

financijski klub
SIGURNA INVESTICIJA

Makroanaliza SAD-a

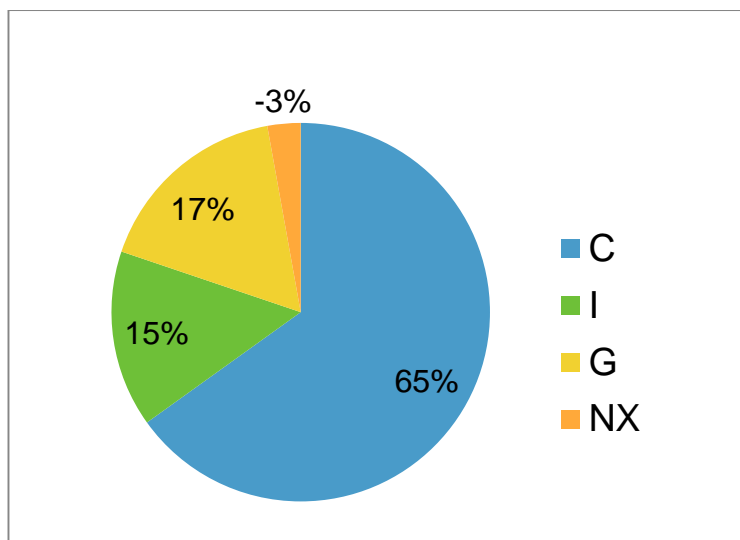
EKONOMSKI INDIKATORI

SAD i dalje predstavlja jedno od najvećih i najsnažnijih gospodarstava u svijetu, čemu svjedoči i činjenica da posjeduje četvrtinu svjetske proizvodnje (nominalno) te da se nalazi na MMF-ovoj listi top 10 zemalja s najvišim projekcijama stopa rasta BDP-a u 2017. godini, gdje zauzima treće mjesto, nakon Indije i Kine.

Nominalni BDP Sjedinjenih Američkih Država je u zadnjem kvartalu prošle godine (2016.) iznosio 18,9 bilijuna američkih dolara, dok je realni BDP bio na razini od 16,8 bilijuna američkih dolara. Najveći dio dekomponiranog BDP-a odnosi se na osobnu potrošnju (65%), a manji udio na državnu potrošnju (17%) i privatne investicije (15%) te negativni neto izvoz (-3%). Realna stopa BDP-a je u istome kvartalu iznosila 1,9%, a na godišnjoj razini 1,6%. U usporedbi s 2015. godinom kada je realna stopa BDP-a iznosila 2,6%, prošle godine dogodio se pad stope za jedan postotni poen zbog smanjenja privatnih investicija i povećanja uvoza. Cijene dobara i usluga su porasle 1,9% u tom istom kvartalu, a realni BDP *per capita* iznosio je oko 52 tisuće američkih dolara (57 tisuća nominalno), što stavlja SAD na 13. (8.) mjesto ljestvice zemalja s najvećim dohotkom po glavi stanovnika.

Stopa inflacije mjerena indeksom potrošačkih cijena iznosila je 1,3% (godišnje), dok se stopa nezaposlenosti trenutno kreće na razini od 4,6%, čime se približava niskim stopama nezaposlenosti iz 2006. godine. Javni dug SAD-a je prošle godine iznosio 107,5% udjela u BDP-u te se u 2018. očekuje smanjenje za jedan postotni poen u odnosu na 2017. Proračunski deficit je iznosio -3% u 2016., dok se za iduću godinu očekuje povećanje za 2 postotna poena. Iz grafova je vidljiv kontinuiran trend povećanja dohotka po glavi stanovnika te smanjenja stope nezaposlenosti za koju se predviđa da će pasti na niskih 4,1% u 2018. godini. Kao takva, ekonomija SAD-a se suočava s velikim pritiscima na tržištu rada zbog dostignute razine pune zaposlenosti u kombinaciji s negativnim realnim kamatnim stopama te se očekuje daljnja akceleracija inflacije nadnica.

Grafikon 1. Dekompozicija BDP-a



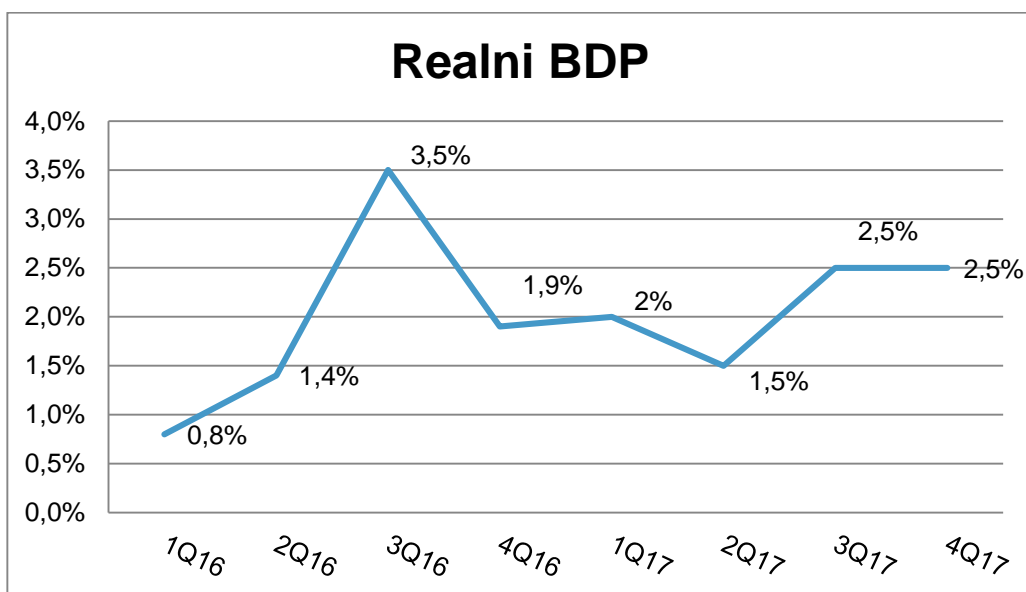
Izvor: izrada autora prema dostupnim podacima sa službene stranice Svjetske banke

Tablica 1. Iznosi realnog i nominalnog BDP-a, stope nezaposlenosti i inflacije (% godišnje)

% (godišnje)	2015.	2016.	2017.	2018.
Realni BDP	2,6%	1,6%	2,1%	2,5%
Nominalni BDP	3,7%	2,9%	4,5%	5,1%
Stopa nezaposlenosti	5,3%	4,9%	4,6%	4,1%
CPI (inflacija)	0,1%	1,3%	2,5%	2,6%

Izvor: izrada autora prema dostupnim podacima sa službene stranice Svjetske banke

Grafikon 2. Stopa rasta realnog BDP-a (2016./17.)



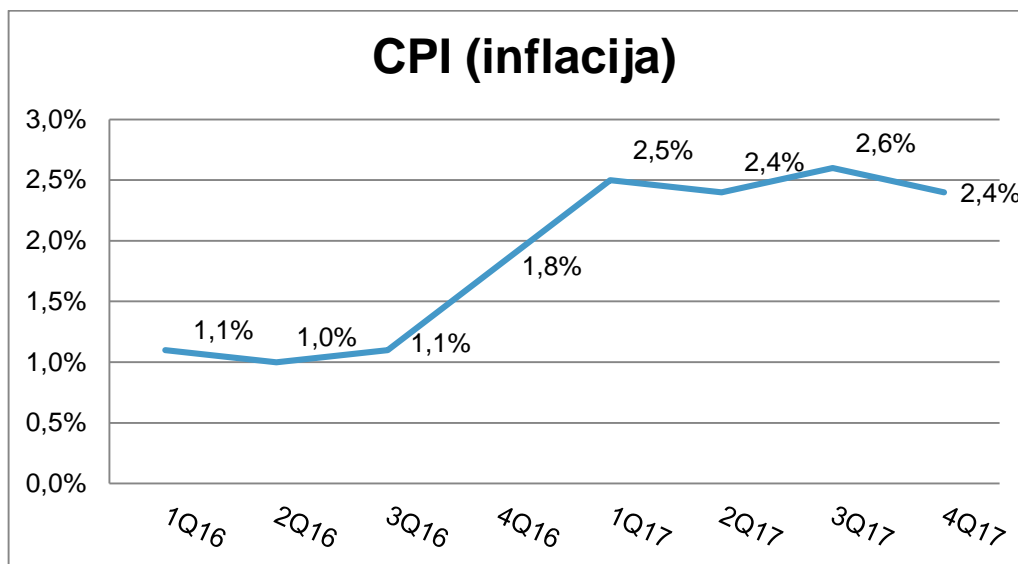
Izvor: izrada autora prema dostupnim podacima sa službene stranice Svjetske banke

Grafikon 2. Stopa nezaposlenosti (2016./17.)



Izvor: izrada autora prema dostupnim podacima sa službene stranice Svjetske banke

Grafikon 2. Stopa inflacije (2016./17.)



Izvor: izrada autora prema dostupnim podacima sa službene stranice Svjetske banke

MONETARNA POLITIKA

Monetarnom politikom SAD-a upravlja Federal Reserve System (FED), privatna institucija ovlaštena za kontrolu financijskih i monetarnih institucija i tržišta u SAD-u. FED svojim djelovanjem utječe na dostupnost te cijenu novca i kredita, ali očekivanja tržišnih sudionika također igraju važnu ulogu u određivanju cijena i gospodarskom rastu, pa monetarna politika uključuje svaku direktivu, politiku, izjavu i akciju središnje banke čime se utječe na buduće percepcije. Monetarna politika može rezultirati brojnim pozitivnim učincima, no istovremeno može proizvesti brojne neželjene učinke. Upravo zbog toga, održavanje stabilnosti cijena, maksimalne moguće zaposlenosti te visokih stopa rasta predstavlja težak zadatak za središnju banku posebice takvu veliku kao što je FED.

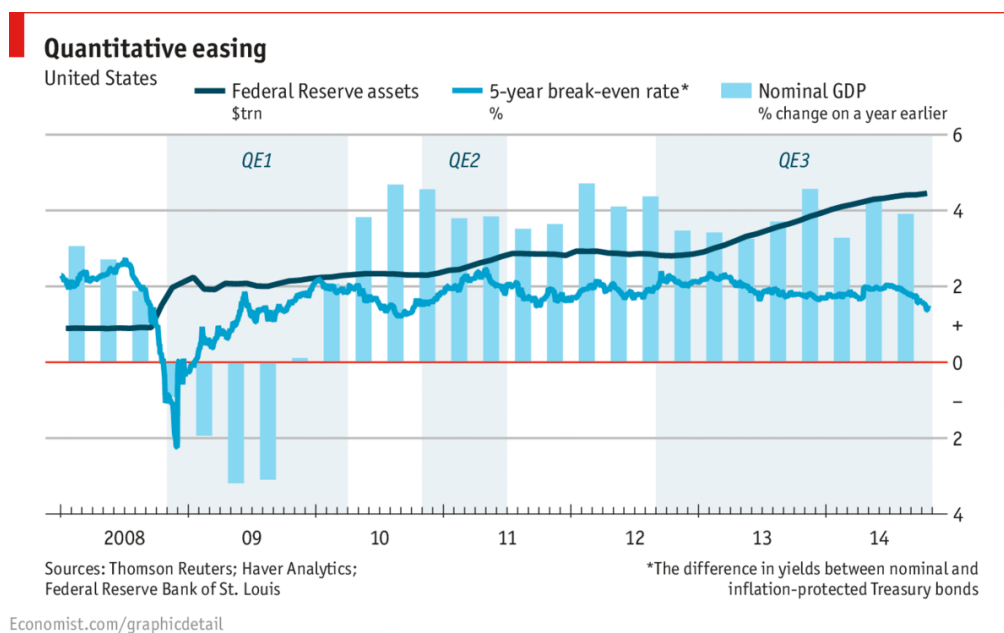
QE

Mnoge svjetske središnje banke koriste kvantitativno popuštanje kako bi potakle gospodarski rast. Tipično, radi se tako da se istovremeno poveća likvidnost banaka i smanjenje kamatne stope. Na taj način se potiče zaduživanje i potrošnja, kojima se potiče gospodarski rast.

U svjetlu globalne financijske krize koja je rezultirala usporavanjem gospodarstva SAD-a i ostatka svijeta, FED je koristio nekoliko rundi kvantitativnog ublažavanja da se gospodarstvo oporavi. Fed je započeo povećavati bilancu kupnjom državnih obveznica i mortgage-backed vrijednosnicama.

Prvi krug QE pokrenut je u studenom 2008. kada je Fed predložio da kupi otprilike 100 milijardi \$ od agencija duga i 500 milijardi \$ hipoteka-podlogom vrijednosnica nakon što je FFR bila oko nula posto. Ubrizgavanje likvidnosti u bankarski sektor i povećanjem cijene imovine QE je trebalo utjecati na gospodarski rast, zaposlenost i inflaciju (čije su brojke pale u recesiji). Iako se činilo da QE1 utječe na poboljšanje, FED je pokrenuo ponovne kupnje i krajem 2010. i ponovo krajem 2012. godine, gdje se akumuliralo više od 4 trilijuna \$ imovine. Očekivanja o budućoj inflaciji su pale na najnižu razinu u 3 godine. U listopadu 2014. godine FED je objavio kraj QE3 programa.

Slika 1. Razvoj kvantitativnog popuštanja (QE)



Izvor: Economist.com, dostupno na [www.economist.com]

Nekonvencionalne monetarne politike, kao što je QE, obično se koriste kada konvencionalna monetarna politika ne uspije, to jest kada su kratkoročne nominalne kamatne stope već blizu nule tako da se ne može dalje poticati gospodarska aktivnost. Drugim riječima, ne funkcionira transmisijski kanal povećanja investicija inicijalnim smanjenjem kamatne stope. Koristeći QE Fed obično kupuje dugove i MBS od poslovnih banaka, u zamjenu za elektronički novac i na taj se način imovina FEDa povećava.

U prosincu 2015. FOMC, organ FED-a zadužen za provedbu operacija na otvorenom tržištu, povećao je FFR (federal funds rate) nakon održavanja toga raspona oko nule od kraja 2008. kako bi podržao gospodarsku aktivnost i ublažio dezinflacijski pritiske na tragu Velike recesije. U to vrijeme, Odbor ocjenjuje da je vidno poboljšanje na tržištu rada te je bio prilično uvjeren da će se inflacija vratiti na svojih ciljanih 2 posto, koji bi potaknuo početno povećanje stope saveznih sredstava. Kroz veći dio 2016. godine, Odbor je zadržao stopu u rasponu od 1/4 do 1/2 posto. U prosincu, s obzirom na ostvareno i s obzirom na očekivanja na tržištu rada i inflacije FOMC je podigao FFR za još 1/4 postotni bod, na raspon od 1,2 do

4,3 posto (slika 43). Odbor je zadržao istu ciljnu niz na svom posljednjem sastanku, koji je sklopljen 1. veljače.

Odbor je izjavio da će stopa saveznih fondova vjerojatnije ostati još neko vrijeme ispod razine koja se očekuje da će prevladati u duljem roku. Postupnom prilagodbom monetarne politike, FOMC očekuje da će se ekonomska aktivnost povećati umjerenim tempom te da će uvjeti na tržištu rada ojačati, a inflacija porasti na 2 posto u srednjoročnom razdoblju. Povećanje će potencijalno dovesti do neznatno viših troškova zaduživanja za potrošače i tvrtke, ali će potaknuti štednju. Politika SAD-a utječe i na ostatak svijeta pošto je SAD najveća svjetska ekonomska sila i dolar je svjetska valuta, pa zato svaki potez FED-a u pogledu ponude novca ima veliki utjecaj na svjetska financijska tržišta. SAD je veliki izvor kapitala za zemlje u razvoju. Zbog kvantitativnog ublažavanja koje je počelo 2008./2009., kamatne stope su pale na razinu oko 0% i zemlje u razvoju su posudile milijarde dolara. Nakon što je FED počeo podizati kamatne stope, monetarni stimulans je oslabio i pretpostavlja se da će posuđeni novac sve brže biti vraćen u SAD i tako će i sam dolar ojačati. Valute zemalja u razvoju sve više slabe u odnosu na dolar. Jači dolar će imati utjecaj na odvlačenje stranih institucionalnih investitora od novih investicija u strane zemlje.

Dok dolar i kamatne stope u 2017. rastu, fiskalna politika dovela je prinose na desetogodišnje obveznice do tri posto, stvarajući tako paniku na tržištu. Fed koristi BoJ-ovu metodu kontrole krivulje prinosa, vezujući prinose desetogodišnje državne obveznice na 1,5 posto. Zapravo su uveli četvrti krug kvantitativnog popuštanja ili kvantitativno popuštanje unedogled. Zauzvrat, odmah je zaustavljena rasprodaja na globalnim tržištima dionica i obveznica, s najvećim dobitkom na tržištu obveznica u posljednjih sedam godina.

Fed bi u ožujku 2017. mogao povećati kamate. Na svjetskim su burzama cijene dionica porasle jer ulagači vjeruju da je gospodarstvo dovoljno snažno da bi izdržalo povećanje cijene novca. Na Wall Streetu je početkom ožujka Dow Jones ojačao 0,9 posto, na 21.005 bodova, dok je S&P 500 porastao 0,7 posto, na 2.383 boda, a Nasdaq indeks 0,4 posto, na 5.870 bodova. Na najvećoj svjetskoj burzi svi najvažniji indeksi dosegli su nove rekordne razine jer je američki predsjednik Donald Trump u govoru u Kongresu ponovio da će uvesti porezne olakšice srednjem sloju, smanjiti poreze tvrtkama i uložiti u infrastrukturu 1.000 milijardi dolara. No, u drugom dijelu tjedna ulagači su bili oprezniji, pa su indeksi skliznuli s rekordnih razina jer su mnogi dužnosnici Fed-a, među kojima i predsjednica Janet Yellen, signalizirali da je povećanje kamata moguće već u ožujku jer se rast gospodarstva ubrzava, dok inflacija jača. Povećanje kamata već u ožujku bilo bi ranije nego što su mnogi ulagači očekivali i to bi poskupilo posuđivanje novca za kupnju dionica. No, to bi također signaliziralo da su monetarne vlasti uvjerenе da je gospodarstvo u dobrom stanju.

Fedovi dužnosnici i dalje prognoziraju povećanje federal funds rate na 1,4 posto u 2017. i na 2,1 posto 2018. godine. Fed-ove projekcije pokazuju malu promjenu u rasta, nezaposlenosti i inflacije u narednih tri godine. FED prognozira da će postići ciljanu stopu inflacije od 2%. Federal funds rate će se nastaviti povećavati kada bi prema projekcijama trebao biti oko 3% 2019. godine.

Uzroci aprecijacije dolara

Aprecijacija dolara je na djelu posljednjih pet godina, a s izborom Trumpa je dobila dodatni zamah. Trump kroz zadnje izjave polako shvaća zašto je aprecijacija problem (uz jak dolar Trump će teško oporaviti proizvodnju u SAD-u, povećavati će se trgovinski deficit i neće doći do snažnog rasta izvoza što Trump priželjkuje). Analitičari očekuju usporavanje aprecijacije kroz 2017. godinu.

Više kamatne stope jedan su od razloga za aprecijaciju dolara koje uzrokuju rast potražnje za američkim obveznicama (novoizdanim obveznicama koje nose novu višu kamatnu stopu) što posljedično uzrokuje aprecijaciju dolara. Od ostalih faktora koji utječu na aprecijaciju dolara svakako utječe priljev kapitala u SAD i američke obveznice zbog nesigurnosti u ostatku svijeta (Brexit, dužnička kriza u Eurozoni, neizvjesnost političkih izbora u zemljama EU, usporavanje kineske ekonomije/ nesigurnost oko vladavine zakona na kineskom tržištu).

Donald Trump svjestan je da je aprecijacija dolara problem za američke izvoznike i američki trgovinski deficit ali nije svjestan da njegove politike i mjere predložene od strane kongresu potiču aprecijaciju dolara. Prvi faktor koji bitno utječe na dolar su očekivanja da će SAD imati ekspanzivnu fiskalnu politiku i restriktivnu monetarnu politiku. Takav mix je bio već viđen za vrijeme administracije Ronalda Reagena i uzrokovao je snažnu aprecijaciju dolara. Rezultat toga je bio dogovor u Plazi s kojim je dogovorena devalvacija dolara u odnosu na najsnaznije valute toga vremena. S obzirom na današnje geopolitičke okolnosti teško je očekivati da bi se nešto slično moglo dogoditi. Smanjivanje poreza i veliki državni infrastrukturni projekti će povećati potražnju za američkim dobrima. S obzirom na to da je ekonomija SAD-a blizu stanja pune zaposlenosti, za očekivati je da će dio potrošnje biti preusmjeren na strana dobra koja će postajati jeftinija zbog aprecijacije dolara.

Drugi faktor koji bi mogao dodatno pojačati aprecijaciju dolara su planovi Donalda Trumpa da nametne carine na uvoz iz Meksika, Kine i drugih zemalja. Takve carine bi povisile cijene uvoznih dobara i time automatski preusmjerile potrošnju prema domaćim proizvodima. S obzirom na to da je ekonomija SAD blizu stanja pune zaposlenosti, to bi stvorilo dodatni problem u vidu inflacije i dodatna aprecijacija dolara bi bila očekivana jer bi s njom uvozna dobra opet postala jeftinija. Potrošnja bi se preusmjerila prema uvoznim dobrima i ne bi došlo do značajnije inflacije.

Kako zaustaviti aprecijaciju?

Zaustaviti aprecijaciju nije lako, no nije nemoguće. Donald Trump ima više mjera na raspolaganju kojima može utjecati na smjer kretanja dolara. Prva i vjerojatno najjednostavnija opcija je da on kao predsjednik, čije se izjave uvelike važu, utječe na očekivanja investitora. Trump to može postići tako da kroz svoja obraćanja ide u tom smjeru i da uvjeri investitore da neće dopustiti značajniju aprecijaciju dolara te da će se uvelike boriti protiv toga. Nadalje, Trump može u dogovoru s FED-om raditi na ublažavanju aprecijacije. S obzirom na to da je FED počeo dizati kamatne stope zbog straha od inflacije, teško je za očekivati da bih FED sada naglo promijenio svoju politiku. Borba protiv aprecijacije nije primarni zadatak FED-a, a takvom naglom i neočekivanom promjenom politike bi si uvelike narušio vjerodostojnost koja je izuzetno bitna kod provođenja monetarne politike. Trump može i sam raditi na smanjivanju aprecijacije, ali to bi podrazumijevalo da odustane od ekspanzivne fiskalne politike koju je najavljivao i praktički odustane od svojih izbornih obećanja. S političkog aspekta teško je očekivati da bi Donald Trump pristao na to dok aprecijacija nije toliko značajna.

Problemi vezani uz aprecijaciju dolara i nafta

Ako se aprecijacija dolara nastavi onda bi to mogao postati ozbiljan problem za SAD, ali i za ostatak svijeta jer dolar je još uvijek svjetska valuta broj jedan. Jaki dolar usporava rast američke ekonomije i prema procjenama FED-a- aprecijacija dolara od 10% uzrokuje pad izvoza za 3% u prvoj godini i više od 7% poslije 3. Posljedično to smanjuje i rast BDP za 1.5% poslije 3 godine. Nadalje, više od 20 trilijuna dolara duga je denominirano i vezano direktno uz dolar što predstavlja ozbiljan problem za veliki broj dužnika. Kada dublje analiziramo dužnike dolazimo do podatka da su to većinom tranzicijske zemlje koje već sada teško vraćaju dugove, a ako bi dolar dodatno ojačao njima bi dug narastao i upitno je da li bi sve zemlje uspjele nastaviti vraćati dug u novostvorenim uvjetima. Mnoge banke bi se također našle u problemima zbog dugova koji su direktno vezani uz dolar. Problem bi mogao postati i veći ako uzmemo u obzir i nedovoljnu kapitaliziranost banaka te postojeće nenaplative kredite koji su prisutni u njihovim bilancama.

Kada analiziramo potencijalne probleme uzrokovane aprecijacijom dolara ne smijemo zanemariti ni činjenicu da su cijene sirovina i energenata izražene u dolarima. U pravilu se kroz duži vremenski rok može uočiti negativna korelacija između dolara i cijena

sirovina/energenata. U vremena kada dolar dolar ojača u odnosu na ostale važne valute, onda to u pravilu vuče cijene sirovina i energenata prema dolje i obrnuto. Glavni razlog zbog kojeg dolar utječe na cijene sirovina i energenata je taj što je većina njih izražena u dolarima. Zbog toga vrijedi da ako vrijednost dolara padne onda će trebati više dolara da se kupi ta roba, a istovremeno manje drugih valuta prema kojima je dolar oslabio. Drugi razlog nam dolazi iz činjenice da se sa sirovinama i energentima trguje svugdje u svijetu pa kada dolar oslabi tada će se investitorima povećati kupovna moć i moći će više trgovati što će uzrokovati veću potražnju za sirovina i automatski rast cijene.

Fokusiramo li se na naftu kao najvažniji energent u današnjem svijetu onda je bitno za napomenuti da je cijena nafte također izražena u dolarima i da je zbog toga pod direktnim utjecajem aprecijacije dolara. Aprecijacija dolara će imati za posljedicu da će nafta postati skuplja za uvoziti, a to će posebice imati utjecaj na ekonomije koje su ovisne o uvozu nafte. Dodamo li Donalda Trumpa u analizu onda situacija postaje još kompleksnija. Naime, Trump je obećao da će povećati proizvodnju nafte u SAD-u i tako stvoriti više poslova u industriji fosilnih goriva i povezanim granama. S obzirom na to da je cjelokupna njegova administracija, a posebice tajnik za energiju, naklonjena industriji fosilnih goriva za očekivati je da će oni raditi na tom obećanju. Ako budu inzistirali na brzim rješenjima te ako krenu nepromišljeno i naglo povećavati proizvodnju, to bi im se moglo obiti o glavu. Proizvodnja nafte već sada premašuje potražnju, pa ako SAD dodatno poveća svoju proizvodnju to bi moglo negativno utjecati na cijene nafte te ih dodatni sniziti. Za očekivati je da takav scenarij nitko ne želi pa čak ni najveći zagovaratelji povećanja proizvodnje nafte. Cijena nafte se polako oporavila od rekordnog minimuma zabilježenog u 2015. godini koji je bio na razini 27\$. Analitičari smatraju da će cijena nafte tijekom 2017. godine ostati u intervalu od 45\$ do 65\$. Cijena uvelike ovisi o geopolitičkoj situaciji na Bliskom Istoku i o potezima Trumpove administracije stoga je probijanje spomenutih intervala svakako moguće.

STANJE U INDUSTRIJI

U biofarmaceutskoj industriji u SAD-u je zaposleno preko 810.000 radnika. Direktno i indirektno, industrija pruža preko 3,4 milijuna poslova u svih 50 država te se procjenjuje na vrijednost od 790 milijardi dolara u 2014. godini. Ukupni izdaci za zdravstvo iznosili su \$3,12 bilijuna (17,4% BDP-a), pri čemu je država utrošila 47% budžeta odnosno \$1,49 bilijuna, dok su privatni izdaci bili nešto veći te iznosili preko \$1,63 bilijuna (52%). Ukupni prihodi od prodaje iznosili su \$333 milijarde, tj. 1036\$ po glavi stanovnika u 2015. godini. SAD je i dalje globalni lider u području inovacija te istraživanja i razvoja u farmaceutskoj industriji, čemu svjedoči podatak da godišnje alocira 15-20% prihoda i investira preko 50 milijardi dolara u R&D. Najbrže rastući segmenti farmaceutske industrije u SAD-u uključuju originalne i generičke lijekove, čija je vrijednost procijenjena na iznos od 70 milijardi dolara, odnosno četvrtinu svjetskog tržišta. Mnogi su zabrinuti da, unatoč ogromnim ulaganjima u R&D, farmaceutska industrija ne proizvodi dovoljno novih lijekova i efektivnih terapija kao što je proizvodila nekoliko desetljeća ranije, kada su administracijski troškovi i prodaja bili mnogo niži nego danas. Industrija se prilagođava novom konkurentskom okruženju kroz outsourcing, odnosno eksternalizaciju operacija poput proizvodnje, rekonstruiranje cjevovoda, smanjivanje zaposlenosti (ponajviše u prodaji, ali i proizvodnji i istraživanju) te kroz M&A (spajanja i akvizicije). Velika poduzeća nerijetko kupuju manja, koja su fokusirana na inovacije novih lijekova, kako bi ubrzale proces istraživanja i razvoja. Polako se brišu granice između inovativnih i generičkih, farmaceutskih i biotehnoloških kompanija, a većina multinacionalnih kompanija posjeduje podružnice originalnih i generičkih lijekova u svojem portfoliju. Većina lijekova u SAD-u proizvodi se lokalno ili se uvoze iz zapadnoeuropskih država poput Irske, Njemačke i Švicarske. SAD predstavlja glavno središte za proizvodnju lijekova, čemu svjedoči činjenica da uvoz iznosi samo četvrtinu ukupne tržišne vrijednosti. Unatoč tome, uvoz je u 2015. godini procijenjen na iznos od \$86 milijarde, što čini SAD najvećim uvoznikom lijekova u svijetu. S druge strane, SAD najviše izvozi prema Belgiji, Nizozemskoj, Kanadi, Velikoj Britaniji i Japanu, a vrijednost izvoza 2015. godine kretala se oko \$47 milijardi.

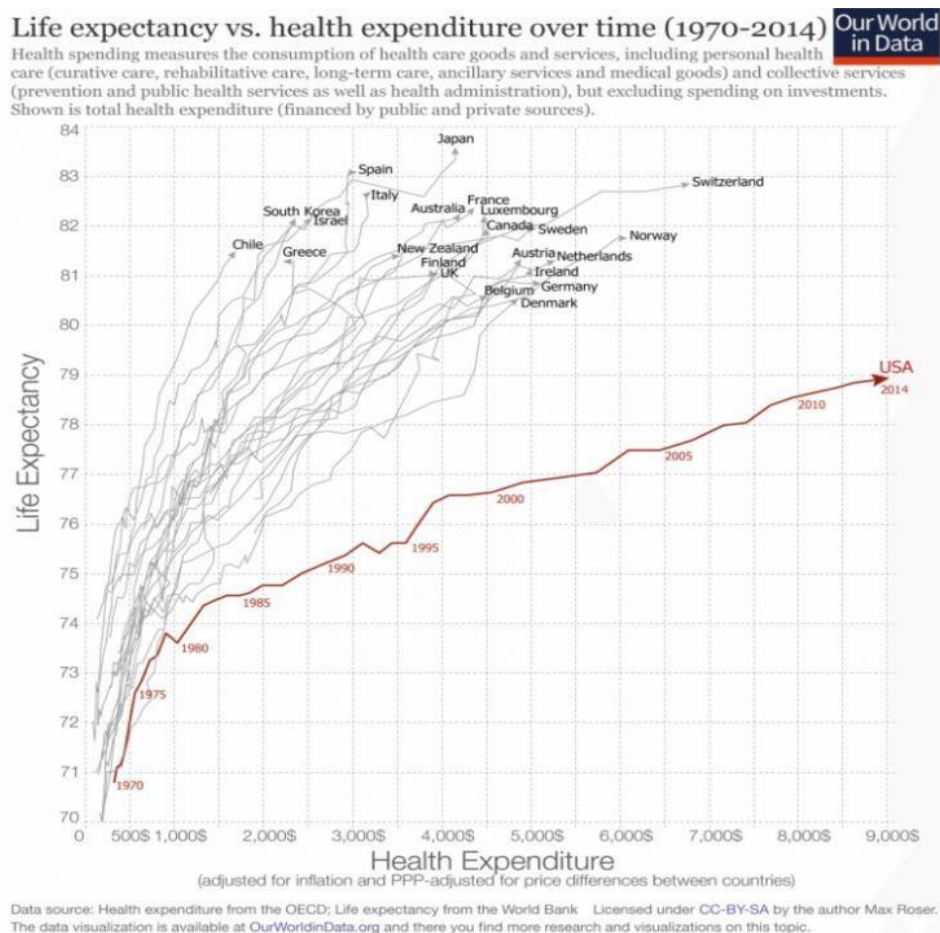
Negativna korelacija produženog životnog vijeka i porasta izdataka za zdravstveni sustav

U bogatim zemljama, viši izdaci za zdravstvo dovode do dužeg životnog vijeka. No, tu je sekundarni nalaz: Nisu svi troškovi zdravstvene zaštite konstruirani na jednak način. U SAD-u, prilagođena inflacija po stanovniku je utjecala na godišnje izdatke za zdravstvo te je eksplodirala od 1970. godine, kada su iznosili manje od 500 \$ godišnje, do 2014. godine, kada su iznosila oko 9000 \$ godišnje. To je 2000 \$ više po osobi godišnje od države koja je druga što po najvećim izdacima, Švicarska. No, unatoč tom velikom potrošnje, rast u američkom životni vijek je bio anemičan. Usporedba s Japanom je poučna.

Godine 1970., prosječni životni vijek u Japanu bio 72 godina, sličan životni od 71 godina u SAD-u. Do 2014. godine, američki životni vijek gmizati po osam godina, do 79 godina, ali u Japanu, životni vijek porastao je nevjerojatnih 12 godina na 84. I danas Sjedinjene Države troše više nego dvostruko više na zdravstvenu zaštitu, po glavi stanovnika, nego što je to Japan.

U suštini, SAD je potrošio puno novaca, ali nije vidljiv pomak koji vodi produženom životnom vijeku(također njihov specifičan način prehrane ima veliku kauzalnu ulogu i smanjene fizičke aktivnosti u školama). Zamjera se SAD – u površan pristup problemu i velika doza neiskrenosti zbog vlastitog uvjerenja kako je njihov zdravstveni sustav „najbolji“ na svijetu , a time i najefikasniji. Moramo se zapitati ukoliko je taj sustav najbolji, zašto je on najskuplji od svih i zašto ljudi ranije umiru?

Grafikon 4. Korelacija produženog životnog vijeka i izdataka za zdravstveni sustav



Izvor: Ourworldindata, dostupno na [ourworldindata.org.]