

# Mesačník o kapitálovom trhu

## Zotavovanie

Svetová ekonomika sa nachádza uprostred najhlbšej recesie od 2. svetovej vojny, ak nie dokonca od 30. rokov. Kým svetová ekonomika s veľkou pravdepodobnosťou dosiahla svojho najhlbšieho bodu v 2. štvrtroku 2020, ďalší priebeh zotavenia zostáva naďalej zahalený otáznikmi. Aj keď celá rada skorých ukazovateľov sa z časti veľmi výrazne zlepšila, k čomu patria najmä indexy nákupných manažérov z veľkých regiónov sveta. Pozitívne vyčnieva predovšetkým hospodárske oživenie v Číne. Je možné, že svoj podiel na tom majú masívne finančné a daňové protopatrenia po celom svete. To, ale ešte neznamená, že je tým pádom isté, že bude rýchlo dosiahnuté trvalo udržateľné oživenie ekonomiky. Na to bola ekonomická situácia už dlho pred vypuknutím krízy príliš neduživá.

Ekonomika sa zotavuje, ale zďaleka ešte nie je uzdravená. Pritom si ešte stále môžete všimnúť, že kapitálové trhy aj napriek tomu signalizujú mimoriadne rýchlu rekonvalescenciu. Index S & P 500, v ktorom sa odrážajú rozsiahle časti trhu USA, potreboval od najvyššieho k nateraz najnižšiemu bodu 33 dní a len ďalších 72 dní na to, aby opäť dohnal z troch štvrtín straty po prepade spôsobeným koronavírusom

V porovnaní s medvedími trhmi (tým sa rozumie korektúra akciového trhu vo výške 30% alebo viac) v minulých 75. rokoch to je vyložene rekordný čas. V priemere na všetkých 11 medvedích trhoch od roku 1946 trvalo podobné oživenie vždy niekoľko rokov. Tzn. akciové trhy signalizujú veľmi rýchle oživenie s krivkou v tvare V. Tým pádom sú ale náchylné voči sklamaniam. O to viac, pretože sme zahájili fázu „tanca“.



**Dr. Hans-Jörg Naumer**  
Director  
Capital Markets  
& Thematic Research

**Ekonomika  
sa zotavuje,  
ale zďaleka ešte  
nie je uzdravená.**

### 26.06.2020

Akciový index		Úroková miera v %	
Prague SE Index	9 218	<b>USA</b>	3 mesiace 0,31
DAX	12 089		2 roky 0,19
Euro Stoxx 50	3 204		10 rokov 0,67
S&P 500	3 009	<b>EMÚ</b>	3 mesiace -0,40
Nasdaq	9 757		2 roky -0,68
Nikkei 225	22 512		10 rokov -0,50
Hang Seng	24 550	<b>Japonsko</b>	3 mesiace 0,07
KOSPI	2 135		2 roky -0,15
Bovespa	93 835		10 rokov 0,01
<b>FX</b>		<b>Suroviny</b>	
USD/EUR	1,121	Ropa (Brent, USD/barel)	41,1

Ona fáza, ktorá nastala po celosvetovej karanténe v boji proti vírusu, počas ktorej sa na rozšírenie ohnisk nákazy reaguje veľmi pružne a cielene s (miestnymi) ojedinelými opatreniami a ktorej sa môže ale aj nemusí druhá vlna vyhnúť. „Tancovať“ ale znamená, že pohyb nemusí byť vždy vedený len jedným smerom.

Zostaňte zdraví,  
Dr. Hans-Jörg Naumer

## Podrobné informácie o trhu

### Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- Oznamené a už vykonané opatrenia centrálnych bánk po celom svete (ku ktorým patria tiež rozsiahle nákupy dlhopisov) vedú k masívnemu vzrastu likvidity centrálnych bánk, ktorý bude väčší ako ten počas finančnej krízy v rokoch 2008/2009.
- Tento tlak likvidity by mal zabezpečiť, že na akciových trhoch vydrží prostredie nízkych / negatívnych úrokových sadzieb dlhšie, než sa očakávalo ešte pred vypuknutím pandémie.
- To potom zase vedie k núdzovému stavu v oblasti investícií, ktorý by mal podporovať rizikovejšie druhy investícií, ako napr. akcie a ktorý by ale nemal klamať ohľadom čiastočne napätej situácie v ocenení akcií.
- V oceneniach sú vyjadrené nádeje na rýchle oživenie, ktoré však v sebe skrývajú možnosť sklamania.

#### Akcie:



- Podľa cyklicky upraveného pomeru kurzu k zisku je z hľadiska ocenenia väčšina akciových trhov pod najvyššou úrovňou počas pandémie, pričom ocenenie sa v jednotlivých regiónoch javí veľmi heterogénne.
- Kým ocenenie amerických akcií (merané podľa S & P 500) sa už opäť výrazne zlepšilo, európske akcie sa pohybujú pod svojím dlhodobým priemerným ocenením. Akcie rozvíjajúcich sa trhov sú v porovnaní s nimi zatiaľ lacné.
- Ohľadom očakávania ziskov podľa analytikov panujú pre najbližších dvanásť mesiacov obavy, že sa bude korigovať ešte viac smerom nadol. Očakávania sa stále javia ako príliš optimistické, čo sa týka rýchleho oživenia ekonomiky.
- Zdá sa, že investori vyšli z najhlbšej fázy pesimizmu, ale zatiaľ ešte prevláda opatrnosť, čo chráni pred preháňaním a pri porážkach to pomôže mať pevnú pôdu pod nohami.
- Vzťah pomerov kurzu k zisku podľa indexu S & P 500 k volatilitě (Merané podľa „VIX“) ukazuje, že akciové trhy sa ešte nepozdvihli, čo sa týka ochoty riskovať.
- Skutočnosť, že najhlbší bod globálnej recesie je snád' za nami, by mala prospieť tiež akciám, ale: opatrne, pokiaľ ide o prehnaný optimizmus ohľadne očakávania na ekonomický vývoj.

#### Dlhopisy:



- Napriek efektom vyvolaným narušenými dodávateľskými reťazcami, ktoré zvyšujú ceny a extrémne expanzívne jmenovej politike by vo vývoji cien v najbližších mesiacoch mali prevládať desinflačné dopady korona krízy a doznievajúci účinok nižších cien energií. V ďalšom priebehu roka by však stabilizácia, popr. ďalšie oživenie cien ropy mohli viesť k vytvoreniu základnej roviny a následnému rastu miery inflácie.
- V prípade, skôr nepravdepodobného, nadmerného rastu dlhodobých výnosov spôsobených zvýšenými daňovými rizikami by boli pravdepodobné ešte rozsiahlejšie intervencie centrálnych bánk. Tie by mohli napríklad podľa vzoru japonskej centrálnej banky prejsť k tomu, fixovať pomocou svojej menovej politiky priamo výnosy všetkých lehot splatnosti.
- Výnosy zo štátnych dlhopisov v USA, jadrových krajinách eurozóny, Japonsku a v Spojenom kráľovstve by na tomto pozadí mali byť v najbližších mesiacoch naďalej zotrúvať na veľmi nízkej / negatívny úrovni.
- Štátne dlhopisy z južných krajín eurozóny by mali naďalej podporované masívnymi nákupmi EZB.

#### Meny:



- Ako kurz eura k doláru, tak dolára k britskej libe sa v minulých týždňoch odpútal od úrokového rozdielu príslušných investičných regiónov, ktorý má inak veľký vplyv na výmenné kurzy.
- Ako preukazujú čisté pozície na trhoch s termínovanými produktmi, ustáva chuť na špekulácie ohľadom zhodnotenia dolára, z čoho ťažil japonský jen.
- Nehľadiac na tento špekulatívne priaznivý okamih rastu by dolár mal však bez zmeny ťažiť zo svojho štatútu bezpečného prístavu vo svete plnom neistôt sprevádzaných koronavírusom.
- Jeho význam ako meny dlžníkov a investícií v uplynulých rokoch ešte viac stúpol. Čína je s veľkým odstupom najväčším držiteľom amerického dolára.

#### Komodity:



- Cena ropy je z časti krajne bolestne pod takou cenou, ktorá by bola potrebná vo vyrovnanom rozpočte dotknutých krajín vyvážajúcich ropu.
- V priemere by OPEC potrebovali cenu vo výške 90 dolárov za barel ropy. To poukazuje na existujúce tlak zvýšiť kapacity produkcie, pričom OPEC však už nedisponuje silou pri stanovovaní cien ako v minulosti, pretože na scénu vstúpili noví producenti, ako napr. USA.
- To, že je prekročený najhlbší bod ekonomického prepadu, by malo pomôcť rope aj komoditám, nadbytočná ponuka ropy by sa tým ale nemala uvoľňovať.

### **Investičná téma: Prekabátiť sám seba v čase koronavírusu**

- Záujem o tematické investovanie rastie. Stále viac investorov sa pýta, ako môžu profitovať z týchto mega trendov. Štyri mega trendy charakterizujú súčasnosť a budúcnosť: demografické zmeny, urbanizácia, dochádzajúce prírodné zdroje a technologický pokrok pozdĺž kľúčových pojmov „digitalizácie“ a „umelá inteligencia“.
- Ale, ako sa dá investovať do týchto mega trendov? Mega trendy samy o sebe sú príliš abstraktné na to, aby sa do nich dalo bezprostredne investovať. Musia sa nakoniec počas analytického procesu rozložiť z mega trendu na investičnú tému.
- Momentálne sa javí sedem tém, ktoré sa odvodzujú z mega trendov a ktoré môžu byť všetky premenené na investovateľné vďaka kombinácii cielene vybraných jednotlivých titulov, ako veľmi zaujímavé: Čistá voda a pôda, digitálny život, zdravotné technológie, energie budúcnosti, vzdelanie, umelá inteligencia a ekonomika domácich zvierat.
- Aj pre tieto témy platí: Flexibilita je tromf. Lebo podobne ako u futbalistov, ktorí sú sami o sebe dobrí, existujú aj pri dlhodobých oblasti akcií nedostatky v kondícii alebo výpadky spôsobené zranením, na ktoré je nutné rýchlo reagovať. Tu je potom teda dôležité mať na striedačke dobré alternatívy.