

Mesačník o kapitálovom trhu

„Prebúdza sa jar v svetovej ekonomike?“

Na severnej pologuli definitívne zavládla jar. Ale zatiaľ čo v prírode všetko pučí a kvitne, zo strany ekonomiky donedávna vial chladnejší vietor. Investori preto pozerali s určitými pochybnosťami na oživenie na burzách, ktoré možno od začiatku roka pozorovať. Tieto pochybnosti boli v nezanedbateľnej miere živené čulým „holubičím“ vrkaním ozývajúcim sa zo sveta centrálnych bánk, teda volaním po umiernennejších zmenách v menovej politike. Slabnúca dynamika globálneho rastu ekonomiky a ziskov v čase starnúceho oživenia k nim prispela skôr v menšej miere. Pre vytvorenie trvalého zlepšenia nálady na burzách ale samotné holubičie posolstvo menovej politiky v strednodobom výhľade nestačí. Prinajmenšom kým sa u ekonomických ukazovateľov nepresadí prebúdzenie jari. A kým trhy neopustia politické neistoty. A napriek tomu sa zdá, že zelenú má nielen začínajúci mesiac rozkvetu.

- **Svetové hospodárstvo** sa stále viac inšpiruje prírodou. Rozhodujúce skoré ukazovatele, ako sú globálne indexy nákupných manažérov, najnovšie naznačovali tvorenie pevnej pôdy pod nohami. Daňové a menovo politické opatrenia v Číne, druhej najväčšej ekonomike sveta, očividne konečne rozvinuli svoje účinky. To by mohlo mať pozitívny vplyv nielen na celý ázijskopacifický región, ale aj na jednotlivé národné hospodárstva eurozóny, ktoré sa zameriavajú na export. Zároveň ale nesmieme stratiť zo zreteľa najnovšie rast ceny ropy, pretože ten by sa mohol prejaviť ako zaťažujúci faktor pre doteraz robustnú spotrebu, ktorá súvisí so stabilným trhom práce a rastúcimi mzdovými príjmami.
- Pri dôležitých **politických prekážkach** sa buď rysuje uvoľnenie napätia (čínsko-americký obchodný konflikt) alebo bezprostredné riziká boli odstránené aspoň na prechodnú dobu (posunutie dáta brexitu na 31. október 2019). práve pre spracovateľský priemysel zostáva dôležitým predpokladom konštruktívnejšej komunikácie v oblasti obchodnej politiky medzi Washingtonom a Pekingom - či už na Twitteri alebo konvenčnejšími cestami, ktoré obstoja aj v záťažových skúškach a umožnia ukončenie tejto slabšie fázy.



Ann-Katrin Petersen
Vice President, Global Economics & Strategy

Zdá sa, že zároveň s prichádzajúcim mesiacom máj, ktorý je synonymom rozkvetu, sa svetová ekonomika stále viac inšpiruje prírodou.

29. 04. 19

Akciový index		Úroková miera v %	
Prague SE Index	1 070	USA	3 mesiace 2,58
DAX	13 328		2 roky 2,30
Euro Stoxx 50	3 491		10 rokov 2,50
S&P 500	2 943	EMÚ	3 mesiace -0,31
Nasdaq	8 162		2 roky -0,59
Nikkei 225	22 259		10 rokov -0,02
Hang Seng	29 699	Japonsko	3 mesiace 0,07
KOSPI	2 204		2 roky -0,15
Bovespa	96 188		10 rokov -0,04
FX		Suroviny	
USD/EUR	1 115	Ropa (Brent, USD/barel)	72,0

V skratke: Je úplne možné, že rastlinka menom dynamika hospodárskeho rastu opäť vyrastie, hoci pozitívny vývoj svetového hospodárstva, ktorý pretrváva už takmer desať rokov, pravdepodobne prekročil svoj vrchol a pre rast v strednodobom horizonte existujú riziká. Naše strednodobé štrukturálne modely recesie založené na finančných trhoch pre ekonomiku USA momentálne ukazujú 30-35% pravdepodobnosť recesie počas jedného roka. Oproti tomu na základe našich krátkodobých cyklických prepočtov pre najbližších šesť mesiacov existuje riziko vo výške len 6%.

Čo to znamená pre investičné rozhodovanie?

- Dočasné zlepšenie makrodát by samo o sebe nebolo dostačujúce pre spochybnenie scenára spomalenia výkonu ekonomiky v neskorej fáze hospodárskeho cyklu, ktoré sa už rysuje. Aj naďalej očakávame umiernennejší potenciál trhových výnosov (beta) ako v poslednom desaťročí - v kombinácii s vyššími výkyvmi trhu. Jedná sa o prostredie, v ktorom pre investorov stále viac získava na význame aktívna alokácia finančných prostriedkov naprieč jednotlivými druhmi aktív a aktívny výber cenových papierov.
- Nadchádzajúce mesiace by sa pritom však mohli prejaviť ako priaznivejšie časový rámec pre rizikovejšie druhy aktív: trpezlivejšie centrálné banky v kombinácii so zlepšenou dynamikou rastu a nižšími krátkodobými rizikami recesie sa stretávajú so (zatiaľ) zdržanlivým zaujatím pozícií zo strany investorov.

Jar či nejar - vyzerá to, že aktívna správa investícií má vrcholnú sezónu,

myslí si Vaša
Ann-Katrin Petersen

Podrobné informácie o trhu

Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- Taktická alokácia akcií a dlhopisov- Veľké centrálné banky konajú ostýchavo, ale k normalizácii svojej menovej politiky sa neobracajú úplne chrbtom.
- V rámci neskorej fázy hospodárskeho cyklu sa (opätovne) zrýchlenie rastu globálnej ekonomiky v krátkodobom výhľade javí ako možné.
- Politické riziká trhy neopúšťajú, ale u dôležitých prekážok sa rysuje uvoľnenie (čínsko-americký obchodný konflikt) alebo bezprostredné riziká boli odstránené aspoň na prechodnú dobu (posunutie dáta brexitu).
- Holubičí obrat v medzinárodnej menovej politike, perspektívne slabší americký dolár, uvoľnenie napätia v obchodnom konflikte aj rastové impulzy z Číny by mohli ďalej podporovať rizikovejšie typy aktív.

Akcie Nemecko



Rast v oblasti služieb v Nemecku je bezo zmeny protikladom k priemyslu a jeho oslabenému exportu. Podnikateľská dôvera podľa indexu IFO v apríli mierne poklesla a nachádza sa znova pod svojím dlhodobým priemerom. To poukazuje na to, že dynamika vývoja ekonomiky naďalej stráca na svojej sile, zatiaľ čo sa v prípade globálnych skorých ukazovateľov už rysuje nesmelé zrýchľovanie.

- Napriek riziku poklesu zahraničného obchodu (napr. hroziace nebezpečenstvo ciel na dovoz automobilov v USA) by mohla súkromná spotreba naďalej hrať svoju podpornú úlohu, opierajúc sa o vynikajúcu situáciu na trhu práce a silné rasty miezd. Prechodné oživenie svetového hospodárstva, v neposlednom rade z dôvodu rastových impulzov v Číne a dohody v obchodnom konflikte medzi USA a Čínou, ktorá by mohla obstáť aj v záťažovej skúške, by malo znamenať pozitívne správy pre národné ekonomiky krajín, ako je Nemecko, ktoré sú orientované na export.
- Z hľadiska dlhodobého priemeru sú nemecké akcie podľa Shillerovho pomeru kurzu k zisku (P / E) mierne atraktívne ohodnotené.

Akcie Európa



- Hospodársky rast v eurozóne sa začiatkom druhého štvrťroka roku 2019 ďalej spomalil. To je zjavné o. i. na zloženom indexe nákupných manažérov, ktorý sa v apríli už druhýkrát za sebou zhoršil. Isté starosti spôsobuje priemysel a jeho slabší export.
- Dôležitým stabilizačným prvkom pre ekonomiku eurozóny je naďalej robustný vývoj na trhu práce - miera nezamestnanosti so svojimi aktuálnymi 7,8% (apríl) nie je príliš vzdialená od svojej rekordne nízkej úrovne v októbri 2007, keď predstavovala 7,3%.
- Zdá sa, že populistické a euroskeptické strany sú na dobrej ceste k tomu, aby v európskych voľbách (23. až 26. mája) dosiahli svoje najlepšie výsledky. Zároveň ale netvorí žiadny jednotný blok. Najsilnejšie zastúpené pravdepodobne zostanú mainstreamové strany.
- Podľa cyklicky upraveného Shillerovho pomeru kurzu k zisku sú európske akciové trhy ocenené opäť výrazne atraktívnejšie. Dividendové výnosy sú v globálnom porovnaní jedny z najvyšších.

Akcie USA



- Ekonomický rast v USA sa bude môcť ďalej presadzovať, hoci hospodársky cyklus vykazuje čoraz viac náznakov pre pokračujúcu zrelosť.
- Kým trh práce je bezo zmeny hodnotený ako robustný a podporuje súkromnú spotrebu, mali by rastúce náklady na mzdy pomaly tlačiť na marže. Vývoj ziskov teda pravdepodobne už prekročil svoj vrchol.
- Po deviatich krokoch úpravy hlavnej úrokovej sadzby od roku 2015 na cieľovú mieru 2,25-2,5% si „trpezlivejšia“ americká centrálna banka Fed dáva s ďalším zvýšením na čas. Nie je vylúčené, že Fed bude v budúcnosti tolerovať obmedzenú dobu mieru inflácie nad stanovený cieľ („priemerný cieľ inflácie“). Zároveň bude v budúcnosti tlmene rozpúšťanie zostatku bežného účtu a tým pádom tiež spomalenie odňatia likvidity pre trhy. Ohlásená prestávka v sérii zvyšovania hlavnej úrokovej sadzby predlžuje zásadne pozitívne prostredie akcií. Ocenenie akcií v USA však leží na vysokej úrovni, ktorá by mohla znížiť dlhodobý potenciál výnosu.

Akcie Japonsko



- V Japonsku ekonomika stratila po oživení vo štvrtom štvrťroku roku 2018 začiatkom roka na tempe. Aprílový index nákupných manažérov (PMI) pre spracujúci priemysel poukazuje tiež v druhom štvrťroku na tlmenejší vývoj ekonomiky.
- Bez ohľadu na pozitívnu dynamiku spotrebiteľských cien sa naďalej zdá, že je ešte skoro na to hovoriť o dlhodobom udržateľnom zlepšení miery zdražovania v Japonsku. Lebo výhľad jadrovej inflácie zostáva rozpačitý. Preto Japonská centrálna banka bude zrejme pokračovať vo svojom extrémne expanzívnom smere menovej politiky - najmä preto, aby v súvislosti s nadchádzajúcim zvýšením dane z pridanej hodnoty (v tohtoročnom októbri) udržala mieru predpokladanej inflácie.
- Firemný sektor v Japonsku investuje príliš málo a zaťažuje tak v strednodobom výhľade rast. Investori by pri investíciách do japonských akcií mali mať na zreteli vývoj jenu, ktorý by sa mohol stať kopacou loptou geopolitiky.

Akcie rozvíjajúcich sa trhov

- Čínska vláda stanovila na svojom zhromaždení ľudových zástupcov začiatkom marca cieľ pre rast v roku 2019 na rozmedzí 6% až 6,5% (2018: 6,6%). Pre nadchádzajúci štvrtrok tak potvrdzuje očakávania trendu mierneho rastu.
- Pre zabránenie príliš silnému oslabeniu ekonomiky boli v hospodárskej politike Číny - ako daňovej, tak menovej - urobené expanzívne opatrenia: rozsiahle zníženie daní, zníženie sociálnych odvodov, investície do infraštruktúry a jednoduchý prístup k bankovým úverom pre malé až stredné podniky.
- Akciové trhy rozvíjajúcich sa trhov sú fundamentálne zaťažované doteraz nesmelým oslabením 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.
- Ocenenie akcií rozvíjajúcich sa trhov zostávajú podľa Shillerovho pomeru kurzu k zisku pomerne atraktívne.

Investičná téma: dividendy

- Z historického hľadiska dividendy významne prispievajú k celkovej výnosnosti akcií a zároveň sa vyvíjajú stabilnejšie než výnosy podnikov. To má celkovo stabilizačný účinok na portfólio.
- Akcie spoločností, ktoré vyplácajú dividendy, sa pritom v minulosti prejavili ako menej náchylné k výkyvom ako akcie spoločností, ktoré dividendy nevyplácajú.
- Ako sa pri porovnaní globálnych výnosov z dlhopisov a dividend ukazuje, môžu byť dividendy práve v časoch krajne nízkych či dokonca negatívnych výnosov z dlhopisov atraktívnym zdrojom kapitálových príjmov.

Euro dlhopisy

- Zámer Európskej centrálnej banky (ECB) vytvoriť od septembra nové ciele dlhodobějšíe refinančné operácie (TLTRO) na podporu bánk a odsunúť zvýšenie hlavnej úrokovej sadzby minimálne cez prelom roku 2019, ktoré bolo pôvodne zamýšľané pre druhý štvrtrok, spôsobil nárast dopytu po štátnych dlhopisoch s dlhšou dobou splatnosti.
- Kým sa nemecké štátne dlhopisy opierajú o akomodujúcu monetárnu politiku, pretrvávajúce umiernené inflačné prostredie a pokračujúce politické riziká pôsobi súčasne fundamentálne nadhodnotenie ako záťaž.
- Po ukončení (čistých) nákupov dlhopisov v rámci kvantitatívneho uvoľňovania (QE) zo strany ECB ostávajú štátne dlhopisy periférnych krajín eurozóny náchylné na politické riziká, ktoré sa môžu znovu objaviť (predovšetkým Taliansko).

Medzinárodné dlhopisy

- Dynamika finančných trhov, ktorej charakter naberá zreteľnejšie znaky vrcholnej fázy ekonomického cyklu, vykonáva na pozadí slabšieho hospodárskeho rastu so súčasne rastúcou mierou jadrovej inflácie mierny nátlak na rast nominálnych a reálnych výnosov.
- Pravdaže opatrný a vyčkávajúci postoj mnohých centrálnych bánk, pretrvávajúce finančné represie a zvyšovanie rizika recesie v strednodobom horizonte obmedzujú potenciálny rast výnosov predovšetkým v oblasti dlhších splatností.
- Dlhodobé výnosy z amerických Treasuries by na pozadí pokračujúceho cyklu zvyšovania úrokových sadzieb Fedom a ustávajúceho priaznivého okamihu rastu mohli byť v poklese.
- Kým je nutné počítať s mierne rastúcimi výnosmi zo štátnych dlhopisov (jadrá) eurozóny, sú v Japonsku aj naďalej očakávajú nízke úrokové sadzby.

Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov

- Dlhopisové trhy rozvíjajúcich sa krajín zostávajú predovšetkým pod vplyvom reálneho efektívneho kurzu amerického dolára a reaktívnejšou menovou politikou Fedu, hoci sa trend na dlhopisových trhoch rozvíjajúcich sa krajín po vysokých rastoch od počiatku roka obrátil smerom nadol.
- Navyše od začiatku roka do tejto triedy investícií opäť tieklo viac peňazí investorov - prevažne v dlhopisoch znejúcich na tvrdé meny. To by mohlo súvisieť aj s očakávaním, že v obchodnom konflikte medzi Čínou a USA možno dôjde k uvoľneniu.
- Napriek tomu sa výhľad svetového hospodárstva ďalej javí ako tlmený. Okrem toho môže nastať protivietor zo strany (geo) politiky, ak sa konflikt znova vyhrotí alebo sa začne rysovať ďalší konflikt medzi USA a Európou.

Podnikové dlhopisy

- Najnovšie oznámenia ECB predžili oživenie na úverových trhoch napriek kaliacim sa ekonomickým výhľadom.
- Napriek tomu sa dlhopisy kategórie investment grade a rizikové dlhopisy 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.
- Implicitná pravdepodobnosť výpadkov amerických podnikových dlhopisov leží jasne nad priemernými akumulovanými hodnotami výpadkov v minulosti. Avšak rozdiely medzi oboma hodnotami (živná pôda pre „čistú“ rizikovú kreditnú a likviditnú prémii) leží pre vysoko rizikové dlhopisy jasne pod svojím dlhodobým priemerom. Dlhopisy kategórie investment grade sú v jeho rozmedzí. Na základe tejto analýzy sa zdajú dlhopisy s vysokými výnosmi (high yield bonds) naďalej nadhodnotené.
- „Čisté“ kreditné rizikové prémie a likviditné prémie (odhadované na základe miery trhových výpadkov vs. kumulatívnych hodnôt) naznačujú neutrálne relatívne ocenenie európskych podnikových dlhopisov (investment grade) v porovnaní so štátnymi dlhopismi a naďalej ambicióznymi oceneniami európskych high yield dlhopisov.

Meny

- V dôsledku ustávajúceho globálneho rastu by americký dolár mohol počas dlhšieho časového obdobia stratiť svoju výhodu oproti ostatným hlavným menám. Zdá sa ale, že táto fáza dobieha a meny rozvíjajúcich krajín ľahko spevnili.
- Riziká špecifická pre určité krajiny (napr. Turecko) zaťažujú meny jednotlivých rozvíjajúcich sa trhov aj vysoké zadĺženie v cudzine (v americkom dolári) v prípade poklesu mien. Fundamentálne podhodnotenie mnohých mien (predovšetkým rozvíjajúcich sa trhov) oproti americkému doláru je však podľa nášho dlhodobého vyváženého modelu k oceneniu devízových kurzov aj naďalej významné.
- ECB ohlásila cielené dlhodobejšie refinančné operácie a korigovala svoje prognózy rastu a inflácie smerom nadol, čo spôsobilo prechodný pád kurzu eura k doláru na najnižšiu hodnotu od polovice roka 2017.
- Britská libra meria aj naďalej stupeň horúčky vo veci brexit. Čím vyššia politická neistota vo Veľkej Británii, tým nižšie je obchodovaná - a naopak. Trvalé zhodnotenie z nášho hľadiska podhodnotenej britskej libry vyžaduje rozhodnutie v otázke brexitu.