

EKONOMIKA A TRHY

ÚNOR 2018

Jak vidíme svět?

- Akcie mají za sebou jeden z nejsilnějších začátků nového roku.
- V USA se úspěšně rozjela výsledková sezóna.
- Eurozónu znepokojují blížící se italské volby.
- Česká koruna nereagovala na výsledky prezidentských voleb, čeká na zasedání ČNB.

Co děláme v portfoliích?

- Akciovou pozici držíme na nadvážené úrovni. Podíl investic do realit je nastaven na mírně podváženou úroveň, nepreferujeme komodity.
- Nadále mírně preferujeme eurozónu, zejména její motor Německo. Pro doplnění strategie volíme akcie firem ze střední a východní Evropy.
- Nadvažujeme IT, finance a těžaře ropy a zemního plynu.

1. EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Rok 2018 započal v optimistickém tónu. Americká daňová reforma a silná růstová dynamika napříč světovými ekonomikami vedly řadu oficiálních institucí ke zvýšení predikcí hospodářského růstu. Mezinárodní měnový fond revidoval výhled světové ekonomiky pro roky 2018 a 2019 o dvě desetiny procentního bodu nahoru na 3,9 %. I my vidíme v porovnání s předchozími měsíci větší pravděpodobnost ekonomické expanze a mírně navyšujeme naši předpověď světového růstu.

Spojené státy americké (USA)

Americká daňová reforma, která je prvním velkým legislativním ví-

tězstvím Donalda Trumpa, se již výrazně promítla do ekonomických výhledů. Většina analytiků se shoduje na tom, že by měla přinést zrychlení růstu především v krátkodobém až střednědobém horizontu (do roku 2020), a to hlavně díky vyšší spotřebě a firemním investicím. Kritici však poukazují na špatné načasování stimulace ekonomiky (přichází v době téměř plné zaměstnanosti, kdy se ekonomika pohybuje poblíž svého potenciálu) a zvýšení rozpočtového deficitu a nárůstu zadlužení až o 1,5 bilionu USD, které by mohlo na ekonomiku negativně dopadnout v dlouhodobém horizontu.

Průzkumy mezi americkými korporátními manažery¹ ukázaly zlepšení především ve výrobě. Index ISM z výrobního sektoru s hodnotou 59,7 bodu překonal očekávání a naznačil, že průmysl na konci roku zrychlil svou aktivitu. Horší výsledek přišel ze služeb (55,9 bodu), kde ukazatel klesá už několik měsíců v řadě.

Zrychlení růstu zaznamenala průmyslová produkce, která se v prosinci meziměsíčně zvedla o 0,9 % po negativní revizi na 0,1% pokles v listopadu. Táhla ji zejména větší poptávka po energiích v důsledku chladnějšího počasí. Za celý rok 2017 se průmyslová produkce zvedla o 1,8 %, což je největší nárůst od roku 2014. Výhled průmyslové aktivity pro rok 2018 zůstává příznivý díky solidní domácí i zahraniční poptávce, vyšším cenám komodit, daňové reformě a slabému dolaru, který činí americký export na světovém trhu konkurenceschopnější. Maloobchodní tržby za prosinec s meziměsíčním 0,4% růstem poukázaly na silný konec roku 2017 (meziročně se zvýšily o 5,4 %), za listopad byly revidovány mírně nahoru na 0,9 %. Data z nemovitostního trhu tentokrát zklamala meziměsíčními poklesy, nejhůře dopadly prodeje nových domů a započaté stavby. Horší byl také vývoj zahraničního obchodu.

Za očekáváním trhu nečekaně zaostal HDP, když zpomalil růst z 3,2 % ve 3Q na 2,6 % ve 4Q (anualizovaně), přičemž trh čekal 3% tempo. Nejsilnější růst spotřebitelských výdajů za poslední tři roky totiž vyústil ve výrazný nárůst dovozu. Za celý rok 2017 rostla americká ekonomika o 2,3 % – zrychlila tak z 1,5 % za rok 2016, pomohla zejména silná domácí poptávka, kterou podporuje

¹⁾ Údaje nad 50 body značí očekávání expanze, údaje pod 50 body naopak očekávání recese.

ekonomické oživení v celém světě. Ekonomové však v konsenzu očekávali, že americký HDP loni dosáhne vládou předpovídaného tempa růstu 3 %.

Americký trh práce nenaplnil očekávání v položce zaměstnanosti. V prosinci v ekonomice vzniklo jen 148 tisíc pracovních míst místo očekávaných 190 tisíc. Zajímavostí byly zejména ztráty v maloobchodu navzdory silné vánoční nákupní sezóně (může však jít jen o další důkaz přesunu zákazníků z kamenných prodejen na internet). Nepřesvědčil ani vývoj mezd, které rostly stejně jako v listopadu o 2,5 % anualizovaně. Míra nezaměstnanosti zůstala na 4,1 %.

Ze zápisu z posledního zasedání Fedu vyplynulo, že představitelé americké centrální banky (Fed) doufají, že nedávno schválená daňová reforma podpoří ekonomiku. Nejsou ale jednotní v názoru na to, jak rychle bude letos nutné zvyšovat v USA úrokové sazby. Pro rok 2018 Fed komunikuje trojí zvyšování sazeb, vzhledem ke schválení daňové reformy však nelze vyloučit, že by zvedání sazeb nabralo ještě dynamičtější vývoj, protože silnější růst ekonomiky by se mohl postarat o zrychlení inflace. Trh očekává další zvýšení sazeb o 0,25 procentního bodu na březnovém zasedání.

Americká spotřebitelská inflace za prosinec skončila v souladu s očekáváním trhu na 2,1 % meziročně, jádrová inflace (bez cen energií a potravin) ale překvapivě zrychlila tempo z 1,7 % na 1,8 % meziročně. Slabá byla naopak americká výrobní inflace, ceny ve výrobě dokonce meziměsíčně poklesly.

Evropa

Německý index podnikatelské nálady Ifo v lednu stoupl na 117,6 bodu, tedy o něco více oproti odhadům trhu. Dobré zprávy o německé ekonomice přinesly i indexy institutu ZEW, které mapují očekávání expertů z finančních trhů.

Dobře dopadly také předstihové indikátory PMI v eurozóně, které nadále signalizují pokračování silné expanze a pohybují se na dostřel 60 bodů. Předběžný kompozitní index za leden dosáhl 58,6 bodu a ve výrobě dokonce 59,6 bodu.

Maloobchodní tržby v eurozóně vykazovaly v listopadu překvapivě silný meziměsíční růst 1,5 %. Výborný výsledek zaznamenala také průmyslová produkce (+1 % meziměsíčně). Registrací aut za celý rok 2017 přibylo o 3,4 %, v prosinci však jejich počet meziročně poklesl o 4,9 %. Tento horší výsledek lze ale z velké části přičítat nižšímu počtu pracovních dní v prosinci 2017 oproti předchozímu roku.

HDP eurozóny za 4Q rostl podle předběžných čísel v souladu s odhady o 0,6 % mezičtvrtletně (2,7 % meziročně). Za 3Q byly navíc údaje revidovány nahoru. To znamená, že ekonomika eurozóny za celý rok 2017 dosáhla růstu HDP 2,5 % ročně, což je nejlepší roční výsledek za poslední dekádu (v roce 2007 vzrostla o 3 %). Další zlepšování závisí do značné míry na růstu investic a případném prosazení hospodářských reforem, o kterých však v současné konjunktuře nikdo nemluví.

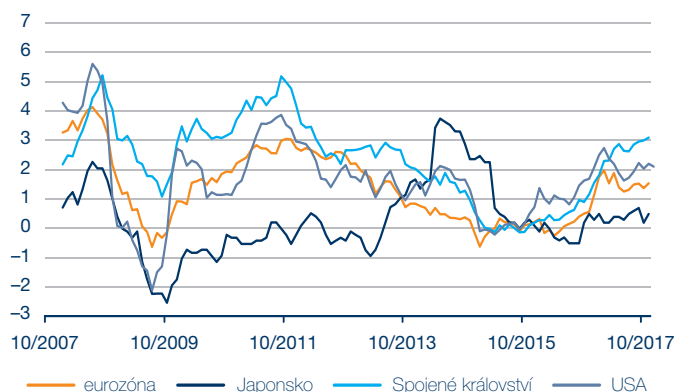
Míra nezaměstnanosti se v eurozóně nachází na 8,7 %, tedy na nejnižší úrovni od ledna 2009. I přes skvělý vývoj ekonomiky ale za prognózami zaostává inflace. V lednu dosáhla podle předběžných údajů 1,3 % ročně, tedy o desetinu níže než v předchozím měsíci. Lednová inflace byla nejnižší od loňského července, což naznačuje, že má silné euro na svědomí zlevnění dovozu. Jádrová inflace, která nezahnuje volatilní složky jako energie a potraviny, mírně povyrosla na rovné jedno procento. V měnové politice Evropské centrální banky (ECB) neočekáváme změny oproti již oznámeným plánům (snížení tempa měsíčních nákupů dluhopisů

na polovinu od ledna s pokračováním do září 2018). Prezident ECB Mario Draghi na lednovém zasedání potvrdil velmi příznivý vývoj ekonomického růstu.

Politická nejistota v eurozóně se snížila s rostoucími nadějemi na sestavení velké koalice v Německu, která se čtyři měsíce od voleb konečně začíná rýsovat, a relativnímu zklidnění situace v Katalánsku, kde však nelze vyloučit další vyhrcození sporů mezi separatisty a madridskou vládou. Investoři ale začínají upínat pozornost k Itálii, kterou čekají 4. března parlamentní volby a zatím není jasný favorit. V posledních týdnech opět získává na popularitě koalice pravého středu, kterou strana „Vzhůru, Itálie“ Silvia Berlusconiho zformovala s Ligou severu a stranou Bratří Itálie. Mediální a realitní magnát Berlusconi, přezdívaný „Il Cavaliere“, je i přes svůj věk (81 let) a řadu obvinění odhodlaný opět stanout v čele italského dění a „zachránit“ zemi před populistickým Hnutím pěti hvězd. Paradoxem je, že Berlusconi z rozhodnutí soudu nemůže do roku 2019 zastávat významné ústavní funkce kvůli odsouzení za daňové úniky. Antisystémové Hnutí pěti hvězd v posledních průzkumech ztrácí, a to zejména kvůli vnitřním sporům a neúspěchům svých zástupců v komunální politice. Dokonce i jeho zakladatel a známý komik Beppe Grillo se od hnutí začíná distancovat. Hnutí také pod vedením nového předsedy upouští od plánů na referendum o výstupu z eurozóny, které bylo dříve jedním z hlavních bodů volebního programu. To by představovalo významnou hrozbu pro soudržnost měnové unie a přineslo na trhy turbulence.

Britská ekonomika předčila růstem HDP ve 4Q odhady, když posílila o 0,5 %, zatímco trh čekal o desetinu procentního bodu méně. Průmyslová produkce Spojeného království v souladu s odhady v listopadu meziměsíčně vzrostla o 0,4 %. Britská inflace v prosinci zvolnila tempo na 3 %. Nadále platí, že tempo zvyšování cen v ekonomice nestíhá kompenzovat mzdový růst (v listopadu 2,5 % ročně), což se negativně promítá do nálady spotřebitelů. Maloobchodní tržby za prosinec v Británii poklesly meziměsíčně o 1,5 %, tedy nejvíce za posledních 18 měsíců a šlo o nejhorší prosincový výsledek za posledních 7 let. Bank of England udržuje sazby na 0,5 %, další utažení měnové politiky ale vzhledem k rizikům, kterým ekonomika kvůli nejistotě ohledně brexitu čelí, neplánuje.

Inflace
(v %, meziročně)



Zdroj: Bloomberg.

Ostatní trhy

Japonský HDP za 3Q podle finálních údajů vzrostl anualizovaně o 2,5 %. Šlo o sedmý kvartál růstu ekonomiky v řadě a nejdelší růstovou sérií za posledních 16 let. Údaje o HDP za 4Q budou dostupné až během února. Hospodářství nadále táhne silný export



Trh v souvislostech. Zisky, úroky, ekonomika a ocenění akcií

Když pročítám předpovědi vývoje akciového trhu v letošním roce,

hlavním a často jediným tématem je růst zisků obchodovaných firem. Analytici do nich promítají makroekonomická očekávání, vývoj regulace, generační trendy, politiku vlády i centrálních bank a shora či zdola se dostanou k výslednému odhadu.

Pro investora jde ale jen o část toho, co jej opravdu zajímá. Zhodnocení akciových investic kromě vývoje firemních zisků určuje také ocenění akcií. Asi nejznámější valuační ukazatel P/E (poměr tržní ceny ve vztahu k ziskům) se sice v investorských kruzích čas od času diskutuje, na úrovni širších indexů se však analýzy zpravidla omezují jen na to, zda je pod či nad svým historickým průměrem nebo mediánem.

P/E poměr (pro potřeby tohoto článku jím máme na mysli cenu akcií vzhledem k očekávanému zisku na akcii v příštích čtyřech kvartálech) má přitom rovněž vazbu na hospodářský cyklus a veličiny, jako jsou úrokové sazby nebo investorská očekávání.

V době, kdy jsou výnosy z dluhopisů či míra inflace nízké, je většinou P/E vyšší, a naopak. Na druhou stranu poměrový ukazatel pozitivně koreluje například s indexy nákupních manažerů nebo dynamikou HDP. Síla korelace se samozřejmě liší nejen podle zvoleného ukazatele, ale také geograficky, což lze částečně vysvětlit například odlišnou strukturou širokých tržních indexů v jednotlivých regionech. Přesto, když si dáme trochu práce, najdeme multifaktorovou funkci vysvětlující většinu změn poměru P/E u evropského i amerického indexu.

Co to znamená pro investora?

Makroekonomický výhled vypadá pro Evropu dobře (pokračující ekonomický růst a pokles míry nezaměstnanosti by měl převážit nad růstem výnosů u dluhopisů). V našem modelu by to mohlo letos vyvolat růst poměru P/E o 6 % na 16,8 násobek očekávaných zisků v dalším roce. To však bude platit jedině za předpokladu, že se složka očekávání (jako například zmíněný index nákupních manažerů) udrží na současných rekordních úrovních, či je ještě vylepší. To pokládáme za nepravděpodobné. V případě ústupu předstihových ukazatelů zpět na neutrální hodnoty kolem 50 bodů (tato hranice dělí očekávání expanze od recese) by byl růst P/E redukován na 3 %.

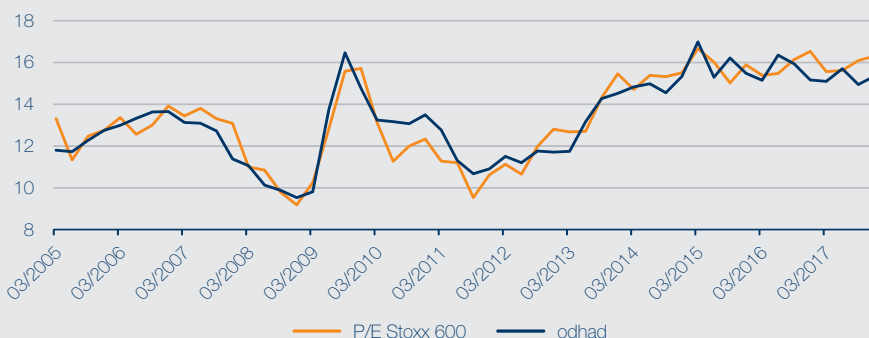
Podobný výhled platí i pro USA, opět v případě stagnace očekávání firem

i spotřebitelů na současných vysokých úrovních. Negativně se projevuje například stoupající míra inflace, naopak k růstu přispívá pokles míry nezaměstnanosti.

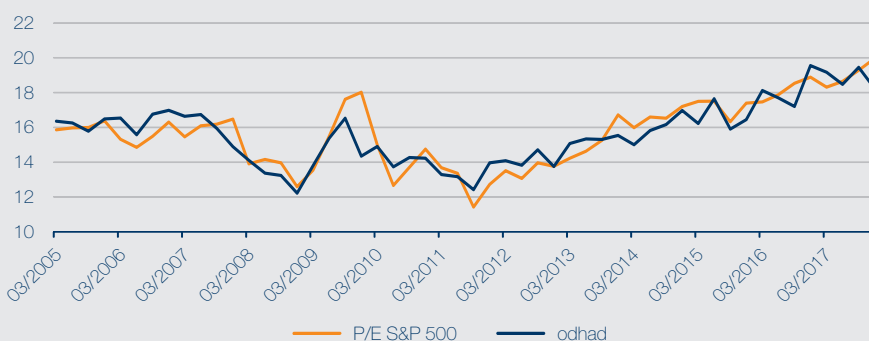
Jako každý model, má i ten náš řadu omezení. Ačkoli korelace se sazbami či kondicí ekonomiky se zdají být v čase poměrně stabilní, jiné faktory se čas od času dosti důrazně přihlásí o slovo. Americká daňová reforma, státní bankrot, měnová devalvace, tvrdý brexit či nová regulace v důležitých sektorech jsou jednorázové události, které mohou pohnout vnímáním rizika a požadovanou mírou výnosu u investic do akcií. A konečně, náš ukazatel má rovněž vazbu na analytický konsensus ohledně očekávaných zisků. Znamé rčení „více hlav více ví“ může a také nemusí platit.

Miroslav Adamkovič, analytik, ČSOB Asset Management

P/E poměr indexu Stoxx 600 (EU)



P/E poměr indexu S&P 500 (USA)



Zdroj: Bloomberg.

(v prosinci vzrostl meziročně o 9,3 %), slabším článkem zůstává spotřeba domácností. Pokračující program Abenomiky spočívající v uvolněné politice, která vede k oslabení jenu, pomáhá exportně zaměřeným společnostem. Japonsko se také postupně dostává z dlouhého období deflace. Jádrová inflace stagnovala v prosinci na 0,9 % meziročně, celková inflace zvolnila tempo na 1 %. Bank of Japan na posledním zasedání ponechala cílový výnos 10letých japonských státních dluhopisů na 0 % a základní úrokovou sazbu na -0,1 %.

Růst na rozvíjejících se trzích se i přes podstatné rozdíly mezi jednotlivými zeměmi dále zlepšuje. Očekávání předčil HDP Číny za 4Q, ekonomika rostla meziročně o 6,8 %, zatímco trh počítal s 6,7 %. Celoroční čínský růst za rok 2017 dosáhl dokonce tempa 6,9 %. Z dalších čínských makrodat překonaly odhady průmyslová výroba a investice, naopak maloobchodní tržby za prosinec zklamaly. Čínská obchodní bilance skončila v prosinci oproti odhadům ve větším přebytku, za tímto výsledkem stál silnější export (+7,4 % r/r) v kombinaci s daleko slabším importem (+0,9 % r/r).