

# EKONOMIKA A TRHY

LEDEN 2019

## Jak vidíme svět?

- Akcie se v prosinci vydaly na jih. Investoři se bojí zpomalení světové ekonomiky.
- Fed bez ohledu na rozbouřené trhy a kritiku Trumpa pokračoval ve zvyšování sazeb.
- ČNB se ke konci roku rozhodla pro pauzu v utahování měnové politiky.

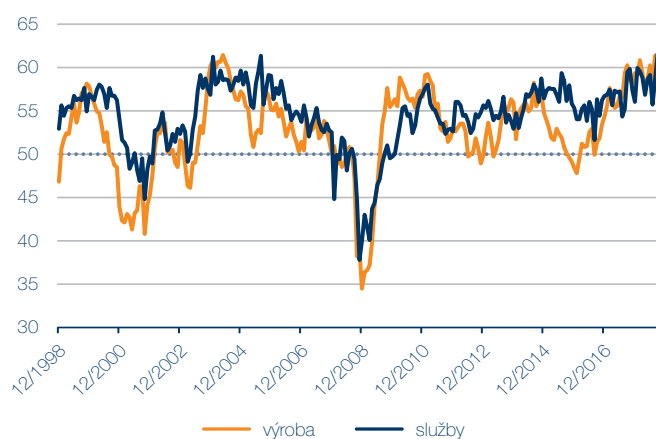
## Co děláme v portfoliích?

- Akcie ponecháváme na nadvážené úrovni, důvodem je nadále příznivý výhled růstu korporátních zisků a velmi atraktivní ocenění.
- Z regionálního hlediska nadvažujeme vyspělé regiony na úkor rozvíjejících se trhů.
- Sektorově upřednostňujeme IT, těžbu ropy a zemního plynu, zdravotnictví a finance.
- Podíl investic do realit je nastaven na podváženou úroveň a nepreferujeme ani komodity.

## Spojené státy americké

Americká ekonomika ve třetím kvartále sice zpomalila **růst HDP** o trochu více, než naznačovala předchozí data (+3,4 % mezikvartálně, přepočteno na roční bázi, ve 2Q dosáhla 4,2% růstu), tempo se nicméně udrželo nad 3% cílem Trumpovy administrativy. Mírně negativní revize se dočkaly spotřebitelské výdaje a export. Výraznější byl také nárůst zásob. Ve čtvrtém čtvrtletí lze očekávat další zvolnění růstové dynamiky v důsledku prohlubujícího se deficitu obchodní bilance, zpomalujících firemních investic a slabšího trhu s bydlením. Růst je pro čtvrtý kvartál odhadován na 2,9 %. Pro následující rok je pak třeba počítat s postupným odezněním jednorázových pozitivních dopadů daňové reformy.

### USA: Indexy nákupních manažerů (ISM) (recese < 50; expanze > 50)



Zdroj: Bloomberg.

Americké **předstihové indikátory ISM<sup>1</sup>**, které signalizují, kam by se ekonomika měla ubírat v následujícím období, se po poklesu z předchozího měsíce opět zvedly. Jak u výroby, tak ve službách

<sup>1</sup> Údaje nad 50 body značí očekávání expanze, údaje pod 50 body naopak očekávání recese.

## 1. EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

**Ekonomický sentiment dále trpěl se zhoršujícími se daty z velkých světových ekonomik. Obavy ze zpomalení hospodářského růstu přikrmují nedořešený obchodní konflikt mezi USA a Čínou, chaos v Británii a návrhy na výrazně deficitní veřejné rozpočty v Itálii a Francii.**

se v současnosti nacházejí v okolí 60 bodů a indikují tak pokračující silný optimismus ohledně budoucí ekonomické situace. Obavy vyvolávají jen napjatá situace na pracovním trhu a hrozba vyšších cel.

**Průmyslová produkce** za listopad vzrostla o 0,6 % meziměsíčně, do záporného teritoria byla ale revidována data za říjen. Výroba rostla v sektoru těžby a síťových odvětví, a naopak klesla aktivita ve strojírenství a stavebnictví. Průmysl v USA tvoří 12 % ekonomiky a v současné době se opírá hlavně o silnou domácí ekonomiku. Brzdou zůstává nedostatek kapacit (především napjatý pracovní trh), zdražení vstupů v důsledku růstu cen surovin a v případě produkce na export také relativně silný dolar a slábnoucí ekonomický růst mimo USA, na kterém se podepisují pokračující obchodní války.

V prosinci proběhlo setkání Donalda Trumpa a čínského prezidenta Si Ťin-pchinga na summitu G20. Vážnou hrozbou bylo Trumpem avizované zvýšení cel na čínské zboží v hodnotě 200 miliard USD ze současných 10 % na 25 %, které mělo vejít v platnost od Nového roku. Obě mocnosti se dohodly na 90denním obchodním příměří – do března tak mají čas vyjednat obchodní dohodu a nebudou zavádět nová cla. Během prosince Čína oznámila snížení odvetných cel na dovoz automobilů ze Spojených států na 15 % ze současných 40 %. Spojené státy na dovoz osobních vozů z Číny aktuálně uplatňují sazbu 27,5 %.

**Maloobchodní tržby** se navzdory obavám ze zpomalení světové ekonomiky v listopadu výrazně zvedly (meziměsíčně o 0,9 %), očekával se daleko mírnější růst. Pozitivní revize (z 0,8 % na 1,1 %) se navíc dočkala říjnová data. Při započtení volatelnějších složek, jako jsou například prodeje pohonných hmot, by byl růst maloobchodu pouze 0,2 % kvůli poklesu cen benzínu v důsledku kolapsu trhu ropy. Ve třetím kvartále se spotřeba zvedla o 3,6 % anualizovaně.

**Nemovitostní trh** po delší době převážně potěšil. Zahájené stavby, stavební povolení a prodeje starších domů meziměsíčně vykázaly růst. Negativně ale vyzněl index sentimentu na realitním trhu NAHB, který se propadl na více než tříleté minimum, a to navzdory mírnému poklesu úrokových sazeb hypoték.

Z **pracovního trhu** přišla smíšená data. Míra nezaměstnanosti podle očekávání setrvala na minimech za téměř půlstoletí (3,7 %), výraznější byl i růst mezd, který pokračoval rychlým tempem 3,1 % meziročně. V americké ekonomice však vzniklo jen 155 tisíc pracovních míst (přičemž se čekalo 198 tisíc).

Celková **inflace** se vyrovnala jádrové inflaci (bez cen energií a potravin) zpomalením na 2,2 % meziročně.

Americká centrální banka Fed nedala na naléhání Donalda Trumpa o pozastavení procesu normalizace měnové politiky a z plánované trajektorie růstu **úrokových sazeb** příliš neslevila. Přistoupila k očekávanému zvýšení úroků na pásmo 2,25–2,50 % a na příští rok naplánovala další dva kroky po 25 bazických bodech. K tomu všemu dále postupně snižuje svoji bilanci. Normalizace úroků měla původně pokračovat v příštím roce rychlejším tempem, Fed

však změnil odhad své cílové dlouhodobé sazby z 3 % na 2,80 % v důsledku snížení predikce ekonomického růstu a inflace. Centrální banka za celý letošní rok očekává růst HDP ve výši 3 % a v roce 2019 pouze 2,3 %.

Od 22. prosince jsou americké federální úřady částečně paralyzovány v důsledku sporů mezi Bílým domem a Demokraty ohledně financování stavby zdi na hranicích s Mexikem, které se snaží do rozpočtu prosadit Donald Trump. V týdnu mezi svátky by se mělo o této otázce hlasovat v Senátu a nalézt kompromisní řešení, aby mohl být chod amerických úřadů obnoven v plné míře.

## Eurozóna

**Důvěra měřená ukazateli ZEW a IFO** se v Německu stejně jako v předchozích měsících zhoršila. Výrazně negativní vývoj zaznamenaly také výsledky **indexů nákupních manažerů (PMI)** eurozóny. Zhoršovala se situace ve výrobě i ve službách a kompozitní indikátor klesl na 51,3 bodu. Náladu manažerů nadále podřívá nejistota z dopadů obchodních válek a slabší ekonomická kondice emerging markets a jejich poptávka po evropském exportu. Nepomáhá ani politická nejistota plynoucí ze stále nejasné podoby brexitu (stoupá pravděpodobnost nového referenda, není však zatím známo, jak by bylo formulováno). Otazníkem také zůstává situace v Itálii a Francii. Zatímco italská vláda by měla ustoupit ze svých plánů na 2,4% deficit státního rozpočtu a spokojit se s deficitem 2 %, vrásky na čele Evropské komisi nově přiděluje Francie. Po velkých protestech „žlutých vest“ musel prezident Macron upustit od plánů na zvýšení daní na pohonné hmoty a slíbit naopak navýšení státních výdajů v jiných oblastech. Francii se kvůli tomu zvedne deficit ve vztahu k HDP v příštím roce na 3,4 % a nebude plnit maximální 3% limit Evropské unie.

**Maloobchodní tržby** v eurozóně se v říjnu mírně zvedly (+0,3 % meziměsíčně), a to hlavně vlivem růstu cen pohonných hmot. Září bylo ale revidováno níže ze stagnace na 0,5% pokles.

Podobný vývoj zaznamenala také **průmyslová produkce**, která v říjnu po předchozích propadech meziměsíčně rostla o 0,2 %, především díky větší produkci výrobních zařízení. Za září byla ale revidována hlouběji do záporu.

**Růst HDP** eurozóny byl za 3Q revidován nepatrně níže na 0,6 % (mezičtvrtletně, anualizovaně). Jde o jedno z nejpomalejších temp za poslední více než 4 roky. Na vině byl hlavně slabší export v důsledku protekcionistických politik, naopak domácí poptávka zůstala poměrně solidní.

U **registraci nových vozidel** v EU přetrvává negativní vliv nové regulace, které se automobilky nebyly schopny včas přizpůsobit. Po říjnovém poklesu o 7,3 % přišel další propad o 8 % (meziročně).

Zpomalení evropského ekonomického růstu nezvikalo ECB k přehodnocení plánů na ukončení kvantitativního uvolňování na konci tohoto roku, ovlivnit však může načasování prvního zvýšení **úrokových sazeb** v příštím roce. ECB se zatím zavázala držet sazby



na současně nízké úrovni minimálně do léta příštího roku, pokud by však měla ekonomika eurozóny sklouznout do recese nebo by eskalovaly problémy kolem fiskální politiky Itálie a Francie, mohla by trvání závazku prodloužit.

**Index spotřebitelských cen** v listopadu díky poklesu cen energií zvolnil tempo na 1,9 % z předchozích 2,2 %. Jádřová inflace (nezahnující kolísavé složky jako energie a potraviny) rovněž mírně zpomalila z 1,1 % na 1,0 % meziročně.

### Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)		INFLACE (průměrná roční změna, v %)	
	2018	2019	2018	2019
<b>ČR</b>	3,0	2,7	2,2	2,3
<b>EMU</b>	2,0	1,7	1,8	1,7
<b>USA</b>	2,9	2,5	2,5	2,6

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg.

### Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a měnových kurzů

		12/2018	06/2019	12/2019
<b>ČR</b>	Základní sazba	1,75	2,00	2,50
	10letý výnos dluhopisu	1,91	2,60	2,90
	USD/CZK	22,66	21,45	20,84
	EUR/CZK	25,83	25,10	24,80
<b>EMU</b>	Základní sazba	0,00	0,00	0,25
	10letý výnos dluhopisu	0,24	0,80	1,10
<b>USA</b>	Základní sazba*	2,50	2,75	3,00
	10letý výnos dluhopisu	2,80	3,40	3,50
	EUR/USD	1,14	1,17	1,19

\*) Horní hranice pásma.

Zdroj: ČSOB, ČSOB AM, KBC AM, Bloomberg.



#### Investiční strategie, disciplína a selský rozum

**Konec roku obvykle vybízí k bilancování. Nejinak tomu bude i v tomto,**

**posledním letošním vydání Ekonomiky a trhů. Nicméně tentokrát to bude ještě trochu jiné v tom, že se jedná o poslední vydání i pro mne jako investičního стратега ČSOB AM. Proto bych bilancování pojal trochu šířeji a vrhnul se rovnou na celou desetiletku, po kterou jsem měl tu čest přenášet své investiční názory na všechny, kteří mé sloupky rádi četli.**

Finanční krize byla kapitolou sama o sobě, nicméně i po krizi jsme zažili několik zajímavých období. Nejdříve krizi eura, pak trhy vykojil brexit nebo Trump. Kromě brexitu jsme na všechna tržní zakolísání reagovali dokupováním akcií. A i na brexit jsme tak reagovali měli – viděli jsme, že události tohoto typu mají jen krátkodobý vliv a ten dlouhodobý se materializuje pomalu a postupně, přičemž se globální trh na novou situaci stejně stihne adaptovat.

Mnohem větším problémem byly po celé období nízké výnosy dluhopisů a hotovosti. Nepoznaná situace zasáhla zejména opatrná portfolia na citlivém místě. Chyběl polštář tlumící kapitálové pohyby jak akcií, tak dluhopisů a ostatních druhů aktiv. Na-

víc až nulový výnos velmi poškodil výnosnost opatrnějších produktů, čímž umocnil hon za zdánlivým bezpečím rizikových dluhopisových investic, jejichž rozuzlení nás čeká v následujících letech.

- **Ukázalo se** však, že správně diverzifikovaná portfolia dokážou překlenout i velmi špatná období, zvláště v kombinaci s disciplinovaným pravidelným investováním. A jakékoli chyby v rozložení rizik se tvrdě vymstí. Přílišná láska k jakémukoli odvětví nebo oblasti, i když se třeba zdá být na první pohled oprávněná, nevede k dobrým výsledkům. A je jedno, jestli jde o přílišnou expozici na trh v malém Česku nebo na trh mnohem větší Evropy, případně extra zaměřený na ropu nebo technologie.
- **Ukázalo se**, že k úspěchu nevedou ani pokusy vyhnout se kolísavosti a vařit oběd zdarma – tedy připravit řešení, které má dodat pěkný výnos bez kolísavosti nebo skrytých rizik. V tomto kontextu se také ukázalo, že dražší nutně neznamená lepší – zvláště v nízkourokovém prostředí dokážou taková řešení nejen neuvařit oběd zdarma, ale naopak již zakoupený oběd celý sníst.
- **Ukázalo se** na druhou stranu, že ČSOB AM dokázal najít pro klienty správné řešení a vytvořit dobré a úspěšné produkty. Měl jsem velkou radost, že jsme to skvěle předvedli v soutěži Finparáda, kde nešlo jen o poměrování produktů, ale celého řešení pro klienta.

Diverzifikace a disciplína v dodržování investičního horizontu by měly být cestami k úspěchu. Možná i s nějakou rezervou – jak nás učí právě poslední období.

A co výhled na rok 2019? Očekávání na jeden rok dopředu je vždy diskutabilní záležitost – je to ještě horší, než prognózovat počasí. U počasí je alespoň jasné, že v létě nebude mrznout a bude svítit sluníčko, zatímco finanční trhy si z léta vůbec nic nedělají.

Dá se očekávat ještě určité utahování měnových politik ve vyspělém světě s adekvátním brzdícím dopadem na ceny aktiv, zejména dluhopisů, ale i třeba zlata. Naopak, ve světle posledních výprodejů, je možná očekávání kladného výnosu u akcií odvážné, ale vzhledem k vývoji firemních výsledků celkem oprávněné. Nemyslím si, že je příliš kostlivců ve firemních skříních a ti, kteří tam jsou, ještě příští rok vypadávat nebudou.

Hrozbou zůstávají čínské dluhy, italské banky a zejména celní bariéry, které mohou zmrázit světový obchod. Optimální portfolio pro rok 2019 vidím v kombinaci krátkodobých dluhopisů a akcií.

Všem současným i budoucím investorům přeji, aby se vyvarovali investičních chyb a investování jim přineslo to, co by v konečném důsledku mělo – finanční nezávislost, která znamená více svobody nejen ve finanční oblasti.

*Aleš Prandstetter, hlavní investiční stratég, ČSOB Asset Management*