj Koreji, te također u Italiji i Iranu. Iako se zasada radi o malim brojkama ukupno zaraženih i dnevno novih zaraženih izvan Kine, te brojke rastu eksponencijalno, te se vjerovatnost pojave globalne pandemije ubrzano povećava. Nemogućnost obuzdavanja virusa materijalno utječe na svjetsku ekonomiju, pogođeni su globalni lanci nabave koji su ovisni o kineskim proizvodima, te je već izvjestan pad globalnog BDP-a u prvom kvartalu.

Od početka pojave epidemije postojao je strah od negativnog utjecaja na globalnu ekonomiju. Pokušaj obuzdavanja virusa značajno je usporio kinesku ekonomiju, karantene i zabrane putovanja smanjile su potražnju, dok je zatvaranje tvornica poremetilo ponudu. Prve procjene ukazivale su na usporavanje kineskog rasta BDP-a, s +6,3% q/q u posljednjem kvartalu prošle godine na +1% u prvom kvartalu ove godine, zatim na prelijevanje slabosti na susjedne zemlje koje su brojnim ekonomskim vezama povezane s Kinom, te umjeren utjecaj na ekonomiju ostatka svijeta. Međutim, oporavak kineskog gospodarstva sporiji je nego se očekivalo i posljednje procjene predviđaju pad kineskog BDP-a od -3,9% q/q, a u pojedinim makroekonomskim pokazateljima za veljaču već su vidljivi stvarni razmjeri pada. **Posljednji objavljen podatak za PMI kineskog proizvodnog sektora pao je na rekordno niskih 35.7!** Usporedbe radi, do sada najniža razina proizvodnog PMI-a bila je ona iz studenog 2008. i iznosila je 38.8. A PMI neproizvodnog sektora pao je još i više, na rekordno niskih 29,6 odražavajući faktor straha povezanog s širenjem novog virusa. Tijekom prijašnjih perioda naglih ekonomskih usporavanja, udarac na ekonomiju bio je izražen ili u proizvodnom i izvoznom sektoru (tijekom velike financijske krize 2008.) ili u uslužnom sektoru (tijekom SARS epizode 2003). No ovog puta usporavanje ekonomije je sveobuhvatno i pogodilo je gotovo sve sektore.



Napori Kineske vlade da obuzdaju epidemiju uzrokuju nedostatak radne snage i nameću vrlo stroge kriterije za ponovno otvaranje tvornica. Ponovno otvaranje tvornica se odužilo, te proizvodnja radi na tek oko 50%-60% kapaciteta. To potvrđuju i brojni alternativni pokazatelji koji dnevno prate kinesku aktivnost. Radi se o pokazateljima koji prate potrošnju ugljena u Kini, kvalitetu zraka u najvećim kineskim industrijskim gradovima, promet na kineskim cestama, potrošnju električne energije, transakcije nekretninama, a koji su već neko vrijeme na razinama daleko ispod prosječnih vrijednosti u ovo doba godine. Pojedine procjene industrijske proizvodnje za veljaču kreću se oko -18% m/m, opet usporedbe radi tijekom najtežeg mjeseca velike financijske krize, u studenom 2008. kineska industrijska proizvodnja pala je -1,3% m/m. Zajedno s proizvodnim sektorom ovog puta uslužni sektor je također snažno pogođen dok potrošači izbjegavaju javna mjesta. Razdoblje oko kineske Nove godine inače karakterizira veliki sezonalni rast u osobnoj potrošnji, osobito u potražnji za uslugama u turističkom i prometnom sektoru, te ugostiteljstvu. Restrikcije mobilnosti osjetit će se turističkom sektoru na globalnoj razini. Turistička potrošnja kineskih

stanovnika danas čini oko 20% ukupne globalne turističke potrošnje. Posebno će biti pogođene zemlje u kineskoj regiji, kao što je Hong Kong kojem potrošnja kineskih turista čini oko 8% BDP-a, i Taiwan sa oko 3%. Dodatno, širenje virusa neće zaustaviti samo turiste iz Kine, nego će utjecati i na turiste iz drugih zemalja. A odlasci u restorane i putovanja povezana s blagdanskim razdobljem predstavljaju potrošnju koja se neće nadoknaditi u ostatku godine.

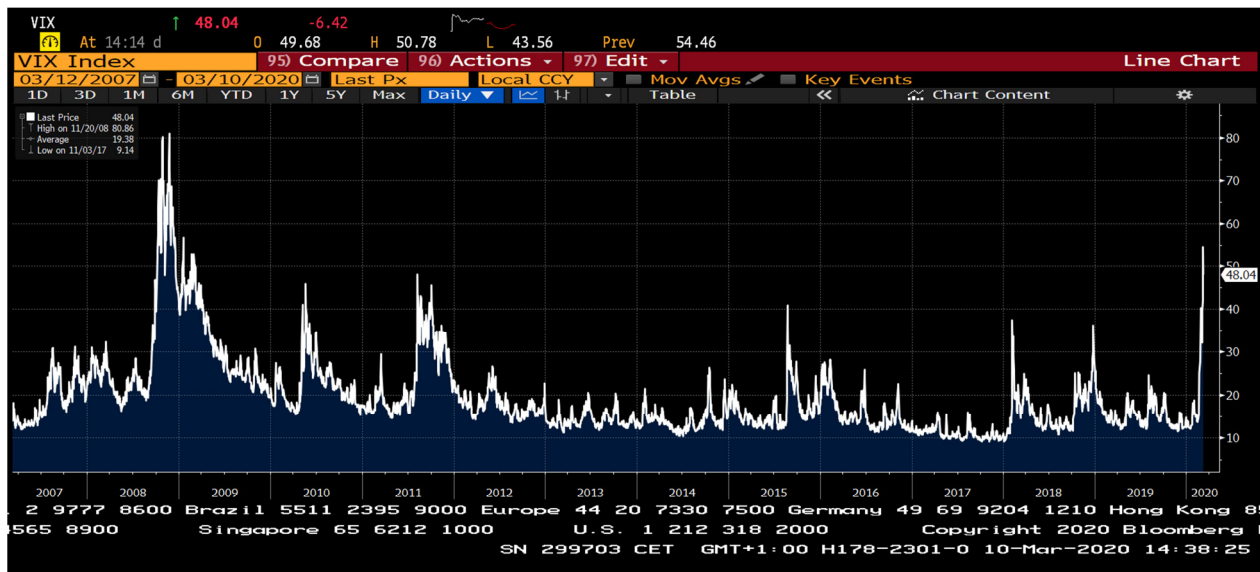
No, s obzirom na veličinu ukupne kineske ekonomije (udio kineskog BDP-a u globalnom iznosi 18%), sektori uključeni u međunarodnu trgovinu, a koji su materijalno puno veći od turističkog sektora, mogli bi uzrokovati lančanu reakciju u globalnom proizvodnom sektoru. Deseci kompanija dnevno objavljuju 'revenue warning', odn. smanjuju procjenu očekivanih prihoda za prvi kvartal ove godine. Globalni PMI za veljaču pao je na 47,2 sa 50,4 u siječnju. Ovako veliki pad najviše se pripisuje padu koji dolazi iz Kine, ali velik pad su osjetile i kineske susjedne zemlje, te zemlje izvoznice sirovina kao što su Australija, Južnoafrička Republika i Norveška. Pomorski prijevoz od Kine do Europe u prosjeku traje između 4 i 6 tjedana, te bi početkom ožujka moglo doći do nestašice proizvoda i dijelova koji se globalno koriste u završnoj proizvodnji. Zasada u Eurozoni nije bilo zatvaranja proizvodnje zbog poremećaja u globalnoj proizvodnji i ponudi proizvoda, te je proizvodni PMI Eurozone za veljaču čak pokazao rastući momentum, ali taj podatak sada predstavlja pogled u prošlost. Tek će u predstojećim tjednima materijalno biti vidljiv pad u globalnoj trgovini i učinak virusa na ekonomsku aktivnost. Važan kanal putem kojeg je Europa povezana s Kinom je upravo trgovina, te Eurozona uvozi iz Kine više nego što izvozi u Kinu. Vrijednost uvoza iz Kine čine 2,5% BDP-a Eurozone, dok vrijednost izvoza čini 1,5% BDP-a. Ovisnost o kineskom uvozu najviše se očituje u sektoru kapitalnih dobara, od ukupne vrijednosti uvezenih kapitalnih dobara, 17,4% se odnosi na kineski uvoz. Trajanje krize i vrijeme potrebno do povratka na pune proizvodne kapacitete je sada ključno.

Međutim, virus se sada širi Europom, ostatkom Azije, a pitanje je trenutka kada će se pandemija proširiti SAD-om. U Italiji se virus širi Lombardijom, Venetom, Piedmontom i Emilia Romagna-om, koje zajedno čine oko 45% talijanskog BDP-a. Dodatno, turizam koji čini oko 13% BDP-a, i mogao bi podnijeti veliki udarac ukoliko epidemija potraje. Mjere koje su prvo poduzete u Lombardiji (uključujući Milano), a uključuju zatvorene škole, sveučilišta, kina, dvorane proširile su se na čitavu zemlju. Prve procjene pokazuju pad talijanskog bdp-a u prvom kvartalu od -2%q/q saar, no mogle bi se pokazati preoptimistične s obzirom na jačinu i trajanje izvanredne situacije. Prema dolje je revidiran i rast BDP-a ostalih europskih zemalja, a posljednje procijene pokazuju pad Eurozone od -1% q/q saar u q1 (prije pojave virusa očekivao se rast od 1,2%). Vrijedi napomenuti, u ovako neizvjesnoj i promjenjivoj situaciji, revizije rasta su česte i također vrlo promjenjive.

Dok je tržište kapitala ignoriralo širenje zaraze u Kini, pojava novih žarišta van Kine doveli su do najvećeg tjednog pada na burzi još od 2008. U posljednjem tjednu veljače njemački index DAX pao je -12,3%, američki indeks S&P 500 -11,5%, japanski Nikkei -9,8%. Očito je došlo do revaluacije rizika povezanih s širenjem pandemije. Već početkom idućeg tjedna američki FED na izvanrednoj je sjednici spustio referentnu kamatnu stopu (The effective federal funds rate) za 50 bp na raspon od 1%-1,25%, što je u prvom trenu izazvalo negativnu reakciju dioničkog tržišta zbog straha da je situacija još i gora nego se mislilo. S druge strane, cijene obveznice su poletile, a američki desetogodišnji prinos pao na rekordno nisku razinu od 0,908% (u trenutku pisanja članka gotovo cijela američka krivulja je ispod prinosa od 1%, što se u povijesti još nikada nije dogodilo). Reakcija FED-a izazvala je koordiniranu reakciju centralne banke u Kanadi, a do kraja mjeseca očekuju se reakcija centralnih banaka Engleske, Skandinavskih zemalja, Meksika, Brazila, Koreje, Indije, Tajlanda, Kine, Indonezije, Rusije i drugih. Niske kamatne stope načelno su dobra vijest za dionice i cikličnu imovinu i ekspanzivna monetarna politika je do sada rješavala šokove u prijašnjim ciklusima koji su bili izazvani samo poremećajima u potražnji. Međutim ukoliko dođe do poremećaja u ponudi, rezanje kamatnih stopa teško da će otvarati tvornice, a neće niti ohrabriti turiste da posjete virusom zaražena područja. Od ECB-a se reakcija u obliku spuštanja kamatnih stopa očekuje tek kada bi bilo vidljivo da Eurozona ulazi u recesiju s obzirom na trenutnu monetarnu politiku koja je već na vrlo akomodativnoj razini, referentna kamatna stopa je -0,5%, te već pruža bankama onoliko likvidnosti koliko im treba. ECB je također svjestan da je javna potpora politici negativnih kamatnih stopa već vrlo niska u nekim europskim zemljama, te će se takva strategija ubuduće preispitati. Stoga je izgledno da će se ECB držati ciljanih mjera kao što su TLTRO (targeted longer-term refinancing operations) kojima se direktno pomaže financiranje korporativnog sektora i kućanstava, te QE mjera (quantitative easing) kojom se odkupljuju obveznice iz imovine banaka. QE odkupi mogli bi se povećati s 20 mlrd eur mjesečno na 30 mlrd eur mjesečno, a dodatne QE kupnje mogle bi biti usmjerene na odkupe korporativnih obveznica. No, u Eurozoni bi umjesto na monetarnoj, poseban fokus mogao biti na fiskalnoj politici, koja bi trebala pružiti vrlo ciljanu potporu i olakšati likvidnosne probleme kompanijama ukoliko dođe dio njih. Njemačka je već donjela nekoliko mjera iako su za sada skromne po obujmu, tek 0,1% njemačkog BDP-a. Radi se o izravnim subvencijama kompanijama u kojima barem 10% zaposlenika radi u skraćenom radnom vremenu kako bi se prilagodile trenutnim poremećajima u proizvodnji.

Početkom ožujka volatilnost na tržištu pojačao je neuspjeh dogovora između Rusije i OPEC-a oko smanjivanja proizvodnje nafte i smanjivanja volatilnosti njene cijene dok COVID-19 uzrokuje smanjenu potražnju. Saudijska Arabija i ostali veliki izvoznici nafte htjeli su postići dogovor oko smanjivanja dnevne proizvodnje za 1,5 milijuna barela dnevno pod uvjetom da dogovor podrži i

Rusija. OPEC-ov plan bio je nastaviti smanjenje proizvodnje započeto prošle godine, a nakon propalog dogovora nije više sigurno hoće li prijašnja rezanja proizvodnje ostati na snazi. Rusija i Saudijska Arabija vjerovatno će povećati dnevnu proizvodnju i tako započeti cjenovni rat. Propali pokušaj dogovora odmah je srušio cijene nafte (Brent) za -25% na 34 USD po barelu što je najniža cijena od 2016. godine. A za već ionako krhka dionička tržišta stvorili su se preduvjeti za jedan od povijesno većih dnevnih padova (S&P500 i DAX index u jednom danu pali su -8%).



Pad tržišta ovakvog raspona implicira vjerovatnost od oko 75% da će u idućih 12 mjeseci doći do recesije. Globalnu ekonomiju pogodio je jedinstven šok u ponudi i potražnji kakav se do sada još nije dogodio, te kao takav zahtjeva jedinstven sklop mjera i politika u području zdravstva, monetarne i fiskalne politike. A prvi katalizator za preokret tržišta trebao bi doći s vrhuncem u broju ukupno zaraženih osoba s COVID-19 virusom. Kina je već uspjela svesti dnevni rast novo oboljelih na 0%, a Južna Koreja i Iran su također pozitivni primjeri zemalja koje su prošle vrhunac u rastu broja dnevno novo oboljelih, a u Italiji iako je brzina dnevnog rasta još uvijek visoka, taj broj se također usporio. Ukoliko do recesije ipak dođe, ona bi trebala biti u puno manjim razmjerima u odnosu na onu iz 2008. godine, s obzirom na trenutno puno zdravije bilance ključnih korporativnih sektora i stanovništva. Dodatno, brojne projekcije pokazuju da bi oporavak mogao biti jednako snažan kao što je bio pad, i da je za očekivati tzv. 'V-shape recovery'.