

# Mesačník o kapitálovom trhu

## Blíži sa objasnenie

Po treťom štvrtroku, ktorý bol úplne v znamení oživenia ekonomiky, kurzových ziskov a letného oživenia v súvislosti s priebehom šírenia vírusu, teraz u investorov prevládala opäť neistota. To viedlo k rastúcim výkyvom kurzov u mnohých tried aktív. Je dôležité si uvedomiť, že niektoré z týchto faktorov sú skôr krátkodobého charakteru a že aj mrazivá vírusová zima tiež raz skončí.

Jedna z rozhodujúcich otázok znela: Kto bude budúci prezident USA? V posledných týždňoch sa akcioví investori čoraz viac zmierovali, ba dokonca spriatelili s myšlienkou na víťazstvo demokratického súpera Joe Bidena. Bolo tomu tak predovšetkým kvôli vyhladke na väčší daňový balíček. Volebné miestnosti sú zatvorené, objasnenie niekoľkých dôležitých otázok by sa malo blížiť.

Pre európskych investorov sa okrem toho blíži záverečné rozhodnutie, kam sa bude uberať nekonečný seriál s názvom brexit. Hoci tento faktor neistoty už neuvádza kapitálové trhy do pohotovostného stavu, mohlo by byť užitočné objasnenie budúcich vzťahov oboch zúčastnených strán, EÚ a Veľkej Británie. Riešenie rokovania v poslednej sekunde by mohlo prospieť napätému britskému akciovému trhu, predovšetkým druhoradým titulom. Ale platí to aj naopak: rozvášnený no-deal brexit zrejme nie je zahrnutý vo väčšine kurzov.

Čo zostáva, je ohnisko neistôt, ktoré v posledných týždňoch silne nadobudlo na význame globálnej pandémie. Predovšetkým krajiny, ktorým sa na jar ráznymi krokmi s niekoľkými výnimkami pomerne rýchlo a usporiadane podarilo utlmiť šírenie, sú v posledných týždňoch výrazne zasiahnuté druhou vlnou. Investori sa teraz opäť musí pripraviť na prísne, zatiaľ časovo ohraničené obmedzenia verejného života, čím sú dotknuté aj obe najväčšie ekonomiky v Európe, a to



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

**Investori by mali na november pozeráť s očakávaním, že sa blíži objasnenie niektorých veľkých faktorov neistoty.**

### 30. 10. 2020

Akciový index		Úroková miera v %	
Prague SE Index	843	<b>USA</b>	3 mesiace 0,21
DAX	11 556		2 roky 0,16
Euro Stoxx 50	2 999		10 rokov 0,84
S&P 500	3 270	<b>EMÚ</b>	3 mesiace -0,52
Nasdaq	10 912		2 roky -0,81
Nikkei 225	23 295		10 rokov -0,64
Hang Seng	24 460	<b>Japonsko</b>	3 mesiace 0,08
KOSPI	2 300		2 roky -0,13
Bovespa	93 952		10 rokov 0,02
<b>FX</b>		<b>Suroviny</b>	
USD/EUR	1,170	Ropa (Brent, USD/barel)	37,5

Nemecko a Francúzsko. Aj v USA a ďalších krajinách, predovšetkým na severnej pologuli, možno pozorovať druhú vlnu infekcie, zatiaľ čo situácia v Číne a mnohých ďalších ázijských krajinách sa zdá byť pod kontrolou. Takže aj v prípade tohto čertovho ohníka dúfame, že nebude plápoláť príliš dlho: na jednej strane existujú nádeje na vývoj očkovacej vakcíny, čo by mohlo upokojiť emócie. Na druhej strane vlády reagujú cielenejšie než počas prvej fázy lockdownu. Navyše by vlády v prípade pochybností mali zachovať svoje daňové bezpečnostné siete pre spotrebiteľov, zamestnancov a firmy a na jednotlivých miestach ich dokonca posilniť. Kým menová politika môže koniec koncov málo prispieť k tlmeniu šíreniu vírusu, mohli by centrálné banky zachovať všetko úsilie na zlepšenie podmienok na finančných trhoch. Rozšírenie programov nákupu dlhopisov by zase rýchlo mohlo byť na programe dňa, ak sa ekonomika bude vyvíjať horšie, než sa očakávalo, alebo ak očakávaná inflácia skĺzne.

Investori by mali na november pozeráť s očakávaním, že sa blíži objasnenie niektorých veľkých faktorov neistoty. Tiež sa zdá, že mnoho investorov, ktorí z veľkej časti prepásli prekvapivo silné oživenie kurzu od konca marca, čakajú na vhodnú štartovaciu príležitosť.

Vzdorujte búrlivým časom. S pozdravom  
Stefan Rondorf

## Podrobné informácie o trhu

### Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- Vrchol oživenia po prvom šoku z vírusu je za nami. Zatiaľ čo mnoho ekonomických ukazovateľov z oblasti výroby ďalej stúpa, zostáva vývoj v mnohých sektoroch služieb tlmený a cez zimu by sa mohol sploštiť.
- V Nemecku a vo Francúzsku boli prijaté v porovnaní s jarou zľahka miernejšie opatrenia, ktoré majú za cieľ tvrdo, avšak rýchlo zlomiť druhú vlnu. Hoci jej vplyv na ekonomiku by mal byť oveľa menší ako na jar, mohlo by u predpokladaného rastu dôjsť ku korekciám smerom nadol.
- Čím menej priaznivo sa bude vírus vyvíjať, tým skôr budú vlády ochotné nechať svoje bezpečnostné siete pre domácnosti a firmy rozhodené alebo ich zosilniť. To isté platí pre masívnu menovú politickú podporu zo strany centrálnych bánk.
- K objasneniu situácie dôjde po prezidentských voľbách v USA v prípade politických rizík a zvolení jednej z ciest na rázcestí v prípade brexitu. Investori by sa mali pripraviť na zvýšenú volatilitu v očakávaní, že november prinesie väčšie jasno v otázke niekoľkých neistôt.

### Akcie:

- Neočakávané rýchly rast počtu nakazených a z neho vyplývajúce opätovne oslabené opatrenia v dôležitých európskych krajinách, znamená riziko poklesu odhadov ziskov pre dotknuté oblasti.
- Výsledovky za tretí štvrtrok môžu poväčšine presvedčiť, ale hlásenia však nevedú k pozitívnemu pohybu kurzov, zatiaľ čo sklamanie bola nadpriemerne silno potrestané.
- Nachádzame sa v období, ktoré má v mnohých oblastiach nízku viditeľnosť pre zisky firiem. Preto by v popredí mali stáť dlhodobé ťahajúce obchodné modely, ako je digitalizácia a starostlivosť o zdravie.
- Štrukturálne by akciové trhy mali byť podporované kombináciou skôr veľmi expanzívnej menovej politiky a v porovnaní s predchádzajúcimi krízami rozhodne zasahujúce do daňovej politiky.
- Ocenenie kvalitných spoločností by malo zostať nadpriemerne vysoké po dlhšiu dobu. Ak sa znížia ekonomické riziká, môžu ponúknuť šancu pre atraktívne ocenené trhy v Európe a v rozvíjajúcich sa krajinách.

### Dlhopisy:

- FED teraz v dôsledku svojho pružného prístupu orientovaného na priemer inflácie („average inflation targeting“) vychádza z pretrvávajúcich nízkych úrokových sadzieb minimálne do roku 2023, zatiaľ čo pokračuje vo svojich nákupoch v rámci kvantitatívneho uvoľňovania. Európska centrálna banka (ECB) momentálne diskutuje o silnejšej flexibilitate svojho pandemického programu nákupov, zatiaľ čo Bank of England teraz dokonca uvažuje o negatívnych úrokových sadzbách. Výnosy zo štátnych dlhopisov by mali zostať veľmi nízke, resp. na negatívnej úrovni, ak všetko zostane ako doteraz.
- Vychádzame z pokračujúceho oživenia (ktoré sa momentálne oslabuje) a pre USA očakávame, že štrukturálna krivka úrokových sadzieb bude mierne strmšia.
- V prípade - momentálne skôr nepravdepodobného - nadmerného rastu dlhodobých výnosov spôsobeného zvýšenými daňovými rizikami by sa malo počítat s ešte rozsiahlejšími intervenciami centrálnych bánk. Napríklad by so svojou menovou politikou mohli po vzore japonskej centrálnej banky prejsť k fixácii priamo výnosov všetkých čias splatnosti.
- Firemné dlhopisy zrejme budú naďalej ťažiť z dopytu centrálnych bánk. Preto vzrástli rizikové prémie v oblasti

investment grade v poslednej pozorovanej fáze volatility iba mierne. Riziká poklesu v oblasti „high yield“ (teda dlhopisov horšej bonity) sú vyššie kvôli výpadkom zahrnutým v nedostatočnej miere, aj keď tiež ich nepriamo podporuje politika centrálnej banky.

### Meny:

- Napriek nedávno zvýšenej averzii k riziku na kapitálových trhoch sa americkému doláru doteraz darilo ťažiť iba mierne.
- Zmenu smeru expanzívnej menovej politiky v Európe alebo USA nemožno rozpoznať, ba práve naopak. To by mohlo spôsobiť, že kurz eura a dolára vybočí tým či oným smerom.
- Všeobecne zostávajú tendencie ku skôr vysoko ocenenému doláru voči mnohým menám. Rozdiely v úrokových sadzbách, ktoré bolo možno pozorovať po dlhé roky, sa zreteľne zmenšili. Tieto body, ako aj dvojaký deficit bežného účtu a štátneho rozpočtu, by v strednodobom výhľade mohli viesť k miernemu zníženiu ceny amerického dolára.
- Krátkodobo by sa mohla na eure negatívnejšie prejaviť zaťažujúca situácia ohľadom vírusu, zatiaľ čo politická neistota v USA by sa po voľbách mohla trochu zmierniť.
- Covid-19 a obavy spojené s brexitem predstavujú veľkú záťaž pre Veľkú Britániu a britskú libru. Riešenie rokovania v poslednej minúte by však mohlo krátkodobo zlepšiť vyhladky pre libru.

### Komodity:

- Z dôvodu rozšírenia koronavírusu po celom svete a s ním spojenej globálnej recesie by v roku 2020 mal globálne prvýkrát od roku 2009 poklesnúť dopyt po rope.
- Napriek zníženému objemu ťažby zo strany OPEC+ zostáva nadbytok v prípade ropy. Výhľady na ropných trhoch v krátkodobom horizonte zaťažujú obavy, že dopyt po rope by sa v dôsledku opätovne rastúceho počtu infekcií a ustávajúceho ekonomického oživenia („druhá vlna“) mohol ešte viac oslabiť.
- Cena zlata sa v minulých týždňoch upevnila na vysokej úrovni. Štrukturálne by zlato mali podporovať nízke (reálne) úroky, silne rastúce štátne zadlženie a stále realistickejší scenár rastúcej miery inflácie.
- Všeobecne platí, že cenu komodít zvyčajne podporuje klesajúci dolár, lebo sú obchodované v USD a majú zodpovedajúcim spôsobom doceliť vyšších dolárových cien.

### **Investičná téma: Investovanie vo volatilných časoch s efektom priemerovania - sporiaci plán**

- Najmä v ťažkom prostredí sa ponúka otázka, akú alokáciu aktív zvoliť, poprípade aký je vhodný okamih k vstupu na akciový trh pre trvalo udržateľné budovanie majetku.
- Dlhšia doba uloženia peňazí môže byť vhodná pre prekonanie slabších období na akciových trhoch. Spája výhody dlhodobého sporenia (časový faktor) s výhodami priemerovania nákladov (cost-average-effect).
- Investovať s priemerovaním nákladov, tzn. postupné nákupy na kapitálovom trhu v prostredí silných výkyvov akciových kurzov. Viac podielov sa nakupuje, keď sú kurzy nízke, a naopak menej podielov, keď sú vysoké, čím sa dosiahne priaznivého priemerného kurzu pri zakúpení.
- Pri investovaní na kapitálových trhoch je okrem načasovania rozhodujúci faktor čas. Beh na dlhú trať sa môže vyplatiť, pretože sa prejaví efekt zo zloženého úroku ( napríklad opätovným investovaním dividend).
- A do tretice, ako všetko dobré pomôže, je presvedčivý investičný proces, ktorý podľa možnosti „vypne“ emocionálne správanie, kedy človek preceňuje sám seba. Nikto z nás si nemôže byť istý, že pri svojich investičných rozhodnutiach nebudú vedené sklony v správaní a vo svojom dôsledku to nepovedie k menej dobrým investíciám. Kto pozná sám seba, môže aj sám seba prekabátiť a urobiť lepšie, teda racionálnejšie investičné rozhodnutia.