

Mesačník o kapitálovom trhu

Starí známí

V roku 2019 sa znovu stretávame s našimi tromi známymi – geopolitikou, monetárnou politikou a globálnou ekonomikou. Pripomenuli nám to hneď prvé dva obchodné dni na burze.

Geopolitika: Jasným generátorom neistôt zostáva geopolitika. Brexit nadobúda konkrétne podoby, rozpočet Talianska naďalej dáva dôvod k obavám, obchodný konflikt prechádza do ďalšieho kola... Výkyvy kurzov na akciových trhoch určite nebudú chýbať.

Ekonomická situácia: Z hľadiska ekonomického cyklu sa pohybujeme v jeho neskorej fáze so sklonmi k rastúcej miere inflácie. Okrem náznakov oslabenia spôsobených aktuálnou fázou sa prejavujú tiež regionálne rozdiely. Ekonomika USA zostáva s plnou zamestnanosťou a rastúcim tlakom na mzdy motorom globálnej ekonomiky, kým japonský trend rastu má celkovo plochý priebeh a v eurozóne ustáva rast.

Monetárna politika: Americká centrálna banka Fed bude pravdepodobne ďalej stúpať hore po rebríčku úrokovej sadzby, avšak zrejme viac, než sa na finančných trhoch očakáva. Na nich už v novom roku do ocenenia nie je zahrnuté žiadne ďalšie zvýšenie úrokových sadzieb. U Európskej centrálnej banky (ECB) je prvé zvýšenie hlavnej úrokovej sadzby (túžobne) očakávané. Bolo by to dobrým znamením pre to, že sa ECB cíti natoľko dobre, aby ďalej pokračovala cestou von z krízového režimu. Oproti tomu Japonská centrálna banka (BoJ) zrejme nehne ani maličkom.

Preto sa zdá, že nastáva ďalšia fáza s nepokojnou situáciou na burzách. Chce to teda naďalej aktívnu správu. Ešteže sa ocenenia na akciových trhoch zlepšili prostredníctvom straty na kurzoch.



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

Výkonnosť v minulosti nie je zárukou pre budúcnosť, ale história poukazuje na to, čo vieme tiež z učebníc: Bez odvahy riskovať nie sú rizikové prémie, teda žiadne väčšie výnosy oproti druhom investícii bez rizika.

04. 01. 19

Akciový index		Úroková miera v %	
Prague SE Index	1 004	USA	3 mesiace 2,80
DAX	10 768		2 roky 2,39
Euro Stoxx 50	3 026		10 rokov 2,55
S&P 500	2 532	EMÚ	3 mesiace -0,31
Nasdaq	6 739		2 roky -0,62
Nikkei 225	20 039		10 rokov 0,15
Hang Seng	25 836	Japonsko	3 mesiace 0,07
KOSPI	2 037		2 roky -0,17
Bovespa	91 841		10 rokov 0,01
FX		Suroviny	
USD/EUR	1 140	Ropa (Brent, USD/barel)	56,9

Ukazovateľ kapitálového trhu

Dlhopisové fondy

Akciové fondy

Mimochodom: že sa obavy na burzách nevyplácajú (ako v roku 2018), je skôr výnimka než pravidlo. Príklad S&P 500: od roku 1826 vykazoval americký trh, meraný podľa S&P 500, 137 rokov s pozitívnou výkonnosťou a 58 rokov s negatívnou. Príklad DAX: počítajúc späť do roku 1955, prinieslo 44 zo 60 rokov pozitívne výnosy na nemeckom akciovom trhu. Výkonnosť v minulosti samozrejme nie je zárukou pre budúcnosť, ale história poukazuje na to, čo vieme tiež z učebníc: Bez odvahy riskovať nie sú rizikové prémie, teda žiadne väčšie výnosy oproti druhom investícii bez rizika.

Úspešné investície v novom roku Vám praje

Hans-Jörg Naumer.

Podrobné informácie o trhu

Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- Kým zo strany geopolitiky je potrebné počítať s neistotami, mal by ekonomický rast ďalej pôsobiť podporne, avšak s ustávajúcou silou.
- Monetárna politika Fedu a ECB by mala pokračovať vo svojej ceste k normalizácii, aj keď rozdielnym tempom.
- Stále ešte nízke hlavné úrokové sadzby všeobecne platia ako podporné pre akcie. Avšak stále ešte tučná likvidita nechráni pred ranami ako odpoveďami na vysokú mieru inflácie, náhle zvýšenie úrokovej sadzby, vysoké ocenenia, finančnú krízu alebo globálne obavy ohľadne rastu, čo nám pripomína minulosť. Pred nami by mali ležať 2 – 3 kroky zvýšenia hlavnej úrokovej sadzby Fedom, vždy po 0,25 percentuálneho bodu, než bude možné označiť monetárnu politiku USA za neutrálnu.
- Ocenenia akcií sa kvôli poklesu kurzu v posledných týždňoch zreteľne zlepšili.
- Celkovo by bolo vhodné začať nový rok defenzívnym zaujatím pozícií a akcie podväziť.

Akcie Nemecko



- V Nemecku spomaľuje dynamika rastu. Index podnikateľskej klímy IFO má naďalej spätnú tendenciu.
- Pre 3. kvartál bol vykázaný pokles HDP vo výške 0,2 %, pričom výnimočný výrazne tlmiaci efekt pochádzal z automobilového priemyslu. Pre 4. kvartál sú očakávané efekty zlepšenia.
- Nákupná nálada spotrebiteľov je však podporovaná skvelou situáciou na trhu práce a silným rastom miezd. To by mohlo mať podporný vplyv na vnútorný dopyt, ktorý je hlavným pohonom hospodárskeho rastu v Nemecku, aj keď riziko poklesu zahraničného obchodu z dôvodu skrytého obchodného konfliktu v poslednej dobe vzrástlo.
- Podľa dlhodobého priemeru je ocenenie nemeckých akcií po poklesoch kurzov v posledných týždňoch citeľne atraktívnejšie.

Akcie Japonsko



- Japonský HDP poklesol kvôli prírodným katastrofám v 3. štvrťroku o 0,3 % pri ročnej miere vo výške len 0,4 % po predchádzajúcich 1,4 %. Posledný štvrťrok roku bol poznamenaný efektom oživenia.
- Nezávisle od pozitívnej dynamiky spotrebiteľských cien sa i naďalej zdá, že je ešte skoro hovoriť o dlhodobom zlepšení miery zdražovania v Japonsku, pretože výhľad jadrovej inflácie zostáva rozpačitý. Preto Japonská centrálna banka (BoJ) 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.
- Firemný sektor v Japonsku investuje príliš málo, čo prináša nevýhody – zlé podmienky pre rast v strednodobom výhlade. Zostatok bežného účtu oproti tomu profituje z relatívne slabého jenu.

Akcie Európa



- Dynamika ekonomiky eurozóny spomaľuje bez toho, aby bolo možné rozpoznať bod zvratu. To potvrdzuje index nákupných manažérov PMI, ktorý úzko koreluje s hrubým domácim produktom (HDP) a ďalej klesá.
- Ekonomika Veľkej Británie sa už dlhšiu dobu nachádza vo fáze štrukturálneho spomaľovania rastu. V 3. štvrťroku by ale hrubý domáci produkt (HDP) mohol vzrásť o 0,6 % pri nízkej ročnej miere 1,5 %. Brexit zostáva neutíchajúcim zdrojom zneistenia, ktoré bude britské hospodárstvo zaťažovať aj v nasledujúcich mesiacoch.

Akcie rozvíjajúcich sa trhov



- Dynamika rastu v Číne by sa mohla v nasledujúcich mesiacoch ďalej oslabiť. Ďalšie sprísnenie poskytovania úverov a aktuálny obchodný konflikt predstavujú riziká, ktoré by mohli znamenať zostup. V prípade potreby by vláda mohla zasiahnuť nástrojmi monetárnej politiky.
- Akciové trhy rozvíjajúcich sa štátov sú fundamentálne zaťažované zhodnotením dolára, obchodným konfliktom a špecifickými rizikami v danej krajine. Ani pomaly slabnúca dynamika rastu ekonomiky v priemyselných krajinách nepomáha. Stabilizačné faktory by sa mohli objaviť najskôr zo strany dolára.

Akcie USA



- Ekonomiku USA možno označiť za pohon celosvetového ekonomického vývoja, avšak priaznivý okamih rastu trochu spomaľuje.
- HDP v 3. kvartáli rástol opäť silno. Budovanie skladov však zaťažuje výhľad na ďalší štvrťrok. Pracovný trh by mal spotrebu ďalej podporovať.
- Možno pozorovať, že dynamika ziskov podnikov a ekonomická situácia sú v lepšom stave než v ostatných oblastiach. Vývoj ziskov však pravdepodobne už prekročil svoj vrchol.

Priemyselné odvetvia

- V neskoršej fáze akciového cyklu je všeobecne namieste obmedziť riziko.
- Niektoré odvetvia/štýly, ktoré v posledných rokoch žali úspech (predovšetkým hodnoty rastu „Growth“ technológie), sú z hľadiska ocenenia skôr nestabilné.
- Zdá sa ale, že zaujatie extrémne defenzívnych pozícií v rámci prípravy na bezprostredne nastávajúcu recesiu by bolo predčasné.

Investičná téma: Sporiace plány

- Výkyvy na burze (volatilita) drví investorov nielen v každodenných burzových obchodoch. Rovnako v jednotlivých investíciách je z dlhodobého hľadiska pre očakávaný výnos spolurozhodujúce, za aký kurz si investor ukladá cenný papier do portfólia.
- Dlhšia doba uloženia peňazí môže byť vhodná na prekonanie slabších období na akciových trhoch. Spája výhody dlhodobého sporenia (časový faktor) s výhodami priemerovania nákladov (cost-average-effect) a umožňuje konať proticyklicky.
- Sporiaci plán možno všestranne uplatniť. Napríklad pri výbere investičného prostriedku alebo na aktuálne uloženie peňazí. Tak je možné sporiť nielen v akciových a dôchodkových fondoch, ale napr. tiež v multi-asset fondoch, ktoré zahŕňajú viac druhov aktív. Okrem menších/stredných súm, ktoré sa zameriavajú skôr na budovanie majetku, je možné prevádzať aj väčšie sumy, napr. v priebehu pevne stanovenej doby. Možno to využiť napríklad na zníženie vysokého podielu bankových a nebankových vkladov a na vybudovanie podielu akcií.

Euro dlhopisy

- Výnosy zo štátnych dlhopisov v eurozóne (centrálne krajiny) by mali v kontexte geopolitiky a reflácie mierne rásť. Preto je naporúdzi skrátenie durácie.
- Štátne dlhopisy periférnych krajín eurozóny zostávajú zaťažené politickými rizikami. Spory o rozpočte Talianska s Európskou komisiou boli síce zatiaľ odložené, ale ich príčina odstránená nebola.

Medzinárodné dlhopisy

- Cyklický vzrast výnosov zo štátnych dlhopisov v USA by mal pokračovať v dôsledku ich kombinácie politik (reštriktívnejšia menová politika/expanzívnejšia daňová politika) a tiež na základe ambiciózneho ocenenia amerických treasuries.
- Trend sploštenia výnosovej krivky v USA by mal pokračovať. Americký finančný trh očividne nezahrnul dostatočne do ocenenia očakávané zvýšenie hlavnej úrokovej sadzby.
- Výnosy v Japonsku by mali bez zmeny zostať nízke.

Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov

- Štrukturálne záťažové faktory (napr. vysoký stupeň zadĺženia a oslabujúci potenciál rastu v mnohých rozvíjajúcich sa krajinách a protekcionistické tendencie v USA) trochu pokazili dlhodobý výhľad na štátne dlhopisy týchto rýchlo sa rozvíjajúcich trhov.

- Okrem toho sa na tejto triede aktív nepriaznivo prejavujú početné riziká, špecifické pre danú krajinu (o. i. Turecko, Argentína, Brazília), a očakávanie strednodobo menej expanzívnej monetárnej politiky USA.

Podnikové dlhopisy

- Dlhopisy kategórie investment grade a rizikové dlhopisy sa pohybujú na poli medzi akomodujúcou monetárnou politikou spolu so solídnymi údajmi z oblasti úverov na jednej strane a náročným mikroekonomickým prostredím a ambicióznym ocenením na strane druhej.
- Zahrnutá pravdepodobnosť výpadku amerických štátnych dlhopisov sa pohybuje jasne nad priemernými kumulovanými hodnotami výpadku v minulosti. Avšak rozdiely medzi oboma hodnotami (živná pôda pre „čistú“ rizikovú kreditnú prémii a likvidné prémie) pre vysoko rizikové dlhopisy a dlhopisy kategórie investment grade ležia pod svojim dlhodobým priemerom. Na základe tejto analýzy sa zdajú obe odvetvia ďalej nadhodnotené.
- „Čisté“ kreditné rizikové prémie a likviditné prémie (na základe odhadu výpadkov na základe trhu vs. historicky kumulovaných hodnôt) naznačujú pomerne férové ocenenia európskych štátnych dlhopisov (investment grade) a naďalej ambiciózne ocenenia európskych high yield dlhopisov.

Meny

- V strednodobej perspektíve očakávame slabší americký dolár. Dôvodom je vysoké ocenenie a očakávania rastúceho dvojitého deficitu (vyšší rozpočtový deficit a vyšší schodok zostatku bežného účtu), ktoré by mali vykonávať tlak na pokles dolára.
- Ďalej rastúce úrokové sadzby v USA a nové ocenenia politiky Fedu (tzn. zahrnutie do ocenenia viac krokov úpravy hlavnej úrokovej sadzby, než sa už očakávalo), ale hovoria za to, že dolár zatiaľ zostane silný.