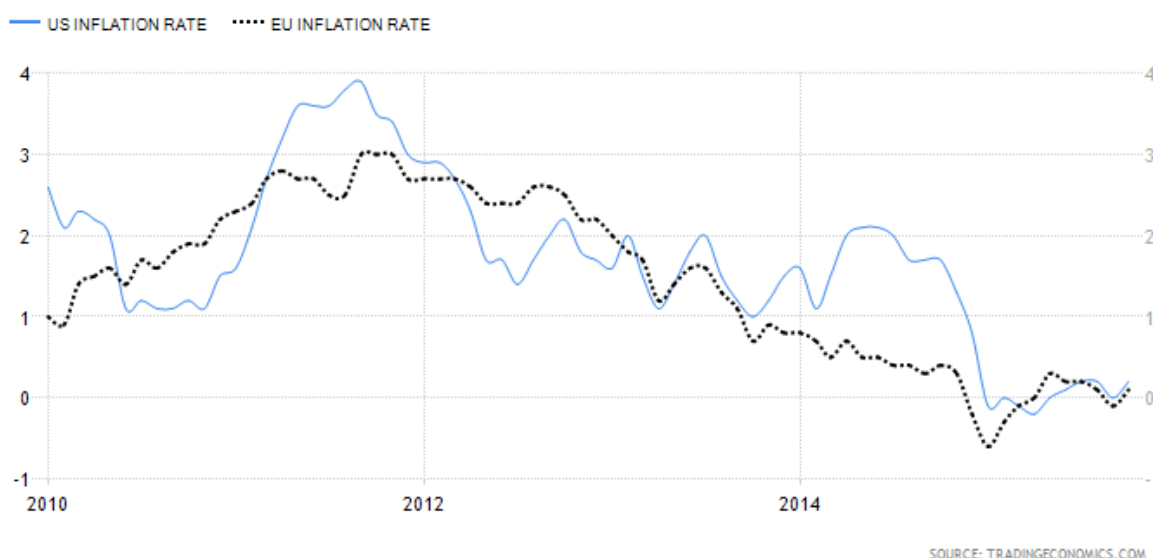


# Závěr roku na trzích významně v režii centrálních bank

Tomáš Plundra

Letošní kalendářní rok se chýlí pomalu ke svému konci a lze z pohledu akciových investorů konstatovat, že nebyl rozhodně nudný. V posledních týdnech roku 2015 bude zcela jistě patřit pozornost centrálním bankám, kdy u dvou světově nejsledovanějších (FED a ECB) čekají investoři na prosincových zasedáních změny v jejich dosavadní politice. Ve Spojených státech se FED pravděpodobně (konečně) uchýlí ke zvýšení základních úrokových sazeb, které drží na nule již od roku 2009. Americká centrální banka nezvyšovala základní úrokovou sazbu dokonce od června roku 2006, tedy neuvěřitelných téměř 10 let. O zahájení růstu sazeb se hovoří již nějakou dobu a poslední silná data z trhu práce v kombinaci se zveřejněným zápisem FOMC výrazně zvýšila pravděpodobnost učinění tohoto rozhodnutí na prosincovém zasedání. Naopak v Evropě rostou sázky na zcela opačný směr měnové politiky, když ECB pravděpodobně dále uvolní pomyslné „kohouty“ a bude se tak snažit ještě více podpořit ekonomický růst a především spotřebitelské ceny. Na možné scénáře a pravděpodobné tržní reakce se podrobněji podívám v následujících odstavcích.

Obr. 1: Porovnání míry spotřebitelských cen v USA a eurozóně



Zdroj: tradingeconomics.com

Tabulka 1: Hlavní úrokové sazby a makro data v USA a eurozóně

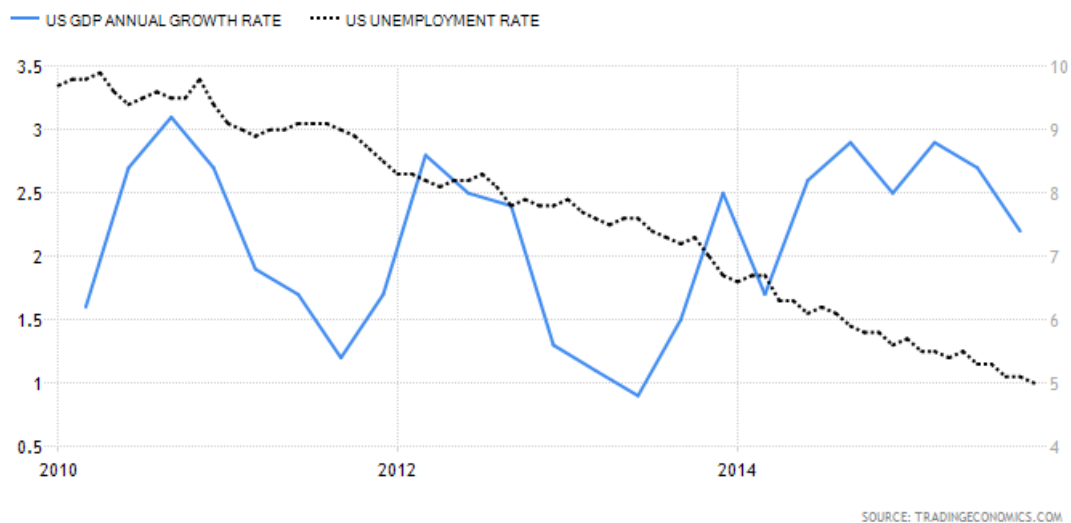
Úrokové sazby a další makro ukazatele v USA a eurozóně		
Region	USA	eurozóna
Refinanční sazba	0,25 %	0,05 %
Depozitní sazba	0,00 %	-0,20 %
HDP 3Q (q-q)	2,10 %	0,30 %
HDP 3Q (y-y)	2,20 %	1,60 %
Nezaměstnanost	5,00 %	10,80 %
Inflace	0,20 %	0,10 %
Dluh/HDP	103 %	92 %
Počet obyvatel	319 mil.	338 mil.

Zdroj dat: tradingeconomics.com

### USA: Trhy očekávají start růstu sazeb

V podstatě celý letošní rok se tak nějak očekávalo první zvýšení úrokových sazeb ze strany americké centrální banky, když jako nejpravděpodobnější termín se zdálo zářijové zasedání. Globální turbulence na trzích, obavy z Číny a nepřesvědčivá makro data nakonec sebrala odvahu zámořským centrálním bankéřům a očekávání startu růstu sazeb se rázem začala přesouvat až do příštího roku. S následnou říjnovou akciovou rally a silnými daty z pracovního trhu se však prosincový termín vrátil velmi výrazně do hry. Obecným faktem je, že období nulových sazeb je extrémně dlouhé (od 16. prosince 2008). FED na jedné straně stále čeká na co nejpříznivější podmínky a sledované ukazatele. Na druhé straně si je však vědom, že by s růstem sazeb neměl již příliš otálet, když každé odložení je v podstatě také zvýšením rizikem. Nyní vše nasvědčuje tomu, že k prvnímu zvýšení dojde právě na prosincovém zasedání (16. prosince 2015). I kdyby FED se zvýšením sazeb vyčkal až do roku 2016, tak je téměř jisté, že tempo zvyšování v nadcházejících měsících bude velmi pozvolné. Hlavní zámořské akciové indexy se nachází nedaleko historických maxim a s posledním růstem je znát, že trhy si současnou situaci vyhodnocují jako „růst sazeb = důvěra v ekonomiku“. Jinými slovy trh věří, že FED by bez důvěry v sílu amerického hospodářství sazby nezvyšoval a zároveň investory uklidňují predikce pomalého tempa zvyšování úrokových sazeb. Kombinace solidního růstu HDP a mírného růstu úrokových sazeb se silným pracovním trhem v zádech nemusí pro trhy znamenat žádné velké zemětřesení. Navíc čím dříve se sazby vzdálí současným nulovým hladinám, tím v lepší manévrovací pozici v budoucnu americká centrální banka bude. Jak už to ale bývá, trh není zcela jednotný. Stále existuje tábor, který varuje před podlomením zvedající se ekonomiky USA v případě zvýšení sazeb. Obává se také negativního dopadu na rozvíjející se trhy, zejména země, které drží značnou část svého dluhu v amerických dolarech.

Obr. 2: Růst HDP a míra nezaměstnanosti v USA

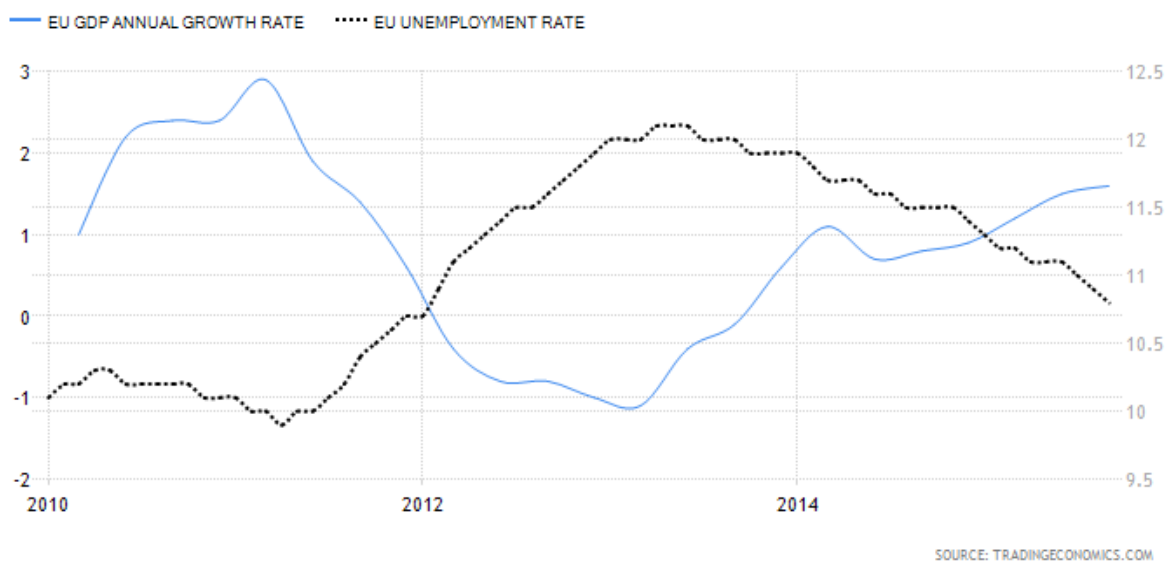


Zdroj: tradingeconomics.com

## Eurozóna: ECB naznačuje další měnové uvolnění

V eurozóně se měnová politika nachází ve zcela opačné situaci, než v USA. Evropská centrální banka drží úrokové sazby (teprve) od září loňského roku na historických minimech, když komerčním bankám půjčuje v podstatě zadarmo (0,05 %) a depozitní sazbu drží dokonce v záporu (-0,20 %). ECB na svém lednovém zasedání rovněž rozhodla o evropském programu QE, tedy nákupu dluhopisů a tím spustila pomyslné tisknutí peněz do ekonomiky. Banka se zavázala minimálně do září příštího roku nakupovat dluhopisy v objemu 60 miliard euro měsíčně. Analyzovat jak velký poměr se ve výsledku skutečně do reálné ekonomiky prostřednictvím úvěrů dostane a kolik „nepotřebné cashe“ uvízne na účtech komerčních bank, nebudu. Podobných analýz existuje celá řada a osobně nevím o žádné, která by poukazovala na vysokou efektivnost tohoto kroku. Vedle obecné podpory ekonomiky se ECB snaží především podpořit růst inflace blíže k cíli 2 %. Právě extrémně nízká úroveň spotřebitelských cen v eurozóně je hlavním důvodem, proč centrální bankéři v čele s Mariem Draghim v posledních týdnech stále více naznačují, že jsou připraveni brzy učinit další potřebné kroky. Z počátku se hovořilo především o prodloužení termínu nákupu aktiv za horizont září 2016. Nyní se však zdá jako nejpravděpodobnější scénář další snížení úrokových sazeb a zároveň navýšení měsíční hodnoty nákupu dluhopisů.

Obr. 3: Růst HDP a míra nezaměstnanosti v eurozóně



Zdroj: tradingeconomics.com

### Jakou lze čekat reakci akciových trhů na změny politiky centrálních bank?

Standardně zpřísnění měnové politiky centrální banky není příliš dobrou zprávou pro akcie a obráceně monetární uvolnění bývá zpravidla akciím podporou. Jednou z důležitých vlastností kapitálových trhů je předvídatost, respektive započítávání očekávané budoucnosti do současných cen. Do jaké míry jsou očekávaná rozhodnutí centrálních bank započítána do současných úrovní akciových indexů je otázkou. V posledních odstavcích nastíním 2 potencionálně nejpravděpodobnější scénáře, které nás v prosinci čekají. Zároveň řádky doplním o komentář s osobním názorem, jak budou trhy dle mého pohledu reagovat.

#### 1) ECB uvolní monetární politiku a FED ji naopak začne utahovat

Aktuálně trhy považovaný nejpravděpodobnější scénář. Očekává se, že Evropská centrální banka (3. 12. 2015) sníží úrokové sazby a své rozhodnutí ještě okoření mírným navýšením měsíčního objemu nákupu aktiv. Ve hře je samozřejmě také pouze jeden krok, či bychom neměli zapomínat ani na možné časové prodloužení QE. Dle posledního vývoje akciových trhů v Evropě a jejich tržních reakcí na komentáře členů ECB lze z určité části považovat tento krok v ceně akcií za započítaný. Na druhé straně jsem přesvědčen, že pokud ECB nezklame trhy například pouze symbolickou úpravou monetární politiky, nebo dokonce jen slovní intervencí, tak budeme svědky růstové rally evropských akcií v závěru roku. Krátkodobě odhaduji, že hlavní německý akciový index DAX 30 (lze obchodovat přes EXS1 či pákový DEL2) překoná hladinu 11 500 bodů a v horizontu několika málo týdnů by mě nepřekvapil růst na úroveň 12 000 bodů.

O 13 dní později (16. 12. 2015) bude oznamovat výsledky svého zasedání americký FED. Pokud dojde na aktuálně očekávaný scénář zvýšení úrokových sazeb, tak přes možnou krátkodobou volatilitu věřím, že se US akciové trhy s tímto krokem vypořádají solidně. Investoři se na postupné zpřísnění měnové politiky připravují již delší dobu a další posuny termínů by byly vnímány spíše negativně (obavy z kondice US ekonomiky). Navíc očekávám, že FED v případě zvýšení sazeb bude velmi razantně zdůrazňovat plánované pomalé tempo dalšího růstu, což bude vnímáno pozitivně. Ve spojení s tradičně silným závěrem roku („Santa Claus rally“) bych se nedivil, kdyby index S&P 500 uzavíral rok na úrovni historických maxim, či dokonce nad nimi.

## **2) ECB zakročí, FED bude ještě vyčkávat**

Dle mého názoru druhá nejpravděpodobnější varianta, kdy ECB v návaznosti na skutečně silné náznaky z posledních týdnů potvrdí svými kroky to, na co trhy již připravovala. Naopak FED může ovlivnit v rozhodnutí posunout růst sazeb do příštího roku další posílení amerického dolaru blíže k paritě s eurem a nelze vyloučit ani možná dílčí slabá makro-data oznámená v prosinci (především trh práce). Zde by velmi záleželo na komentářích a odůvodnění, proč očekávaný krok banka znovu odložila. V případě této varianty věřím v růst evropských akcií podobně jako v bodě 1) a americké indexy při zvýšené volatilitě odhaduji v závěru roku v pohybu převážně do strany.

**Přes silný říjnový růst osobně váhu pozic v portfoliu před závěrem roku na německém, ani americkém trhu nesnižuji a držím zainvestovanost na nadprůměrné úrovni. Žádné růsty však netrvají věčně, a pokud by se nastíněný scénář skutečně naplnil, budu s růstem akciových indexů pozice částečně redukovat a zvyšovat hotovostní složku portfolia.**