

EKONOMIKA A TRHY

ZÁŘÍ 2022

Včetně podcastů

Co se děje ve světě?

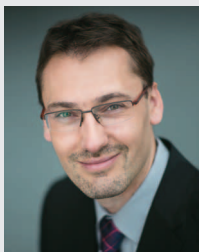
- Nová inflační čísla z předních světových ekonomik zatím nepřinesla úlevu.
- Šéf Fedu zmařil naděje na obrat americké měnové politiky. Světové akcie i dluhopisy reagovaly poklesem.
- Výsledková sezóna za 2. kvartál dopadla nad očekávání příznivě.
- ČNB intervenovala na podporu koruny, která by jinak podlehla negativnímu sentimentu vůči rizikovým aktivům.

Co děláme v portfoliích?

- Podíl akcií máme kvůli vyšším geopolitickým rizikům nastaven pod neutrální úrovní.



- Držíme zvýšený podíl asijských akcií, které by měly být méně exponované na rusko-ukrajinskou válku.
- Sektorově upřednostňujeme těžáře ropy a zemního plynu a defenzivní sektory, jako jsou zdravotnictví a zboží nezbytné potřeby. Z témat máme zastoupeny alternativní energie.
- V dluhopisové strategii zůstáváme na neutrální úrovni durace.



Náš výhled na portfolia

Podobně jako v červenci, také první polovina srpna se nesla ve znamení pozitivní nálady. Dle očekávání, výsledky společností poskytl vzpruhu akciovému trhu a vysoké výnosy přilákaly kupce k českým fixně úročeným aktivům. Evropské ekonomiky však nadále trápily rostoucí ceny energií, které dosáhly

bezprecedentních výšin, volající po politickém zásahu. Ke konci měsíce navíc zasadilo ránu akciovým trhům pravidelné roční setkání centrálních bankéřů v americkém Jackson Hole. Guvernér Fedu zde zopakoval odhodlání „zatočit“ s inflací a držet úrokové sazby na zvýšené úrovni po delší dobu. Ne, že by byl boj proti inflaci špatný, trhy se však v současnosti obávají příliš přísné měnové politiky, která může slabnoucí ekonomiku uvrhnout do hlubší recese. Obava z přílišného ochlazení ekonomiky se neustále vrací do hry a je to téma, kterého se v nejbližší době nejspíše nezbavíme. Zvláštnost situace však podtrhuje trh práce, který je (nejen) v USA stále velmi utážený, tj. s nízkou nezaměstnaností a rostoucími mzdami. Proto bude důležité sledovat, jaká čísla nám statistické úřady po konci léta přinesou.

Pavel Kopeček, portfolio manažer ČSOB Akciového a akciové složky ČSOB Bohatství

EUR/USD: Rok 2022 ve znamení silného dolaru



Zdroj: Bloomberg.

Ekonomický výhled

| | HDP (roční změna, v %) | | INFLACE (průměrná roční změna, v %) | |
|------------|---------------------------|------|--|------|
| | 2022 | 2023 | 2022 | 2023 |
| CZ | 2,3 | 1,1 | 16,5 | 9,5 |
| EMU | 2,8 | 0,4 | 7,5 | 4,3 |
| USA | 1,5 | 0,8 | 8,0 | 3,1 |

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

Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a měnových kurzů

| | | 09/2022 | 03/2023 | 09/2023 |
|------------|-------------------------|---------|---------|---------|
| CZK | 14denní repo sazba | 7,00 | 7,50 | 6,00 |
| | 10letý dluhopis | 4,69 | 4,45 | 4,20 |
| | USD/CZK | 24,58 | 24,96 | 25,35 |
| | EUR/CZK | 24,55 | 25,07 | 25,60 |
| EUR | Depozitní sazba | 0,00 | 1,25 | 2,50 |
| | 10letý dluhopis Německa | 1,56 | 2,13 | 2,70 |
| USD | Základní sazba* | 2,50 | 3,75 | 4,00 |
| | 10letý dluhopis | 3,14 | 3,47 | 3,80 |
| | EUR/USD | 1,00 | 1,00 | 1,01 |

*) Horní hranice pásma.

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

Pustě si naše podcasty s investiční tematikou.



Sledujte náš LinkedIn pro novinky ze světa investic.



Nečekaná síla dolaru

Není to poprvé v historii, kdy se ukazuje síla a význam americké měny. Globálně zaměřené portfolio se bez dolaru neobejde. Jde o nejvýznamnější světovou měnu, jejíž pozici v dohledné době těžko cokoliv ohrozí.

Kde se vzal dolar coby dominující rezervní měna?

Od ražby prvních mincí dolar urazil dlouhou cestu až do současné podoby bezkonkurenčně nejdůležitější měny světa. Šanci stát se globálně uznávanou měnou mají pouze ekonomiky významné pro světový obchod. Vývoj globálních rezerv je pozoruhodný a nejednou došlo k velké změně. Před dolarem zásadní roli hrála britská libra, která těžila z průmyslové revoluce a politického vlivu britského impéria. Ještě dříve světu dominovaly francouzské livry, holandské guldeny či španělské a portugalské realy, tedy reflexe síly tehdejších ekonomik umocňované zámořskými objevy.

Dolar začal získávat na důležitosti krátce po první světové válce. Americká ekonomika prošla touto válkou poměrně nepostížená, určitě v porovnání s rozbitými evropskými ekonomikami. Do USA se tehdy jako do bezpečné úschovy hmuly velké zásoby zlata z celého světa. Po druhé světové válce o roli USA jakožto globálního lídra světového obchodu už nikdo nepochyboval. V roce 1944 byl na konferenci v Bretton Woods v USA ustanoven brettonwoodský měnový systém. Americký dolar získal status oficiální celosvětové rezervní měny, od které navíc byly odvozeny měny ostatních zemí. Současně Spojené státy musely garantovat směnitelnost dolaru za zlato v pevně stanoveném kurzu 35 dolarů za trojskou unci zlata. Systém vyžadoval od každé členské země, aby udržovala fluktuaci svých směnných kurzů v rozpětí jednoho procenta kolem pari hodnoty vyjádřené v amerických dolarech.

I když vazba dolaru na zlato skončila v roce 1971, dolar si uchoval svoji dominantní roli v globálním obchodě, který od té doby mnohonásobně narostl. Dohody z Bretton Woods rovněž na dlouho nadefinovaly světový finanční peněžní řád. V té době světové společenství založilo instituce hrající významnou roli dodnes (MMF, Světová banka).

Dle posledních dostupných dat z dílny MMF k prvnímu kvartálu 2022 současný koš světových rezervních měn vypadá následovně: dolar 59 %, euro 20 %, yen i britská libra po 5 %, jüan 2,9 %, kanadský dolar 2,5 %, australský dolar 2 %. Součet není plných sto procent, do celku vstupují ještě další měny. I když dolar dlouhodobě ztrácí (například v časech vzniku eurozóny měl

podíl přesahující 70 %), jeho pozice je stále neotřesitelná.

Dle odhadů MMF probíhá nadpoloviční část exportu mimo Ameriku i mimo EU v dolarech, v některých ekonomikách Asie a Latinské Ameriky toto číslo překračuje 75 %. Dlouhodobě se tyto poměry příliš nehybou. Obchodníci z Latinské Ameriky si raději koupí dolary, které pošlou do Asie za zboží, než aby obchodovali přímo svoji měnu třeba s měnou z Vietnamu či Malajsie.

Dolarový dluh? Pro strýčka Sama no problem

Díky globální roli amerického dolaru mají USA obrovskou výhodu v možnostech vlastního financování. Po dluhopisech v dolarech je vždy velká poptávka, což umožňuje americké vládě pohodlné a takřka nekonečné možnosti financování vlastního provozu. USA neznají nic takového jako financování v cizí měně, jev velmi běžný v rozvíjejících se ekonomikách. Dluhy v cizích měnách s sebou nesou velké riziko pohybu lokálních měn, respektive jejich oslabení s možným drtivým dopadem vyvolávajícím krizi platební bilance. USA si udržují velmi vysoký kreditní rating, tři áčka od agentur Fitch i Moody's. Když jim v roce 2011 agentura S&P odebrala jedno áčko na známku AA+, bylo z toho velké pozdvižení, nakonec však bez reálného dopadu. Rovněž americkou výnosovou křivku pozorně sledují investoři z celého světa, neboť výše úroků ovlivňuje ceny aktiv doslova po celém světě. USA se tedy mohou vesele zadlužovat bez obav o svoji dluhovou službu, což je v ostrém protikladu s menšími ekonomikami. Můžeme se bavit o tom, že je to nefér, ale faktem je, že malé ekonomiky mají svůj dluhový stop mnohem níže než velké země se silnou ekonomikou a přístupem k financování ve světové rezervní měně. Kromě USA dolar používá jako své oficiální platidlo jedenáct zemí. Může být překvapivým faktem, že více než 65 zemí má svoji „nevýznamnou“ měnu zavěšenou na americký dolar.

Těžko konstatovat, jestli jde o příčinu, či ekonomický důsledek, ale kromě síly ekonomiky může hrát roli i vojenská přítomnost USA ve světě. Britská libra ztrácela svoji sílu v padesátých letech, kdy se rozpadalo britské impérium a Británie opouštěla Indii, Palestinu a jiné regiony. Podobně před ní francouzská livra doplatila na porážku Napoleona.

Euro

Euro bylo vytvořeno původně jako bezhotevostní měna v roce 1999, bankovky začaly po Evropě sčítat od ledna 2002. Co se týče vzniku eurozóny, nešťastnému Řecku byl vstup do eurozóny o rok odložen, neboť bylo třeba získat čas na zametení účet-

ních problémů pod koberec, které stejně nakonec vyhrězly na povrch o dekádu později. I přes mnohé problémy si euro rychle získalo své důležité postavení ve světovém obchodě i mezi rezervními měnami centrálních bank. Pětina globálních rezerv je uložena v euro a jde o etablovanou světovou měnu, i když v českém prostředí pravidelně zaznívají soudy, že se euro každou chvíli zhroutí.



Čínská snaha o alternativu

Po rozpoutání ruské invaze se objevují snahy o alternativní vypořádávání obchodních toků mimo dolar. Mezi indickými obchodníky vzrůstá množství plateb v jüanech za ruské komodity a například i Saúdům Čína nabízí za jejich ropu jüany. I když může role jüanu dále časem vzrůstat, stále platí spíše za doplněk. Velkým omezením zůstává relativní kapitálová uzavřenost Číny před světem. O rezervní měny je ve světě zájem, pokud mají země otevřený kapitálový trh, funguje emisní mechanismus dluhopisů a v každé fázi cyklu je k dispozici dostatečná likvidita. To všechno musí být podepřeno stabilním a čitelným politickým a regulačním prostředím.

Proč je nyní dolar tak silný?

Na trzích letos vidíme odklon od rizika, padají všechny třídy aktiv a v takovém prostředí mívá dolar tendenci posilovat právě z důvodu transparentnosti, historické prověřenosti a celkové důležitosti. Investoři v časech stresu touží po aktivech denominovaných v dolarech a takto měnu dále posilují. Následy dolar výrazněji posiloval na jaře 2020. Krátkodobě ovlivňuje kurz měnová politika. Fed se rozhoupal k akci dříve a dynamičtěji než ostatní velké centrální banky, především ECB a Bank of Japan, a už nyní má sazby stejně vysoko jako před pandemií. Jde o nejméně utahování od 80. let, které bude nejspíš pokračovat. Dolar posílil nejen vůči euro ale proti prakticky všem měnám. Kromě úrokového diferenciálu euro navíc škodí větší citlivost eurozóny na negativní ekonomické dopady válečného konfliktu. V každém případě má dolar nezastupitelnou roli nejen v trezorech centrálních bank a světovém obchodním toku, ale také v životě investora. Na tomto se v bližší ani vzdálenější budoucnosti pravděpodobně mnoho nezmění.

Jaroslav Vybíral, hlavní investiční stratég, ČSOB Asset Management

Psáno pro HN.

Upozornění:

Materiál Ekonomika a trhy je připraven odborníky ze společnosti ČSOB Asset Management, a.s., investiční společnost, člen skupiny KBC. Při přípravě materiálu se vychází z aktuálně dostupných ekonomických informací a jejich zhodnocení v čase přípravy (tento materiál byl připraven k 1. 9. 2022). Materiál neslouží k poskytování osobního investičního poradenství, nepředstavuje analýzu investičních příležitostí nebo investiční doporučení k nákupu či prodeji jakýchkoliv investičních nástrojů ani veřejnou nabídku. O případné vhodnosti investičního nástroje uvedeného výše se poradte s vaším Premium bankéřem.