

Mesačník o kapitálovom trhu

Nová abeceda investovania

Investičné fórum, ktoré opäť zviedlo dohromady vedúcich manažérov portfólií (CIO), stratégov a analytikov z celého sveta (tentoraz v Londýne), bolo ako vždy obsahovo veľmi výživné a náročné. V jadre nešlo iba o ekonomiku, trhy, obchodné konflikty – o ne išlo istotne tiež – no koniec-koncov o novú „abecedu investovania“: ako vygenerovať koeficient alfa, keď sa zdá, že beta na kapitálových trhoch (toto písmeno gréckej abecedy znamená porovnanie s výsledkom trhu) je stále nespoľahlivejšia a volatilnejšia? Pod novým uhlom pohľadu sa ukáže kadečo.

- Príklad kritérií ESG: výberové kritériá podľa princípu ESG (environmentálne, sociálne a správne), ktoré si nachádzajú cestu do stále viac portfólií, môžu tiež prispieť k boju s nerovnosťou. Napríklad tak, že sa pozornosť zameriava na pomer odmien manažmentu k odmenám zamestnancov alebo tak, že sa skúma, čo firmy robia pre ďalšie vzdelávanie zamestnancov ako odpoveď na disruptívne prostredie alebo tiež tak, že je podporované získavanie kapitálových podielov – ako majetkotvorný prvok, no tiež ako motivácia zamestnancov.
- Príklad brexitu: aj tu budú víťazi, aspoň relatívni. Napríklad britské firmy, ktorých silnou stránkou je export a ktoré majú globálny význam vďaka svojej veľkosti.
- Príklad obchodného konfliktu: tu ešte nie sú všetky esá vytiahnuté z rukáva. Výkyvy nálady na trhoch by ani v budúcnosti nemali chýbať. Naopak. Vyššia sigma (toto



Hans-Jörg Naumer
Global Head of
Capital Markets &
Thematic Research

Alfa, beta až sigma... existuje dostatok možností prehlásť novú abecedu investovania.

28. 09. 18

Akciový index		Úroková miera v %	
Prague SE Index	1 102	USA	3 mesiace 2,40
DAX	12 247		2 roky 2,83
Euro Stoxx 50	3 413		10 rokov 3,05
S&P 500	2 914	EMÚ	3 mesiace -0,32
Nasdaq	8 046		2 roky -0,50
Nikkei 225	24 246		10 rokov 0,53
Hang Seng	27 789	Japonsko	3 mesiace 0,07
KOSPI	2 339		2 roky -0,11
Bovespa	79 342		10 rokov 0,12
FX		Suroviny	
USD/EUR	1 158	Ropa (Brent, USD/barel)	81,6

Ukazovateľ kapitálového trhu

Dlhopisové fondy

Akciové fondy

písmeno gréckej abecedy je označením volatility) vytvorí dobré možnosti využiť kolísajúci koeficient beta ako aktívny manažér. Či už pri výbere jednotlivých titulov, druhov aktív, krajín či oblastí.

Tu sa pripájajú rôzne priebehy hospodárskeho cyklu, ktoré sa prejavujú stále silnejšie. Naša ekonomická situácia smeruje stále viac do zrelej fázy dosiaľ najdlhšieho cyklu konjunktúry, ktorý pomaly prekračuje svoj vrchol. O pohybe naspäť zatiaľ nič nesvedčí, no samotné ukazovatele sú volatilnejšie. Okrem toho sa dostáva do normálneho stavu menová politika, ktorá sa pomaly, no isto lúči s režimom „akomodujúca“ a prechádza do neutrálnej fázy. To sa týka predovšetkým americkej centrálnej banky Fed. Takže mienka vetra do plachiet zo strany centrálnej banky.

To je dostatok možností, ako prehlásť novú abecedu investovania, mieni Hans-Jörg Naumer.

Podrobné informácie o trhu

Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- Indikátory rastu naznačujú solídny rast približne na úrovni potenciálneho rastu. Priaznivý okamih rastu však okrem USA už celé mesiace ustáva. Zvyšuje sa pravdepodobnosť, že sa prostredie globálneho rastu bude ochladzovať.
- Počas nasledujúcich dvoch rokov očakávame, že Fed zvýši úrokové sadzby viackrát, ako je momentálne zahrnuté v ocenení na trhoch.
- Geopolitické riziká zostávajú bezo zmeny: obchodný konflikt predovšetkým medzi USA a Čínou; brexit; hospodárske problémy v Turecku; eurokritická a rozhadzovačná vláda v Taliansku.
- Ocenenie na kapitálových trhoch je nejednotné. V dôležitých triedach aktív ako americký akciový trh, no aj nemecké štátne dlhopisy, ich možno označiť ako vysoké, naproti tomu v rozvíjajúcich sa krajinách ako nízke.
- Aktívne investovanie je povinnosť! To platí tak v rámci jednotlivých druhov aktív, ako aj vo všetkých dokopy.

Akcie Nemecko



- Index podnikateľskej nálady IFO sa aj naďalej javí ako dôležité zobrazenie nálady v nemeckej ekonomike. Kým sa bez zmeny pohybuje na vysokej úrovni, došlo oproti očakávaniu iba k takmer nebadateľnému poklesu v nedávnom období. Odvetvie služieb sa javí ako robustné, stavebníctvo sa nachádza vo fáze boomu a ďalej rastie. V spracovateľskom priemysle došlo k spomaleniu, ktoré mohlo vzniknúť aj v súvislosti s obchodným konfliktom.
- Z hľadiska dlhodobého priemeru sa zdajú nemecké akcie podľa cyklovo a inflačne očisteného pomeru kurzu k zisku (Shillerov ukazovateľ P/E) mierne nadhodnotené.

Akcie Japonsko



- V Japonsku sa v druhom štvrtroku prejavilo zreteľné oživenie HDP. Ekonomika však celkovo zostáva v plochom trende rastu, ktorý sa však nachádza nad potenciálom rastu.
- Reflácia na úrovni výroby zostáva intaktná. Naproti tomu sa v spotrebiteľských cenách prejavuje nižšia dynamika.
- Rast ziskov japonských firiem ukazuje, že táto krajina ťaží z vetra v chrbte vďaka dobrej hospodárskej situácii. Z hľadiska dlhodobého priemeru sú však japonské akcie ambiciózne ocenené (Shillerov ukazovateľ P/E). Investori by pri investíciách do japonských akcií mali mať na zreteli vývoj jenu.

Akcie Európa



- Britská ekonomika sa už dlhší čas nachádza vo fáze spomaľovania rastu. V druhom štvrtroku by však hrubý domáci produkt (HDP) mohol vzrásť o 0,4 % pri nízkej ročnej miere 1,4 %. Brexit zostáva neustávajúcim zdrojom neistoty, ktorá naďalej zaťažuje britské hospodárstvo. Najstí riešenie dohody o odchode pre obdobie po marci 2019 je pritom nutne potrebné.
- Pri včasných ukazovateľoch eurozóny zatiaľ ešte nemožno rozoznať stabilizáciu. Zhoda medzi ekonómami naberá skeptický tón. Nezamestnanosť však aj naďalej klesá.
- Na základe Shillerovho ukazovateľa P/E sa ocenenie európskeho akciového segmentu pohybuje mierne nad dlhodobým priemerom. Jednotlivé periférne európske krajiny sa však aj naďalej berú ako atraktívnejšie trhy.

Akcie rozvíjajúcich sa trhov



- Rastúce úrokové sadzby a aktuálne silný americký dolár zaťažujú aktíva rozvíjajúcich sa trhov na základe zvýšeného zadlženia, najmä v americkom dolári.
- Brazília je z hľadiska ekonomickej situácie na ceste oživenia. Ekonomika Indie sa doposiaľ prejavovala ako prekvapivo pozitívna. V Rusku sa rysuje ustávajúca dynamika.
- Dynamika rastu v Číne by sa mohla v nasledujúcich mesiacoch ďalej oslabiť. Dlhodobá vládna stratégia oddlženia a aktuálny obchodný konflikt predstavujú riziká, ktoré by mohli znamenať zostup. V prípade potreby by vláda mohla zasiahnuť pomocou menovo-politického uvoľnenia.
- Na základe priaznivého ocenenia rozvíjajúce sa trhy však zostávajú dlhodobo atraktívne.

Akcie USA



- HDP USA vykazuje v druhom štvrtroku zreteľné zrýchlenie. Dochádza k oživeniu súkromnej spotreby.
- Panuje úplná zamestnanosť a zároveň rastie tlak na mzdy.
- Nízke úrokové sadzby a expanzívna monetárna politika Fedu prispeli k tomu, že sa ocenenie akcií v USA vyšplhalo na vysokú úroveň. To potom úmerne redukuje dlhodobý potenciál výnosov.
- Pri revíziách odhadov zisku hrajú USA ďalej inú lígu. Tu existujú ďalšie významné revízie smerom nahor, čo tiež relativizuje vysokú úroveň ocenenia.

Euro dlhopisy



- Na pozadí cyklického oživenia ekonomiky a vyššej miery inflácie v strednodobom horizonte bude výstup Európskej centrálnej banky (ECB) z programu nákupu cenných papierov (kvantitatívne uvoľňovanie, QE) podľa všetkého ukončený ku koncu roka. S prvým krokom úpravy hlavnej úrokovovej sadzby však nemožno počítať skôr ako v lete roku 2019.
- Dovtedy by štátne dlhopisy z eurozóny mali zostať podporované akomodujúcou menovou politikou, i keď pozvoľne rastúca miera inflácie a jestvujúce fundamentálne nadhodnotenie by mohli pôsobiť ako záťaž.
- Periférne štátne dlhopisy v eurozóne budú zatiaľ ešte podporované expanzívnu monetárnou politikou ECB, zostávajú však náchylné na politické riziká. Krátkodobou by sa politické dianie v Taliansku a blížiaci sa brexit mohli postarať o neistotu a útek do „bezpečných prístavov“.

Medzinárodné dlhopisy



- Divergencia menových politík zostáva jednou z hlavných tém nielen v odvetví dlhopisov. Kým Fed sa pravdepodobne zameria na viac krokov úpravy úrokovej sadzby, ako sa na trhoch očakáva, necháva ECB svoj program nákupu cenných papierov až teraz dobiehať a s prvým krokom úpravy úrokovej sadzby smerom nahor si môže dať načas.
- Cyklický vzrast výnosov zo štátnych dlhopisov v USA v dôsledku tamojšej kombinácie politík (reštriktívnejšia menová politika/expanzívnejšia daňová politika) by mal mať tendenciu pokračovať, v neposlednom rade tiež na základe ambiciózneho ocenenia amerických treasuries. Strednodobý trend sploštenia americkej výnosovej krivky by mal zostať intaktný. Cyklus zvyšovania hlavnej úrokovej sadzby ešte nie je americkým peňažným trhom dostatočne zahrnutý do ocenenia.

Dlhopismi rozvíjajúce sa trhy



- Štrukturálne záťažové faktory (ako napríklad vysoký stupeň zadĺženia a oslabujúci potenciál rastu na mnohých rozvíjajúcich sa trhoch a protekcionistickej tendencie v USA) do istej miery pokazili dlhodobý výhľad pre dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov.
- Ekonomická situácia v uplynulých mesiacoch čiastočne stratila na svojej sviežosti, čo by v najbližšom čase mohlo brzdiť trvalo udržateľný vzostupný vývoj. K tomu sa pridávajú obavy zo silnejúcich obchodných konfliktov a s nimi spojené zneistenie investorov.
- Očakávanie menej expanzívnej menovej politiky USA v strednodobom výhľade by síce mohlo zaťažovať túto triedu aktív, no relatívne nízka úroveň ocenenia a opatrné zaujímanie pozícií medzinárodných investorov hovoria proti tomu.

Podnikové dlhopisy



- Dlhopisy kategórie investment grade a rizikové dlhopisy (teda podnikové dlhopisy s horšou bonitou) sa pohybujú na poli medzi akomodujúcou monetárnou politikou spolu so solídnyimi údajmi z oblasti úverov na jednej strane a náročným mikroekonomickým prostredím a ambicióznym ocenením na druhej strane.
- Na základe aktuálnych fundamentálnych dát a dát z finančných trhov sa zdá, že rizikové prémie amerických rizikových dlhopisov zostávajú podporované. Podnikové dlhopisy s lepšou bonitou (investment grade) sa naproti tomu preukazujú ako ľahko nadhodnotené.
- Na základe našich fundamentálnych a trhových oceňovacích modelov sa súčasná úroveň spreadov pre európske rizikové dlhopisy a dlhopisy spoločností z kategórie investment grade zdá z cyklického hľadiska oprávnená.

Meny

- V strednodobom výhľade možno očakávať slabší americký dolár: vysoké ocenenie a očakávanie rastúceho dvojakeho deficitu (vyšší rozpočtový deficit a zároveň vysoký schodok zostatku bežného účtu) by mali vykonávať tlak na pokles dolára. Rastúca úroková sadzba v USA krátkodobo hovorí za silnejší americký dolár.
- Slabá turecká líra vyjadruje viac ako špecifické riziko iba v určitom štáte: po rokoch silného prílivu kapitálu a na pozadí rastúcej úrokovej sadzby v USA citlivo reagujú najmä meny rozvíjajúcich sa štátov. To platí najmä pre meny krajín, ktoré sú charakterizované prestreľovaním na realitnom trhu, prudkým rastom súkromného zadĺženia a závislosťou od zahraničného kapitálu (schodok zostatku bežného účtu).
- Ustávajúci priaznivý okamih rastu a nižší zostatok bežného účtu by mohli zachovať tlak na zníženie hodnoty jüanu. So znovuzavedením „anticyklického faktora“ sa Čínska ľudová banka pokúša nielen minimalizovať volatilitu domácej meny, no tiež ju stabilizovať.