

# Mesačník o kapitálovom trhu

## Veľká inventúra

Mnoho investorov stále neverí vlastným očiam. Globálny akciový index MSCI World od svojho najhlbšieho bodu v marci získal viac ako 40%, rizikové prirážky amerických podnikových dlhopisov sa pohybovali až na niekoľko základných bodov smerom k stavu pred krízou. Po tejto rekordne rýchlej rally oživenia na globálnych kapitálových trhoch, ktoré vzdorovali akémukoľvek krízovému spravodajstvu, je takmer nevyhnutná inventúra trhových aktérov, ktorí sú hnacou silou na trhu. Z hľadiska ekonomického cyklu sme sa oslobodili z hlbín zákazov vychádzania v marci a apríli. Najprv svižne, neskôr tlmenejšie. Napriek tomu sa mnoho krajín nachádza práve v porovnaní, so začiatkom roka, v 80-90% kapacity, pokiaľ ide o údaje ako napríklad úroveň výroby. V častiach odvetvia služieb je vyťaženie ešte zreteľnejšie pod touto hranicou. V regiónoch vzniká rôznorodý obrázok: Číne sa vo druhom štvrtroku opäť podaril rásť s kladným výsledkom, mesačné ekonomické údaje sa prevažne zlepšujú. Aj v Európe vykazuje väčšina ukazovateľov pozitívny trend. Starosti nám spôsobuje ekonomika USA: počet žiadostí o podporu v nezamestnanosti opäť rastie, dôvera spotrebiteľov klesá. Ochota k spotrebe by mohla citelne trpieť, ak by vláda mala krátiť podporu v nezamestnanosti, ktorú v uplynulých mesiacoch ešte značne veľkoryso udeľovala. Ekonomické trendy sa odrážajú v miere infekcie: čím kontrolovanejšie šírenie vírusu, tým hmatateľnejšie je sklon k oživeniu ekonomiky. Hlavná americká burza by potom mohla na tlmenie vírusu reagovať značne konfúzne - aj keď sa v silne dotknutých štátoch v poslednej dobe podarilo ľahko stabilizovať dynamiku nákazy a počet úmrtí v pomere k nakazeným klesá. Z globálne-



**Stefan Rondorf**  
Senior Investment  
Strategist  
Global Economics &  
Strategy

**V regiónoch vzniká rôznorodý obrázok: čím kontrolovanejšie šírenie vírusu, tým jasnejší je sklon k oživeniu ekonomiky.**

31. 07. 2020

Akciový index		Úroková miera v %	
Prague SE Index	883	<b>USA</b>	3 mesiace 0,25
DAX	12 313		2 roky 0,12
Euro Stoxx 50	3 190		10 rokov 0,54
S&P 500	3 271	<b>EMÚ</b>	3 mesiace -0,46
Nasdaq	10 745		2 roky -0,70
Nikkei 225	22 195		10 rokov -0,58
Hang Seng	24 595	<b>Japonsko</b>	3 mesiace 0,07
KOSPI	2 249		2 roky -0,14
Bovespa	102 912		10 rokov 0,00
<b>FX</b>		<b>Suroviny</b>	
USD/EUR	1,185	Ropa (Brent, USD/barel)	43,1

ho hľadiska zostáva vírus aktívny. Veľké nádeje získavajú trhy v dôsledku pokroku vo vývoji očkovacej látky, v neposlednom rade preto, že prví kandidáti na účinnú látku prechádzajú do konečnej fázy výskumu. Z politického hľadiska na nás čaká niekoľko problémov. Jasný signál vyslali šéfovia vlád EÚ svojou dohodou o tzv. „fonde obnovy“. Ten po prvýkrát v histórii EÚ znamená spoločné zadĺženia, navyše veľké rozloženie daňového zaťaženia. Mnoho vlád stojí pred otázkou, či by sa mali predĺžiť opatrenia na zmiernenie korona krízy ako transfery príjmov a úverových záruk. To zaťažuje štátne rozpočty, ale znamenalo by to vytvorenie podmienok dôležitých pre posilnenie oživenia ekonomiky. Osobitná pozornosť je pritom venovaná predĺženiu podpory v nezamestnanosti v blízkom časovom rámci a tiež nový daňový balík v USA. Preto je dobre, mať v portfóliu stálicu: centrálné banky udržiavajú svoj smer najväčšej možnej podpory menovej politiky. V tomto zmysle centrálna banka USA práve predĺžila svoje záchranné siete pre fondy peňažných trhov, hypotekárne a firemné úvery a to do konca roka. Keď to zhrnieme: Covid-19 má naďalej veľký vplyv na naše životy a vývoj ekonomiky. Zvýrazňujú sa regionálne rozdiely vo zvládaní krízy, so zodpovedajúcimi šancami na investície, aj keď by medzitým mohlo dôjsť k prestávke v rally oživenia.

Zostaňte zdraví, praje  
Stefan Rondorf

## Podrobné informácie o trhu

### Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- Konjunkturálne oživenie, ako aj bezprecedentný stimul zo strany menovej a fiškálnej politiky, prispel rozhodujúcim spôsobom k rýchlemu oživeniu u všetkých rizikových tried aktív.
- Núdzový stav v oblasti investícií, ktorý bol spustený masívnym prísunom likvidity, pravdepodobne viedol k tomu, že investori akceptujú zvýšené ocenenie v niekoľkých trhových segmentoch.
- Nádeje na rýchle oživenie, ktoré sú vyjadrené v ocenení, v sebe nesú riziko sklamania. V mnohých oblastiach vrátane USA je naďalej ťažké udržať pandémiu pod kontrolou.
- Medzitým v jednotlivých regiónoch vznikajú rozdielne stratégie tlmenia výskytu vírusu a zmiernenia ekonomických vplyvov – to by mohlo ponúkať šancu pre aktívnych investorov.

### Akcie:

- Akciové trhy naďalej naznačujú robustný scenár oživenia. Zisky, ktorým predchádzajú kurzy, nie sú historicky neobvyklé. Oveľa viac stojí za pozornosť rýchlosť, s ktorou možno prekonať veľmi hlbokú recesiu v očiach investorov.
- Analytici už nerevidujú svoje odhady ziskov smerom dole ako nedávno, v USA sa držia revízie smerom nahor alebo nadol v rovnováhe. Očakávania, kedy bude možné dosiahnuť predkrízového stavu, sa síce ďalej posunuli, ale aj naďalej sa javia ako optimistické.
- Pesimizmus investorov prekonal svoj najnižší bod, mnoho investorov však zostáva opatrných. To chráni pred preháňaním a pomáha pri sklamaní, pretože sa zdá, že ešte veľa peňazí je zaparkovaných v ústraní. Vzťah medzi pomerom cien a ziskov a volatility indexu S & P 500 (merané podľa „VIX“) ukazuje priemernú ochotu riskovať, žiadne vyskakovanie.
- Kým ocenenie amerických akcií (merané podľa S & P 500) sa už opäť výrazne zlepšili, pohybujú sa európske akcie pod svojím dlhodobým priemerom ocenenia. Akcie rozvíjajúcich sa trhov oproti tomu vykazujú mínus.
- Predpoklady pre oživenie akciových trhov mimo USA sa lepšia: V Číne a Európe sa zdá, že infekcia je momentálne dostatočne kontrolovateľná, okrem toho v Európe pomáha silný politický signál EÚ, fond obnovy.

### Dlhopisy:

- Napriek účinkom, ktoré spôsobujú rast cien z dôvodu narušených dodávateľských reťazcov a extrémne expanzívnej menovej politiky by deflačné účinky Koronakrízy a doznievajúci efekt nižších cien energií v nadchádzajúcich mesiacoch mali dominovať vo vývoji cien. V ďalšej časti roka by však stabilizácia, popr. ďalšie oživenie cien ropy mohlo viesť k tvoreniu dna a následnému vzrastu miery inflácie.
- Výnosy zo štátnych dlhopisov v kľúčových krajinách eurozóny, Japonsku a v Spojenom kráľovstve by na tomto pozadí mali v najbližších mesiacoch naďalej zotrvať na veľmi nízkej / negatívny úrovni. Finančné represie budú pokračovať.
- Štátnym dlhopisom z južných krajín eurozóny by mala zostať podpora v podobe masívnych nákupov Európskej centrálnej banky (ECB). Dlhy, prvýkrát

spoločne zdieľané na úrovni EÚ ako dôsledok pandémie, by zo strednodobého hľadiska mali viesť ku zníženiu rizikových prémie v jednotlivých krajinách.

- Podnikové dlhopisy profitujú v pozoruhodnej miere z programov nákupov centrálnych bánk. Mal by sa však zohľadniť nárast úverových výpadkov v ďalšom priebehu roka, predovšetkým v prípade zplošťujúceho sa oživenie ekonomiky.

### Meny:

- Od tej doby, čo sa dosiahlo dna na finančných trhoch, sa hodnota doláru znížila. To pravdepodobne zapríčinila znížená averzia k riziku aktívov na trhu, čo zrejme doláru ako „bezpečnému prístavu“ skôr uškodilo. Navyše bol dolár voči mnohým menám skôr vysoko ocenený.
- Ďalšími zaťažujúcimi faktormi pre americký dolár by mohli byť: Aktuálne oživenie obchodného konfliktu s Čínou, pomalé tlmenie koronavírusu a rastúca politická neistota ohľadne blížiacich sa prezidentských volieb.
- Euro a iné európske meny sú zároveň vďaka politickému signálu fondu obnovy atraktívnejšie, tiež mnoho klasických mien surovín mohlo rásť. Kým pretrvávajú pozitívna nálada na trhoch, mohol by tento vývoj pokračovať.

### Komodity:

- Po prekročení hlbokého dna ekonomiky v marci a apríli dopyt po surovinách posilnil. Cenu komodít zvyčajne tiež podporuje klesajúci americký dolár, lebo sú obchodované v USD a majú zodpovedajúcim spôsobom docieľť vyšších dolárových cien.
- Dynamika cien ropy nemohla držať krok s mierou rastu všeobecných kovov. Napriek zníženému objemu ťažby zo strany OPEC+ zostáva nadbytok v prípade ropy.
- Drahé kovy, predovšetkým zlato, boli v poslednej dobe veľmi žiadané, napriek všade kľúčiacemu optimizmu: nízke (reálne) úrokové sadzby, silne rastúce štátne zadĺženie, zaoberanie sa vo väčšej miere scenárom rastúcej miery inflácie možno označiť za hnacie prvky. Technicky vzaté sa zdá, že zlato je však krátkodobo prekúpené.

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

- Záujem o tematické investovania rastie. Stále viac investorov sa pýta, ako môžu profitovať z týchto megatrendov. Štyri megatrendy 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 megatrendov? Megatrendy samy o sebe sú príliš abstraktné na to, aby sa do nich dalo bezprostredne investovať. Musia sa nakoniec počas analytického procesu rozložiť z megatrendy na investičné tému.
- Momentálne sa javí sedem tém, ktoré sa odvodzujú z megatrendov a ktoré môžu byť všetky premenené na investovateľný vďaka kombinácii cielene vybraných jednotlivých titulov, ako veľmi zaujímavá: Čistá voda a pôda, digitálne 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.