

Mesačník o kapitálovom trhu

Jeseň prichádza

Zdá sa, že jeseň zavládla nielen z hľadiska počasia, ale tiež na medzinárodných kapitálových trhoch v podobe tmavších mrakov, resp. poryvov vetra (zvýšená volatilita), ktoré sú symbolom početných politických rizík v kombinácii s negatívnymi účinkami protekcionistickej obchodnej politiky USA, ktoré majú dopad na reálnu ekonomiku. V detaile:

1. Ekonomické vyhladky: Ak bol rok 2017 charakterizovaný synchronným oživením svetovej ekonomiky, potom tento obraz získal v posledných mesiacoch oveľa rôznorodejšiu podobu. Zatiaľ čo neskorá fáza expanzie svetového hospodárstva pokračuje v raste ľahko nad potenciálom a postupne rastúcou infláciou – a tým pádom taktiež normalizáciou menových politík veľkých centrálnych bánk, siahajú geopolitické zaťažujúce faktory od rozvíjajúceho sa obchodného konfliktu vedeného USA až po eventuálne „neusporiadaný“ brexit. Na pozadí ustávajúceho priaznivého okamihu ekonomického rastu a jeho pretrvávajúcich divergencií pre existujúce vzorné, ale krehké prostredie v nedávnej dobe napriek robustným americkým ukazovateľom zreteľne vzrástli riziká poklesu.

2. Taliansko: Nielen rozpačitý rast, ale predovšetkým diskusia o talianskom rozpočte vedená medzi Rímom a Bruselom zaistujú nervozitu na finančných trhoch. Taliansko chce napriek stanoveným hodnotám Európskej únie (EÚ) zvýšiť nové zadlženie na 2,4 percenta svojho HDP. Táto zamýšľaná daňová politika by vydala iba prechodný rastový impulz, ktorý by sa navyše pohyboval v menšom rámci, než aký bol pôvodne oznámený. Vznikajú stále silnejšie pochybnosti o udržateľnosti štátneho zadlženia Talianska, takže rizikové prémie medzi desaťročnými talianskymi a nemeckými štátnymi dlhopismi nedávno



Stefan Scheurer
Director
Global Capital Markets
& Thematic Research,
Allianz Global Investors

Neistoty pravdepodobne opakovane privolajú volatilitu, takže november by sa mohol ukázať skôr zo svojej sychravej stránky.

26. 10. 18

Akciový index		Úroková miera v %	
Prague SE Index	1.032	USA	3 mesiace 2,52
DAX	11.201		2 roky 2,85
Euro Stoxx 50	3.176		10 rokov 3,13
S&P 500	2.659	EMÚ	3 mesiace -0,32
Nasdaq	7.167		2 roky -0,61
Nikkei 225	21.150		10 rokov 0,40
Hang Seng	24.812	Japonsko	3 mesiace 0,07
KOSPI	1.996		2 roky -0,13
Bovespa	85.720		10 rokov 0,11
FX		Suroviny	
USD/EUR	1.135	Ropa (Brent, USD/barel)	77,1

Ukazovateľ kapitálového trhu

Dlhopisové fondy

Akciové fondy

vzrástli na viac ako 3 % – najvyšší stav prvého štvrtroka roku 2004, v neposlednom rade tiež kvôli zníženiu úverovej spoľahlivosti krajiny ratingovou agentúrou Moody's o jeden stupeň na „Baa3“.

3. Výsledková sezóna: Tá by vo výhlade na ďalší vývoj finančných trhov mohla byť položená na misku váh, pretože investori sa zrejme budú zaujímať o to, či a v akom rozsahu sa zhoršenie globálnych obchodných vzťahov prejavilo na ziskoch firiem. Dokonca i v USA niektoré firmy vyjadrili svoje obavy z rastúcich nákladov na import a nižšie obraty v zahraničí. Toto zistenie je relevantné preto, že firemné zisky boli v minulom roku rozhodujúcim pohonom pre vývoj amerických akciových kurzov. Neistoty preto pravdepodobne opakovane privolajú volatilitu, takže november by sa mohol ukázať skôr zo svojej sychravej stránky. Hlavne vtedy, pokiaľ by sa s nimi spojený nejasný smer v dlhodobom výhlade prejavil tiež na podnikateľskej nálade.

Portfóliá do každého počasia vám praje
Stefan Scheurer

Podrobné informácie o trhu

Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- Vývoj ekonomiky v posledných mesiacoch získal v mnohom rôznorodejšiu podobu. Zatiaľ čo rast pokračuje ľahko nad potenciálom, riziká poklesu v poslednej dobe oproti robustným americkým ukazovateľom výrazne vzrástli.
- Stále rastúce inflačné čísla pripúšťajú domnienku, že normalizácia veľkých centrálnych bánk ďalej pokračuje, čo by počas nasledujúcich dvoch rokov znamenalo očakávanie viacerých zvýšení úrokovej sadzby zo strany Fedu, než je momentálne zahrnuté v oceneniach na trhoch.
- Geopolitické riziká zostávajú bez zmeny: obchodný konflikt predovšetkým medzi USA a Čínou, brexit, napätie na Blízkom východe i eurokritická a rozhadzovačná vláda v Taliansku.
- Ocenenie na akciových trhoch je nejednotné. Pri posudzovaní ďalšieho vývoja finančných trhov a toho, či a v akom rozsahu sa zhoršenie globálnych obchodných vzťahov prejavilo na ziskoch firiem, by mohla byť na miskú váh položená prebiehajúca výsledková sezóna.

Akcie Nemecko



- Hlavným hnacím motorom ekonomického rastu zostáva domáci dopyt. Zatiaľ čo nákupná nálada spotrebiteľov je podporovaná skvelou situáciou na trhu práce a silným rastom miezd, riziko znižovania objemu zahraničného obchodu kvôli vznikajúcemu obchodnému konfliktu v poslednej dobe rastie.
- Ten sa spolu s diskusiami o deficite talianskeho rozpočtu a zvýšenou volatilitou na globálnych akciových trhoch odrazil v aktuálnej októbrovej ankete nemeckého Strediska pre výskum európskej ekonomiky (ZEW). Okrem posúdenia aktuálnej situácie sa zreteľne zhoršili aj očakávanie ZEW ohľadne vývoja ekonomiky – z -10,6 na -24,7 bodu.
- Z hľadiska dlhodobého priemeru sa zdajú nemecké akcie podľa cyklovo a inflačne očisteného pomeru kurzu k zisku („Shillerov ukazovateľ P/EE“) mierne nadhodnotené.

Akcie Európa



- Hoci v poslednej dobe zosilnela politická neistota (kľúčové slovo: Taliansko) a aktuálne ukazovatele ekonomickej situácie boli tak trochu rôznorodejšie, sú i naďalej v súlade s robustným rastom v rozsiahlych oblastiach hospodárstva a vykazujú prírastky nad svoj potenciál.
- Tvárou v tvár ľahko rastúcim spotrebiteľským cenám spôsobeným okrem iného silným vzrastom cien ropy zápis zo zasadania Európskej centrálnej banky (ECB) naďalej naznačuje ukončenie nákupu dlhopisov v decembri. Zatiaľ čo oficiálne stanovisko označuje riziká pre výhľadový rast ako vyrovnané, zdá sa, že predmetom diskusie bolo viac rizík poklesu.
- Britská ekonomika sa už dlhšiu dobu nachádza vo fáze spomaľovania rastu. Napriek tomu by dynamika rastu miezd mohla vzhľadom k dobrej situácii na trhu práce naberať na obrátkach a podporovať súkromnú spotrebu.
- Napriek intenzívnym rokovaniam doposiaľ nedošlo k zásadnému zlomu v otázke brexitu. Hlavným sporným bodom je úprava vonkajšej colnej hranice so Severným Írskom. Brexit zostáva neustávajúcim zdrojom neistoty, hlavne preto, že časový rámec pre spoločnú dohodu sa neustále skraca.
- Na základe Shillerovho ukazovateľa P/E sa ocenenie európskeho akciového segmentu pohybuje mierne nad dlhodobým priemerom. Pre jednotlivé periférne európske krajiny, ale naďalej platí, že patria k atraktívnejším trhom.

Akcie USA



- Posledné dáta zverejnené v USA neprípúšťajú žiadne pochybnosti o dobrom stave americkej ekonomiky: nálada v spracovateľskom priemysle USA je podľa ISM indexu veľmi dobrá. Taktiež regionálny index nákupných manažérov z newyorského Fed Empire State Index alebo tiež filadelfský Philly Fed-Index v októbri naďalej jasne zaznamenávali expanzívnu oblasť.
- Napriek tomu, že index spotrebiteľskej dôvery Michiganskej univerzity zaznamenal ľahký pokles, udržal sa na historicky veľmi vysokej úrovni. To dokazovala aj dobrá nálada amerických konzumentov v oblasti súkromnej spotreby – nosného prvku ekonomiky USA, ktorá je podporovaná dobrým vývojom na trhu práce, ktorý zároveň znamená rastúci tlak na mzdy.
- Súkromná spotreba, ktorá sa bude naďalej dobre vyvíjať, by mohla prepožičať krídla očakávaniam na pokračovanie cyklu zvyšovania hlavnej úrokovej sadzby Fedu. Postupná monetárne politická normalizácia bola tiež jedným z bodov zápisu zo zasadania FOMC (Federálneho výboru pre voľný trh).
- Nízke úrokové sadzby a expanzívna monetárna politika Fedu prispeli k tomu, že sa ocenenie akcií USA vyšplhalo na vysokú úroveň. To potom úmerne redukuje dlhodobý potenciál výnosov.

Akcie Japonsko



- Po ekonomickom oživení v druhom štvrťroku sa v treťom štvrťroku ohlasuje tak trochu slabší vývoj ekonomiky, ktorý je čiastočne spôsobený dramatickými zmenami v dôsledku prírodných katastrof. Ekonomika tak celkovo zostáva v plochom trende rastu, ktorý sa však nachádza nad svojím potenciálom.
- Reflácia na úrovni výroby zostáva intaktná. Oproti tomu pri spotrebiteľských cenách vzniká ľahká dynamika. Zatiaľ čo miera jadrovej inflácie zotrvala na 0,4 %, ročná miera celkového zdražovania v porovnaní s predchádzajúcim mesiacom dokonca ďalej poklesla – z augustových 1,3 % na terajšie 1,2 %.
- Na pozadí stále nízkeho inflačného tlaku by bol výstup z ultra uvoľnenej menovej politiky Japonskej centrálnej banky.
- Z hľadiska dlhodobého priemeru sú japonské akcie ambiciózne ocenené (Shillerov ukazovateľ P/E). Investori by pri investíciách do japonských akcií mali mať na zreteli vývoj jenu.

Akcie rozvíjajúcich sa trhov

- Rastúce úrokové sadzby v dôsledku monetárnej politickej normalizácie a aktuálne silný americký dolár zaťažujú hodnoty aktív v rozvíjajúcich sa krajinách. Deje sa tak kvôli zvýšeným nákladom na obsluhu dlhu v súvislosti s vyšším zadlžením, hlavne v americkom dolári.
- Hospodársky rast v Číne v 3. štvrtroku oslabil v medziročnom porovnaní zo 6,7 % na 6,5 % a dosiahol tak najnižšiu úroveň od 1. štvrtroka roku 2009. Dynamika rastu v krajine sa bude v nasledujúcich mesiacoch pravdepodobne oslabovať, hoci čínska vláda i Ľudová banka Číny (PBoC), už vykonali opatrenia pre minimalizáciu negatívneho účinku obchodného konfliktu s USA na tamojšiu rast – či už menovými opatreniami alebo čím ďalej voľnejšou daňovou politikou.
- Zatiaľ čo v Rusku a v Brazílii sme mohli najnovšie zachytiť ustávajúcu dynamiku rastu, ekonomika Indie vykázala prekvapivo pozitívny vývoj, i napriek tomu, že rupia v posledných týždňoch značne stratila na hodnote. Zostatok bežného účtu zaťažuje predovšetkým jeho rastúci schodok, ktorý je spôsobený rastúcimi cenami ropy.
- Na základe priaznivého ocenenia zostávajú rozvíjajúce sa trhy dlhodobo atraktívne.

**Investičná téma:
Dlhopisy s premenlivým úročením**

- Kapitálové trhy je nutné i naďalej považovať za predražené.
- Vrchol likvidity centrálnych bánk (merané podľa bilančnej sumy veľkých centrálnych bánk v pomere k nominálnemu rastu svetového hospodárstva) bude pomaly prekročený. To by sa mohlo prejaviť ako záťaž pre výnosy z dlhopisov.
- Konečná fáza dlhého býčieho trhu v dlhopisoch už pravdepodobne nastala: reflácia, sprevádzaná daňovými stimulmi Trumpovej vlády, ktorá dosiahla zrelú fázu hospodárskeho rastu, predstavuje ďalšiu záťaž pre už predražené dlhopisové trhy.
- Dlhopisy s premenlivým úročením, tzn. také dlhopisy, ktorých výnosy sa prispôsobujú vývoju na trhu, môžu ponúkať príležitosť uniknúť trvalému riziku, a napriek tomu dosiahnuť výnosy v dlhopisovom segmente.

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 roku. S prvým krokom úpravy hlavnej úrokovej sadzby však nie je možné počítať skôr než v lete roku 2019.
- Do tej doby by štátne dlhopisy z eurozóny mali zostať podporované akomodujúcou menovou politikou, i keď pozvoľne rastúca miera inflácie a pozostávajúce fundamentálne nadhodnotenie by mohli pôsobiť ako záťaž.
- Periférne štátne dlhopisy v eurozóne budú zatiaľ ešte podporované expanzívou monetárnou politikou ECB, zostávajú ale náchylné na politické riziká. Politické dianie v Taliansku a blížiaci sa brexit by sa tak mohli postarať o neistotu a útek investorov do „bezpečných prístavov“.

Medzinárodné dlhopisy

- Divergencia menových politík zostáva jedným z hlavných tém nielen v oblasti dlhopisov. Zatiaľ čo Fed sa pravdepodobne zameria na viac krokov úpravy úrokovej sadzby, než sa na trhoch očakáva, necháva ECB svoj program nákupov cenných papierov ešte teraz len dobiehať a s prvým krokom úpravy úrokovej sadzby smerom nahor si môže dať ešte načas.
- Cyklický vzrast výnosov zo štátnych dlhopisov v USA v dôsledku ich kombinácie politík (reštriktívnejšia menová politika/expanzívnejšia daňová politika) by mal mať tendenciu pokračovať, v neposlednom rade taktiež na základe ambiciózneho ocenenia amerických treasuries.
- Trend sploštenia výnosovej krivky v USA by v strednodobom výhľade mohol ostať nenarušený. Zmena reinvestičnej politiky Fedom by však mohla viesť k prechodným protipohybom.

Dlhopismi rozvíjajúce sa trhy

- Štrukturálne záťažové faktory (ako napríklad vysoký stupeň zadlženia a oslabujúci potenciál rastu na mnohých rozvíjajúcich sa trhoch i protekcionistické tendencie v USA) tak trochu pokazili dlhodobý výhľad pre dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov.
- Ekonomická situácia v uplynulých mesiacoch stratila svoju sviežosť, čo by v najbližšej dobe mohlo brzdiť trvalo udržateľný vzostupný vývoj. K tomu sa pridávajú obavy zo silnejúcich obchodných konfliktov a s nimi spojené zneistenie investorov.
- Očakávania menej expanzívnej menovej politiky USA v strednodobom výhľade by síce mohli zaťažovať túto triedu aktív, ale relatívne nízka úroveň ocenenia a opatrné zaujímanie pozícií medzinárodných investorov hovorí proti tomu.

Podnikové dlhopisy

- Dlhopisy kategórie investment grade a rizikové dlhopisy (podnikové dlhopisy s horšou bonitou) sa pohybujú niekde v oblasti medzi akomodujúcou monetárnou politikou spolu so solídnymi 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 (spready) amerických rizikových dlhopisov zostávajú podporované. Podnikové dlhopisy s lepšou bonitou (investment grade) sa oproti tomu prejavujú ako ľahko nadhodnotené.
- Na základe našich fundamentálnych a trhových oceňovacích modelov sa súčasná úroveň spreadu pre európske rizikové dlhopisy a dlhopisy spoločností z kategórie investment grade zdá z cyklického hľadiska oprávnená.

Meny

- V strednodobom výhľade je nutné počítať so slabším americkým dolárom: vysoké ocenenie a očakávanie rastúceho dvojitého deficitu (vyšší rozpočtový deficit a zároveň vysoký schodok zostatku bežného účtu) by mali vyvolávať tlak na pokles dolára. Rastúca úroková sadzba v USA krátkodobo hovorí za silnejší americký dolár.
 - Meny rozvíjajúcich sa trhov reagujú po rokoch silného prílivu kapitálu a na pozadí rastúcej úrokovej sadzby v USA citlivo. To platí najmä pre meny krajín, ktoré sú charakterizované prestreľovaním na realitnom trhu, prudkým rastom súkromného zadĺženia a závislosťou na zahraničnom kapitále (schodok zostatku bežného účtu).
 - Ustávajúci priaznivý okamih rastu, nižší zostatok bežného účtu a najnovšie uvoľnená menová politika by mohli udržať tlak na zníženie hodnoty jüanu. So znovuzavedením „anticyklického faktora“ sa Čínska ľudová banka pokúša nielen minimalizovať volatilitu domácej meny, ale tiež ju stabilizovať.
-