

Mesačník o kapitálovom trhu

Aktívne investovanie je povinnosť!

Po nejednoduchom začiatku roku pôsobila daňová reforma v USA na medzinárodné kapitálové trhy ako motor poháňajúci výkonnosť. Kým leto uplynulo takmer bez hlásky, jeseň sa ohlásila so všetkým nielen z hľadiska počasia. Početné politické riziká sa postarali o tmavé marky nad kapitálovými trhmi a na výkonnosť poslala spršku krupobitia. V roku 2019 sa určite znovu stretneme s našimi tromi starými známymi:

1. Geopolitika: Nedávno sa objavili správy o úspechoch politiky. Svedčí o tom fakt, že Európska únia (EÚ) odsúhlasila dohodu o brexite a uvoľnila tak cestu pre výstup Veľkej Británie zo spoločenstva, a tiež to, že Taliansko vo svojom spore s EÚ o rozpočte signalizovalo ochotu vyjsť EÚ v ústrety. Ale hovoriť o úspechu v prípade celosvetovo priostrojujúceho sa tónu v obchodnom konflikte medzi USA a Čínou by bolo jednoznačne predčasné. Aj keď obidve strany vysielajú pozitívne signály pre uvoľnenie napätých obchodných vzťahov, zostáva veľa otázok, napr. či prezident USA zvýši v januári 2019 sankčné clá na čínske tovary v hodnote 200 mld. dolárov z súčasných 10 % na 25 % alebo či by bolo možné uvaliť také sankčné clá na zostávajúci čínsky import (267 mld. dolárov).

2. Ekonomická situácia: Asi je jasné, že za týchto podmienok sa ďalej zvyšuje riziko poklesu globálnej ekonomiky. Medzinárodný menový fond (MMF) tak v rámci takéhoto scenára počíta s globálnym prepadom rastu až o 0,8 percentuálneho bodu v nadchádzajúcom roku. Neskoro fáza expanzie svetového hospodárstva s postupne rastúcou mierou inflácie a pomalším, ale stále solídnym rastom mierne nad potenciálom by tak mohla pocítiť výrazný protivietor. Predovšetkým preto, že v niekoľkých rozvíjajúcich sa krajinách naďalej existujú ďalšie riziká, ako je trvale slabý vývoj výroby, demografické záťažové faktory alebo zosilnené hospodárske problémy. Analytici na tieto

30. 11. 18

Aktiový index

Prague SE Index	1 069
DAX	11 257
Euro Stoxx 50	3 233
S&P 500	2 760
Nasdaq	7 331
Nikkei 225	22 575
Hang Seng	27 182
KOSPI	2 132
Bovespa	89 504

FX

USD/EUR	1 136
---------	-------

Úroková miera v %

USA	3 mesiace	2,74
	2 roky	2,83
	10 rokov	3,03
EMÚ	3 mesiace	-0,32
	2 roky	-0,63
	10 rokov	0,32
Japonsko	3 mesiace	0,07
	2 roky	-0,14
	10 rokov	0,09

Suroviny

Ropa (Brent, USD/barel)	58,7
-------------------------	------

Ukazovateľ kapitálového trhu

Dlhopisové fondy

Aktiové fondy

skutočnosti už v oblasti prognóz rastu reagovali revíziou smerom dole a zvyšujúcimi sa odhadmi inflácie v dôsledku napätých trhov práce a čiastočne silným rastom miezd v mnohých krajinách.

3. Monetárna politika: Veľké centrálné banky preto zostávajú skôr pri svojej normalizačnej peňažnej politiky („peak liquidity“), či už v podobe ďalších úprav hlavnej úrokovej sadzby americkej centrálnej banky (Fed) alebo v podobe ukončenia programu nákupu dlhopisov Európskej centrálnej banky (ECB) koncom tohto roku – i keď nedávna klesajúca cena ropy negatívne ovplyvnila dlhodobé predpoklady miery inflácie.

Trendy z roku 2018 v podobe nižšieho rastu, rastúcej inflácie a reštriktívnejšej peňažnej politiky budú v roku 2019 pravdepodobne pokračovať a silnieť. Volatilita na medzinárodných kapitálových trhoch by tak prípadne mohla reagovať ďalším zvýšením.

Ale na jednu vec by sme nemali zabúdať: okrem rizík sa vždy nájdu taktiež príležitosti – ako v rámci jednotlivých druhov aktív, tak i naprieč nimi. V novom roku ide predovšetkým o aktívnu správu aktív.

Príjemné obdobie sviatkov a aktívny nový rok Vám praje

Stefan Scheurer



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

**Rok 2019
bude rokom
aktívnej
správy!**

Podrobné informácie o trhu

Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- Neskorá fáza expanzie svetového hospodárstva s postupne rastúcou mierou inflácie a trochu pomalším, ale stále solídnym rastom ľahko nad potenciálom doposiaľ pretrvávajú. V uplynulých mesiacoch avšak vzrástli riziká prepadu.
- Normalizácia veľkých centrálnych bánk ďalej pokračuje. Preto je v priebehu najbližších dvoch rokov potrebné očakávať, že Fed zvýši úrokové sadzby viackrát, než je momentálne v ocenení na trhoch zahrnuté.
- Aj keď sa nedávno objavili správy o úspechoch v politike ohľadne brexitu a ústretovosti Talianska v spore s EÚ o rozpočte, zostávajú politické riziká bez zmeny. Najmä kvôli obchodnému konfliktu medzi USA a Čínou by sa mohlo zvýšiť riziko poklesu globálnej ekonomiky.
- Trendy z roku 2018 v podobe nižšieho rastu, rastúcej inflácie a reštriktívnejšej peňažnej politiky budú v roku 2019 pravdepodobne pokračovať a zosilňovať. Volatilita na medzinárodných kapitálových trhoch by sa tak zodpovedajúcim spôsobom ďalej zvyšila.
- Aktívne investovanie je povinnosť! Okrem rizík sa vždy nájdu tiež príležitosti – to platí ako v rámci jednotlivých druhov aktív, tak i naprieč nimi.

Akcie Nemecko



- Druhý odhad ekonomického rastu potvrdil pre tretí štvrťrok ľahké zníženie výkonu ekonomiky (0,2 % v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom. Okrem súkromnej spotreby, ktorá rástla prispela negatívne hodnotou, znižoval štvrťročný rast tiež silno negatívny príspevok zahraničného obchodu.
- Znamená pre výrazné zlepšenie ekonomiky v 4. štvrťroku sú skôr sporná – index podnikateľskej nálady IFO už tretíkrát za sebou vykazoval pokles a predbežný index nákupných manažérov (composite PMI) spadol s 52,2 bodu na najnižšiu hodnotu od 2014.
- Nákupná nálada spotrebiteľov sa ale opiera o skvelú situáciu na trhu práce a silný rast miezd. To by mohlo podporovať vnútorný dopyt ako hlavný pohon rastu nemeckej ekonomiky, aj keď riziká v oblasti zahraničného obchodu v dôsledku rozpínajúceho sa obchodného konfliktu v poslednej dobe vzrástla.
- Z hľadiska dlhodobého priemeru sa zdajú nemecké akcie podľa cyklicky a inflačne očisteného pomeru kurzu k zisku („Shillerov ukazovateľ P/E“) mierne nadhodnotené.

novšiemu oslabeniu rastu na konci roka 2018 čisté nákupy v rámci programu nákupu dlhopisov.

- Na základe Shillerovho ukazovateľa P/E sa ocenené európske akciové segmenty pohybujú mierne nad dlhodobým priemerom. Jednotlivé periférne európske krajiny ale i naďalej platia ako atraktívnejšie ocenené trhy.

Akcie USA



- Údaje zverejnené v USA nepripúšťajú žiadne pochybnosti o dobrom stave americkej ekonomike, i keď sa nedávno objavili prvé náznaky ľahko ustávajúceho priaznivého okamžiku hospodárskeho rastu.
- Dobrá nálada amerických konzumentov v oblasti súkromnej spotreby, opierajúca sa o veľmi dobrý vývoj na pracovnom trhu, podporuje spolu s rastúcim tlakom na mzdy maloobchodu, nosný prvý ekonomiky USA. Dôvera spotrebiteľov v USA, ktorú sleduje index spotrebiteľskej dôvery Conference Board, tak v októbri s 137,9 bodmi dosiahla svoju najvyššiu úroveň za posledných 18 rokov.
- Súkromná spotreba, ktorá sa stále dobre vyvíja, by mohla naďalej podporovať očakávania ohľadne pokračovania normalizácie menovej politiky Fedu. Preto bude Fed v decembri pravdepodobne trvať na zvýšení hlavnej úrokovej sadzby napriek zvýšenej volatilita trhu v nedávnom období.
- Nízke úrokové sadzby a expanzívna monetárna politika Fedu prispeli k tomu, že sa ocenenie akcií v USA vyšplhalo na vysokú úroveň. To následne primerane znižuje dlhodobý potenciál výnosov.

Akcie Európa



- Aj keď prvé údaje ukazovateľa ako kompozitný indikátor indexu nákupných manažérov eurozóny nemohli v novembri úplne splniť očakávania, aj naďalej sa nachádzajú v oblasti expanzie a sú v súlade s robustným hospodárskym rastom v rozsiahlych oblastiach.
- Politické faktory neistoty sa v nedávnom období znížili: okrem správ o ústretovosti voči EÚ, ktorú signalizovalo Taliansko v spore o rozpočte, došlo tiež k dohode o výstupe Veľkej Británie z EÚ, pričom nie je isté, či sa premiérke Therese Mayovej podarí získať pre svoj návrh dohody parlamentnú väčšinu. Preto brexit zostáva i naďalej neutíchajúcim zdrojom neistoty.
- S ohľadom na naďalej rastúce spotrebiteľské ceny a existujúci rast miezd potvrdil prezident ECB Mario Draghi pred hospodárskym a menovým výborom Európskeho parlamentu úmysel centrálnej banky ukončiť napriek naj-

Akcie Japonsko



- Predbežné údaje k hospodárskemu rastu v treťom štvrťroku odrážali slabší vývoj ekonomiky, ktorý zrkadlil dramatické zmeny v dôsledku prírodných katastrof. Ekonomika tak celkovo zostáva v plochom rastovom trende, ktorý sa avšak nachádza nad svojím potenciálom.
- Bez ohľadu na mierne pozitívnu dynamiku spotrebiteľských

cien sa naďalej zdá, že je ešte skoro na to hovoriť o dlhodobom udržateľnom zlepšení miery zdražovania v Japonsku, pretože výhľad na jadrovú infláciu sa drží v medziach. Meranie jadrovej inflácie, ktoré uprednostňuje Bank of Japan (teda bez čerstvých potravín a energie), zostalo v októbri bez zmeny na 0,4 %.

- Preto japonská centrálna banka zrejme zachová svoj extrémne expanzívny smer menovej politiky, najmä preto, aby v súvislosti s nadchádzajúcim zvýšením dane z pridanej hodnoty (október 2019) udržala mieru predpokladanej inflácie.
- 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 normalizácie monetárnej politiky a aktuálne silný americký dolár by mali zaťažovať hodnotu aktív na rozvíjajúcich sa trhoch. Deje sa tak kvôli zvýšeným nákladom na obsluhu dlhu v súvislosti s vyšším zadlžením, najmä v americkom dolári.
- Navyše základná situácia zostáva napätá. Okrem špecifických rizík daných krajín je už po celé mesiace zaťažovaná obchodným konfliktom medzi USA a Čínou. Pre dovozcov ropy, najmä ázijských, sa k tomu pridali rastúce ceny ropy. Tento vývoj by sa avšak mohol obrátiť, pretože cena ropy v posledných týždňoch spadla zo svojej rekordnej hodnoty za 4 roky približne o 30 %.
- Dynamika rastu v Číne by mohla v nasledujúcich mesiacoch ďalej oslabiť. Avšak čínska vláda a ľudová banka Číny (PBoC) už uskutočnili opatrenia pre minimalizáciu negatívneho účinku obchodného konfliktu s USA na tamjší rast – či už menovými opatreniami alebo stále voľnejšou daňovou politikou.
- Na základe priaznivého ocenenia zostávajú rozvíjajúce sa trhy dlhodobu 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) je pomaly prekračovaný. To by sa mohlo prejavovať ako záťaž pre výnosy z dlhopisov.
- Konečná fáza dlhého býčieho trhu v dlhopisoch už pravdepodobne nastala: „reflácia“, sprevádzaná daňovými stimulmi Trumpovej vlády, ktorá pôsobí v zrelej fáze hospodárskeho rozmachu, predstavuje pridanú záťaž pre už tak predražené dlhopisové trhy.
- Dlhopisy s premenlivým úročením, tzn. také dlhopisy, ktorých výnosy sa prispôbujú vývoju na trhu, môžu ponúkať príležitosť uniknúť duračnému riziku, a napriek tomu dosiahnuť výnos v dlhopisovom segmente.

Euro dlhopisy

- Na pozadí reflačného scenára a vyššej miere inflácie v strednodobom horizonte bude výstup ECB z programu nákupu cenných papierov (kvantitatívne uvoľňovanie, QE) podľa všetkého ku koncu roka ukončený. S prvým krokom úpravy hlavnej úrokovej sadzby avšak nemožno počítať skôr než v lete 2019.
- Do tej doby by sa štátne dlhopisy z eurozóny mali opierať o akomodujúcu menovú politiku, i keď fundamentálne nadhodnotenie a ukončenie nových nákupov dlhopisov ECB ku koncu roka 2018 by mohlo pôsobiť ako záťaž.
- Periférne štátne dlhopisy v eurozóne budú zatiaľ ešte podporované expanzívnu monetárnou politikou ECB, zostávajú ale náchylné na politické riziká.

Medzinárodné dlhopisy

- Divergencia menových politík zostáva jednou z hlavných tém, nielen v oblasti dlhopisov. Kým Fed sa podľa predpokladov zameria na viac krokov úpravy úrokovej sadzby, ako sa na trhoch očakáva, necháva ECB svoj program nákupov cenných papierov ešte len dobiehať a s prvotným krokom úpravy úrokovej sadzby smerom nahor si môžu dať na čas.
- Cyklický vzrast výnosov zo štátnych dlhopisov v USA v dôsledku zmeny kombinácie politík (reštriktívnejšia menová politika / expanzívnejšia daňová politika) by mala mať tendenciu pokračovať, v neposlednom rade tiež na základe ambiciózneho ocenenia amerických treasury.
- Trend sploštenia výnosovej krivky v USA by v strednodobom výhľade mohol zostať nenarušený. Avšak pokiaľ Fed zmení svoju reinvestičnú politiku, mohlo by to viesť k prechodným protipohybom.

Dlhopisy rozvíjajúce sa trhy

- Štrukturálne záťažové faktory (ako napríklad vysoký stupeň zadlženia a oslabujúci potenciál rastu na mnoho rozvíjajúcich sa trhoch i protekcionistické tendencie v USA) trochu pokazili dlhodobý výhľad pre dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov.
- Ekonomická situácia v uplynulých mesiacoch trochu strčila na svojej sviežosti, čo by najskôr 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 mohla 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 na poli medzi akomodujúcou monetárnou politikou spolu so solídnymi údajmi z oblasti úverovo na jednej strane a náročným makroekonomickým 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 ukazujú ako ľahko nadhodnotené.
- Na základe našich fundamentálnych dát a trhových modelov sú aktuálne úrovne rizikových prémii (spredov) európskych rizikových dlhopisov a dlhopisov kategórie investment-grade z hľadiska cyklu oprávnené.

Meny

- Od polovice roku sa americký dolár pohyboval smerom dole. V strednodobom výhľade je nevyhnutné počítať so slabším americkým dolárom: vysoké ocenenie a očakávanie rastúceho dvojitého deficitu (vyšší rozpočtový deficit a zároveň vysoký schodok zostatku bežného účtu) by mali vykonávať tlak na pokles dolára.
- Meny rozvíjajúcich sa trhov reagujú po rokoch silného prílivu kapitálu a na pozadí rastúce úrokovú sadzby v USA citlivo. To platí najmä pre meny krajín, ktoré sú charakterizované prestreľovaním na realitnom trhu, prudkým rastom súkromného zadlženia a závislosti na zahraničnom kapitáli (schodok zostatku bežného účtu).
- Spomaľujúci priaznivý okamžik rastu, mi. v dôsledku zostrujúceho sa obchodného konfliktu, štrukturálne nižší zostatok bežného účtu a najnovšie voľnejšia menová politika by mohli zachovať tlak na zníženie hodnoty jenu. Oproti tomu len mohol zostať hračkou externých faktorov, ako napríklad náklady v oblasti rizika vo svojej funkcii bezpečného prístavu alebo všeobecného pohybu dolára.