

## Komentář k poslednímu vývoji na akciových trzích

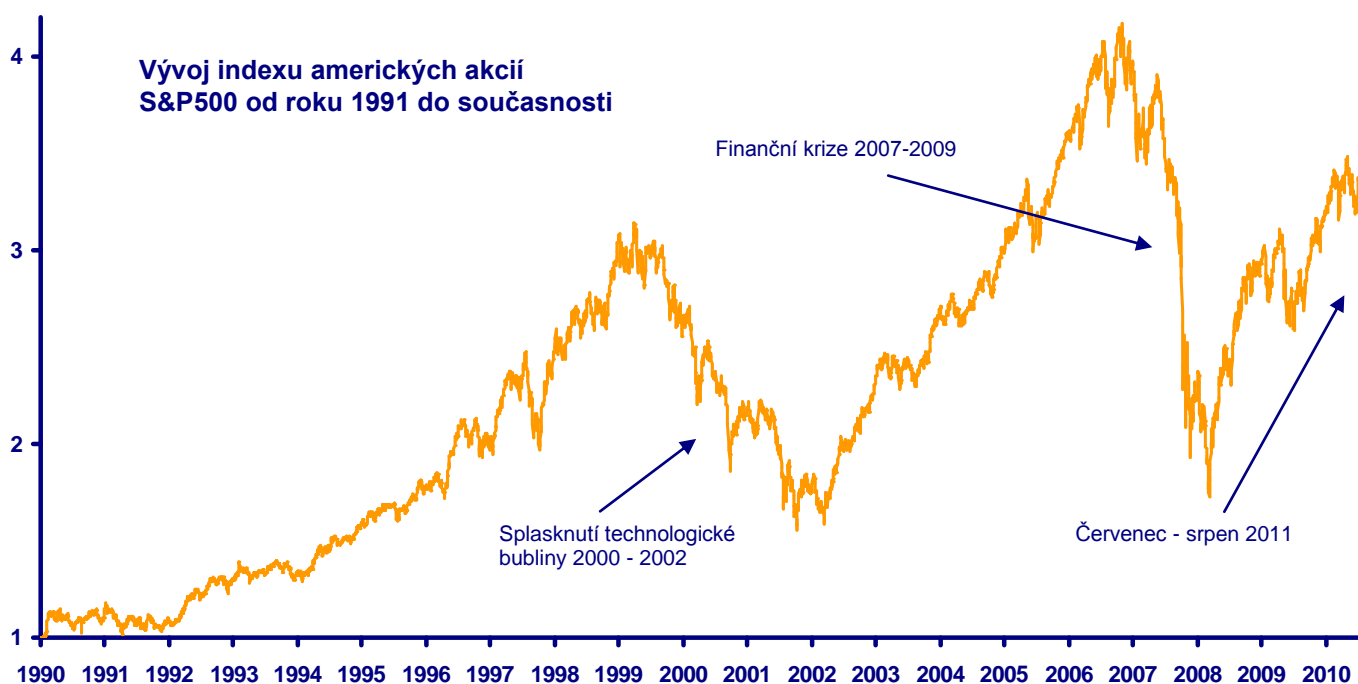
“Tento způsob léta zdá se mi být poněkud nešťastným.” Tato památná věta jistě dobře charakterizuje náladu akciových investorů poté, co akciové trhy v druhé polovině července a první srpnové dekádě ztratily 15 - 20 % své hodnoty.

Čím byl tento negativní vývoj způsoben? Jak se současnou situací naložit? Čeká nás dlouhý pokles o 50 % podobně, jako tomu bylo během finanční krize let 2007-2009, nebo se trhy brzy stabilizují a současná situace je vhodná k levnějším nákupům?

Následující řádky se pokouší přinést základní přehled událostí a jejich vysvětlení a také náš názor na to, jak by se měl investor v současné situaci zachovat.

### Stručné shrnutí:

- **Současné propady nebyly způsobeny novými zprávami**, ale spíše zvýšením obav ohledně již známých problémů – slabého hospodářského růstu v USA i v Evropě, fiskálních potíží USA a dluhové krize některých států eurozóny.
- **Akciové trhy jsou dle našeho názoru v současné chvíli výrazně přeprodané** a jejich další pokles považujeme za málo pravděpodobný. Z dlouhodobějšího pohledu jsou ceny akcií dnes na velmi atraktivních úrovních.
- Rizikem pro další vývoj je to, že vlády ani centrální banky již téměř nemají žádné nástroje, jak svým ekonomikám pomoci. Naopak pozitivním faktorem by mohly být klesající ceny ropy a dalších komodit, nízká inflace, vysoký objem hotovosti držený korporacemi, příp. námi očekávané posilování dolaru vůči euru (a tedy lepší možnosti pro evropské exportéry).
- Fundamentální faktory (hospodářský růst, výsledky firem) se dle našeho názoru nezhoršily v posledních týdnech natolik, aby to ospravedlnilo současný pokles cen akcií.



### Je za současnými velmi znatelnými poklesy indexů něco nového, nebo jen graduje známá situace Evropy a Ameriky?

Za výraznými poklesy akciových indexů z posledních dnů nestojí žádná zásadně nová informace. Spíše se zhoršily obavy investorů v těchto záležitostech:

#### 1) Slabší růst americké ekonomiky

V pátek 29. července byla zveřejněna dosti špatná data o americkém HDP. Růst amerického HDP totiž byl ve druhém čtvrtletí oproti odhadu analytiků slabší, přičemž zásadní negativní informací byla výrazná negativní revize o růstu HDP za poslední kvartál loňského a první kvartál letošního roku. Například růst v letošním prvním čtvrtletí byl revidován z 1,9 na pouhých 0,4%. Růst americké ekonomiky tak byl za posledních devět měsíců mnohem slabší, než se dosud předpokládalo.

## 2) Zpomalování hospodářského růstu jádrových zemí eurozóny

Na finančních trzích se také negativně projeví známky zpomalování jádrových ekonomik eurozóny a to především Německa. Ještě před měsícem se mluvilo o tom, že německý ekonomický motor táhne celou Evropu včetně problémových států na periferii, které ekonomicky stagnují nebo jsou již jako v případě Řecka v recesi. Německo na tom bude i nadále poměrně dobře, bylo nicméně evidentní, že velmi vysoké tempo ekonomického růstu z minulých kvartálů není dlouhodobě udržitelné.

## 3) Prohlubující se dluhová krize v eurozóně

Výrazným negativním stimulem pro finanční trhy rovněž bylo prohlubování dluhové krize eurozóny, když se v posledních dnech zdá, že se investoři začínají odvracet také od Španělska a především Itálie, která je třetí největší ekonomikou eurozóny. Výnosy 10-letých italských dluhopisů v pátek 29. července činily 5,41%, o týden později v pátek 5. srpna to již bylo 6,11%. Případný další růst požadovaných úroků z italského státního dluhu jej může učinit neudržitelným. Laciná prohlášení italských politiků, že je ekonomika Itálie silná a její bankovní sektor robustní, rozhodně ničemu nepomáhá. Místo toho by měli přijít s jasným a koherentním plánem, jak s růstem státního dluhu skoncovat.

K těmto faktorům musíme také připočítat polovičaté řešení amerického vládního dluhu. Celkově tak můžeme říci, že se ekonomická situace a nálada na obou stranách Atlantiku za poslední týden výrazně zhoršila. Zpomalení hospodářského růstu bude o něco větší, než se doposud předpokládalo. Dobré korporátní výsledky a vcelku atraktivní ocenění akciových trhů tak šlo v posledních dnech na druhou kolej, na první místo se totiž dostal negativní tržní sentiment a růst rizikové averze. Dlužno dodat, že nižší očekávané tempo růstu světové ekonomiky se projeví v nižších odhadech korporátních zisků, což korekci cen akcií ospravedlňuje.

### **Důležitým tématem byla také fiskální krize USA, která byla nakonec na poslední chvíli odvrácena. Proč trhy zareagovaly na americkou dohodu o navýšení dluhové stropu pozitivně jen asi na den?**

Na tuto situaci se musíme dívat jak z krátkodobého, tak i dlouhodobého pohledu. Investoři se z krátkodobého hlediska obávali, že pokud nedojde ohledně dluhového stropu k dohodě, zachvátí světové finanční trhy panika podobná té z konce roku 2008, ne-li horší. Je potřeba si uvědomit, že americký dolar již po mnoho desetiletí působí jako světová rezervní měna. Jinak řečeno, většina obchodních transakcí se ve světě vypořádává právě v dolaru, centrální banky drží většinu svých devizových rezerv v dolaru prostřednictvím amerických vládních dluhopisů (Treasuries), komodity jsou obchodovány v dolaru (např. ropa či zlato), americký finanční trh v podobě akcií, vládních a korporátních dluhopisů je největší na světě a samotná americká ekonomika je podle svého HDP největší ekonomikou světa. Status quo je již několik desetiletí takové, že světová ekonomika a finanční trhy stojí primárně na dolaru. Pro drtivou většinu investorů je tak představa, že by mohla vláda klíčové ekonomiky světa zbankrotovat, naprosto nepředstavitelná. Pravděpodobně nikdo nedokáže říci, co by default neboli platební neschopnost USA znamenala. Jednoduchá odpověď by mohla znít: v krátkodobém horizontu několika dnů, týdnů či měsíců totální chaos, v horizontu několika kvartálů výrazný propad světové ekonomiky.

Americká politická elita brnkala světovým finančním trhům poměrně dost dlouho, polické divadlo bylo vskutku obrovské. Nakonec se republikáni a demokraté prezidenta Obamy za pět minut dvanáct dohodli, díky čemuž si mohli investoři alespoň na chvíli oddechnout. Primární krátkodobé riziko bylo zažehnáno. Proč nicméně netrvala pozitivní reakce finančních trhů déle? Kromě prohlubujících se problémů v eurozóně totiž Amerika ukázala, že jí chybí politický leadership a skutečná snaha problémy s obrovským státním dluhem USA řešit. Výsledná dohoda je totiž z dlouhodobého pohledu zcela nedostačující. Limit na dluh se podařilo zvýšit. Dobrá, pomohli jsme si ale? Krátkodobě ano, default nyní nehrozí, nicméně dluh bude dále narůstat. Jeho výši si přitom může normální smrtník jenom stěží představit. Původní limit byl 14,3 bilionu dolarů neboli 14 300 000 000 000 dolarů. Rozpočtové škrty pro příštích deset let ve výši 2,1 bilionu dolarů sice vypadají na první pohled hezky, nicméně jejich větší část by měla být realizována až na konci desetiletého horizontu. Abych to závěrem shrnul, problém amerického dluhu se z dlouhodobého horizontu zdaleka nevyřešil a jeho výše bude i v příštích letech k poměru k americkému HDP růst. Letos by přitom měl tento ukazatel dosáhnout 100%.

### **Co může zastavit pád cen?**

Tento propad není dlouhodobě udržitelný, z čistě technického hlediska by se měly trhy v nejbližších dnech stabilizovat, taková panika nemůže trvat příliš dlouho. Po stabilizaci je také poměrně pravděpodobné alespoň krátkodobé posílení v podobě tzv. relief rally.

S tím, jak se dostaly ceny akcií na mnohem nižší a tedy zajímavější úroveň, začnou někteří investoři akcie postupně znovu nakupovat. Valuace neboli ocenění akciových trhů je totiž momentálně z dlouhodobého historického pohledu na velice atraktivních úrovních. Například německé akcie v hlavním indexu DAX se momentálně obchodují za pouze 9-násobek zisků.

Uvidíme také, jestli klíčové centrální banky nepřistoupí k dalším monetárním stimulům.

Nejvíce pozitivní faktor by přitom jednoznačně mohl přijít od politiků na obou stranách Atlantiků, když by předstoupili před své občany a nahlas prohlásili: „V minulých letech jsme si žili nad poměry, vývoj nebyl udržitelný, lhali jsme vám. Omlouváme se. Nyní musíme za každou cenu situaci se státní zadlužeností stabilizovat a absolutní výši státních dluhů postupně snížit. Ne jenom snižovat deficity státních rozpočtů, jelikož při nich absolutní výše dluhu roste, neboť deficit musí být pokryt emisí nových dluhopisů, tedy nového dluhu. V příštích letech budeme muset hospodařit s přebytkovými rozpočty. Bude to bolet, nicméně jiná cesta neexistuje.“ Jsem přesvědčen, že na takový faktor by akciové trhy reagovaly velmi vysokým růstem.

### **Přichází druhý propad světové ekonomiky?**

Předstihové ukazatele (leading indicators) jako indexy nákupním manažerů, tovární objednávky, objednávky zboží dlouhodobé spotřeby, spotřebitelská důvěra, které se snaží naznačovat směr ekonomik v příštích měsících či kvartálech, alespoň prozatím hovoří o zpomalení růstu na obou stranách Atlantiku, nikoliv o recesi. Navíc rozvíjející ekonomiky i v současné chvíli rostou velice slušně, přičemž jejich podíl na světovém HDP i nadále poroste. Předpoklady těchto ekonomik pro budoucí ekonomický růst jsou mnohem příznivější než v případě ekonomik vyspělých. Rozvíjející se ekonomiky se totiž vyznačují menším množstvím privátního i vládního dluhu v ekonomickém systému, transformují se jejich společenské instituce, formuje se silná střední třída, která tvoří základ silné a odolné ekonomiky. My proto při řízení našich portfolií pracujeme se základním scénářem, který říká, že světovou ekonomiku v příštích letech čeká mírný, ale stále pozitivní růst. Růst bude rozhodně menší než před začátkem velké krize v roce 2008. Jde podle našeho názoru o tzv. Nový normál (New normal). Pokud bychom dospěli k závěru, že se pravděpodobnost druhého propadu světové ekonomiky výrazně zvýšila, naše současné investiční strategie bychom pravděpodobně museli přehodnotit.

### **Je vůbec ve výhledu nějaký pozitivní impuls?**

Ano, vidíme několik potenciálních stimulů, které by mohly světové ekonomické v příštích kvartálech výrazně pomoci. Zprv je to očekávaný další pokles cen průmyslových komodit, což by mělo tlačit na nižší míru inflace. Nižší míra inflace znamená vyšší reálné příjmy a vyšší koupěschopnou poptávku. Dále velké globální korporace mají obrovské množství volné hotovosti a je jen otázkou času, kdy bude alespoň část tohoto kapitálu investována do nového fixního kapitálu v podobě rozšiřování stávajících kapacit. Rovněž očekáváme, že v příštích kvartálech dolar vůči euru poměrně výrazně posílí, což by mělo poskytnout výrazný stimul evropským exportérům. Pomoci by měla také stabilizace japonské ekonomiky a potažmo globálních dodavatelsko-odběratelsko řetězců, které byly po fukušimské katastrofě významně narušeny.

### **Jak se v současné situaci zachovat?**

Investoři by se měli bez ohledu na momentální tržní vývoj soustředit na konzistentní uplatňování jejich s odborníky konzultované dlouhodobé investiční strategie. Dlouhodobá investiční strategie by se rozhodně na základě krátkodobého tržního vývoje měnit neměla. Rozhodně by se přitom měli investoři vyvarovat panickým prodejům. Pokud přeci jen někteří investoři zpanikařili natolik, že chtějí svá portfolia vyprodat, bezpečným přístavem je hotovost a v posledních dnech také české státní dluhopisy, jejichž vývoj se odvíjí primárně od vývoje „bezrizikových“ německých státních dluhopisů (bundů).

### **Jak dlouho současná situace potrvá?**

Z hlediska technické analýzy jsou momentálně akciové trhy výrazně „přeprodané“. Proto by měl přijít krátkodobý obrat trendu a trhy by měly posílit. Krátkodobé zisky by měly dosáhnout třetiny až poloviny poklesu z posledních dní. Očekáváme, že změna negativní trendu nastane buď již dnes nebo v nejbližších dnech. Vývoj v horizontu dalších týdnů těžko předjímat. My očekáváme stabilizaci a mírný růst, neboť reakce trhů z posledních dnů je skutečně přehnaná, hnaná emocemi a strachem investorům. Fundamenty se za poslední dva týdny rozhodně nezhoršily natolik, aby ospravedlňovaly takový pokles.