

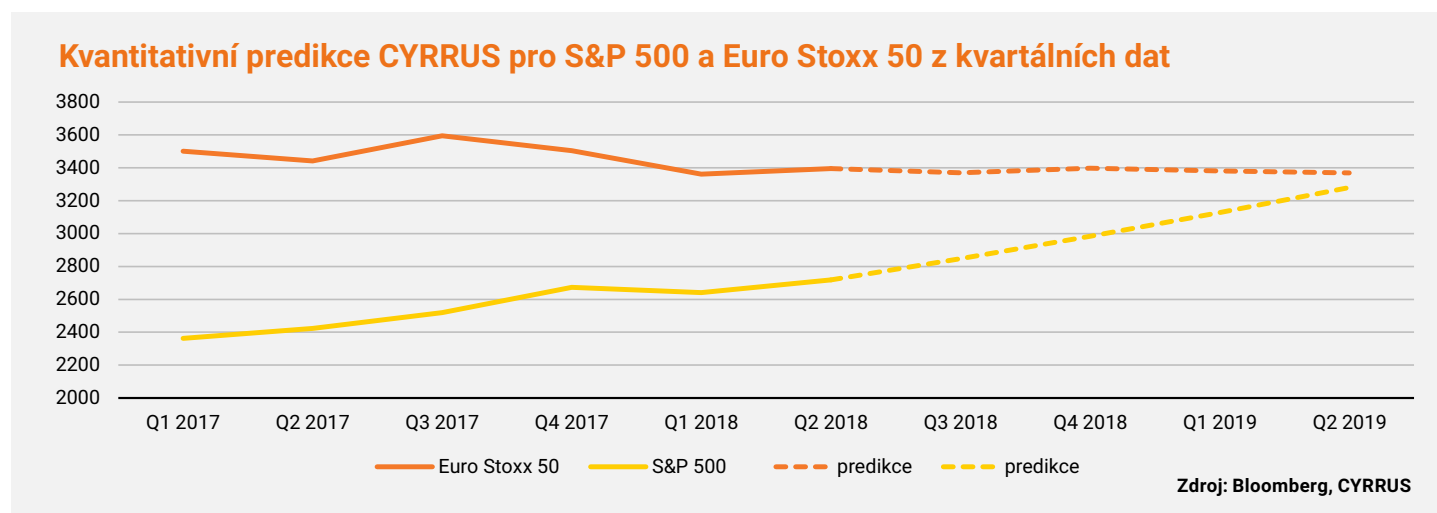
Statistický odhad budoucího vývoje akciových trhů

6. 9. 2018

Statistický odhad budoucího vývoje akciových trhů

Vliv makroekonomické situace na burzovní indexy posuzujeme jak z dlouhodobějších čtvrtletních dat včetně jejich predikcí, tak z nejaktuálnějších měsíčních dat a aktuální politické situace. Zpracovaná čtvrtletní data naznačují do příštího roku vysoký a stabilní růst u indexu S&P 500. Eurozónu reprezentovanou Euro Stoxx 50 pak podle kvantitativní predikce CYRRUS pro burzy čeká stagnace a mírný pokles. Vzhledem k možným rizikům a omezením plynoucím z podstaty a zdrojů vstupujících do kvantitativní predikce je však třeba tyto výsledky částečně korigovat.

V následujícím textu nejprve představíme kvantitativní predikci CYRRUS pro burzy po technické stránce. Dále se budeme věnovat makroekonomickým trendům, které predikce zohledňuje. V poslední části textu se zaměříme na rizikové faktory a nejaktuálnější data, která kvantitativní predikce nezohledňuje, a jejichž neočekávaný vývoj může mít zásadní roli.



Technická východiska kvantitativní predikce CYRRUS pro burzy

Predikci považujeme za užitečný nástroj, který však má svá omezení. Predikce neříká více než pravděpodobné hodnoty dvou hlavních burzovních indexů za předpokladu, že aktuální makroekonomická situace bude pokračovat bez větších šoků a v souladu se všeobecným očekáváním. Kvantitativní predikce z minulých let převzala poznatky o vztahu burzovních indexů a makroekonomických dat. Z těchto znalostí a predikcí makroekonomického vývoje byly spočteny budoucí hodnoty burzovních indexů.

S pomocí ekonometrických metod byla analyzována data z posledních 18 let. Výsledky predikce vychází ze zjištěných vztahů klouzavých průměrů burzovních indexů vůči klouzavým průměrům makroekonomických dat. Vývoj burzovních indexů bylo ve zkoumaném období možno vysvětlit z makroekonomických dat se statistickou spolehlivostí přes 60 % a predikce této zkušenosti využívá a aplikuje ji na konsenzuální odhad vývoje klíčových makroukazatelů.

Největší vliv na vývoj indexu S&P 500 byl zjištěn u makroekonomických dat posunutých dopředu o dvě čtvrtletí, nejsilnější roli dle statistické významnosti měly:

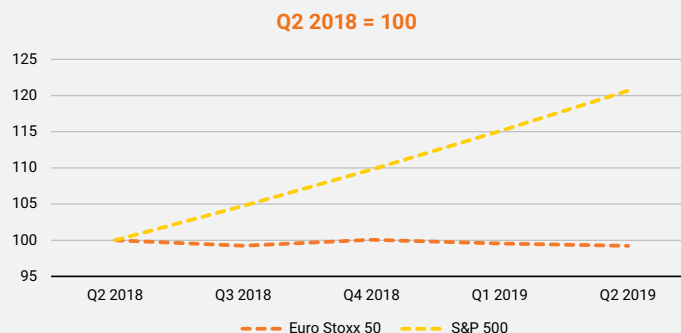
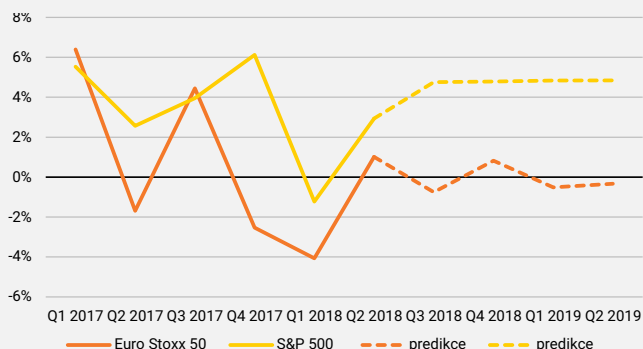
- Vývoj kurzu, kde slabší dolar tlačil index vzhůru.
- Dále růstu S&P 500 svědčí růst investic, nízká nezaměstnanost a nižší hodnoty deficitu běžného účtu.
- Vliv měl i ekonomický růst eurozóny, kde v souladu s očekáváním firmy z USA těžily z rostoucího HDP Evropy.

Vývoj Euro Stoxx 50 je nejsilněji provázán s makrodaty stejného období. Především:

- 3M mezibankovní sazba, jejíž zvýšení akciím nesvědčí.
- Běžný účet v přebytku a ekonomický růst.
- Neméně důležitá jsou data z USA ohledně ekonomického růstu, který evropským akciím svědčí.
- Negativně akcie reagují na rostoucí US investice a zlepšující se US běžný účet, který znamená méně nákupů z USA.

Vývojem zmíněných veličin lze vysvětlit přes 62 % chování Euro Stoxx 50 indexu a přes 60 % S&P 500. Makroekonomické ukazatele USA tedy mají silný vliv na oba hlavní indexy, kdežto evropská data se s výjimkou růstu projevují výrazněji jen na Euro Stoxx 50. S&P 500 citlivěji reaguje na budoucí hodnoty makroekonomických ukazatelů, což svědčí o vyspělosti amerického trhu.

Procentuální změny za čtvrtletí (QoQ) a divergence indexů dle kvantitativní predikce CYRRUS



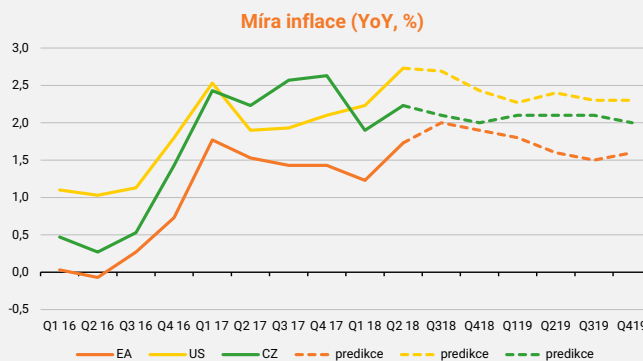
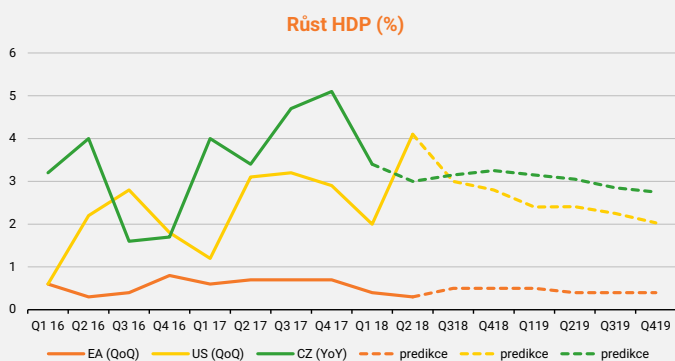
Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

Prakticky predikce funguje ve dvou krocích. Nejdříve se zjistí, která makroekonomická data statisticky významně ovlivňovala indexy. Následně se predikuje vývoj hodnot indexů pomocí těchto souvislostí a konsensem analytiků predikovaných hodnot makroekonomických veličin. Predikce je tedy závislá na dvou předpokladech. Prvním je, že se vztahy mezi makroekonomickými daty a burzami platné v minulosti nezmění. Druhým předpokladem je spoléhání na makroekonomické predikce. Tyto predikce obvykle dosahují dobrých výsledků pro několik příštích čtvrtletí, pak jejich úspěšnost klesá.

Makroekonomická východiska kvantitativní predikce CYRRUS pro burzy

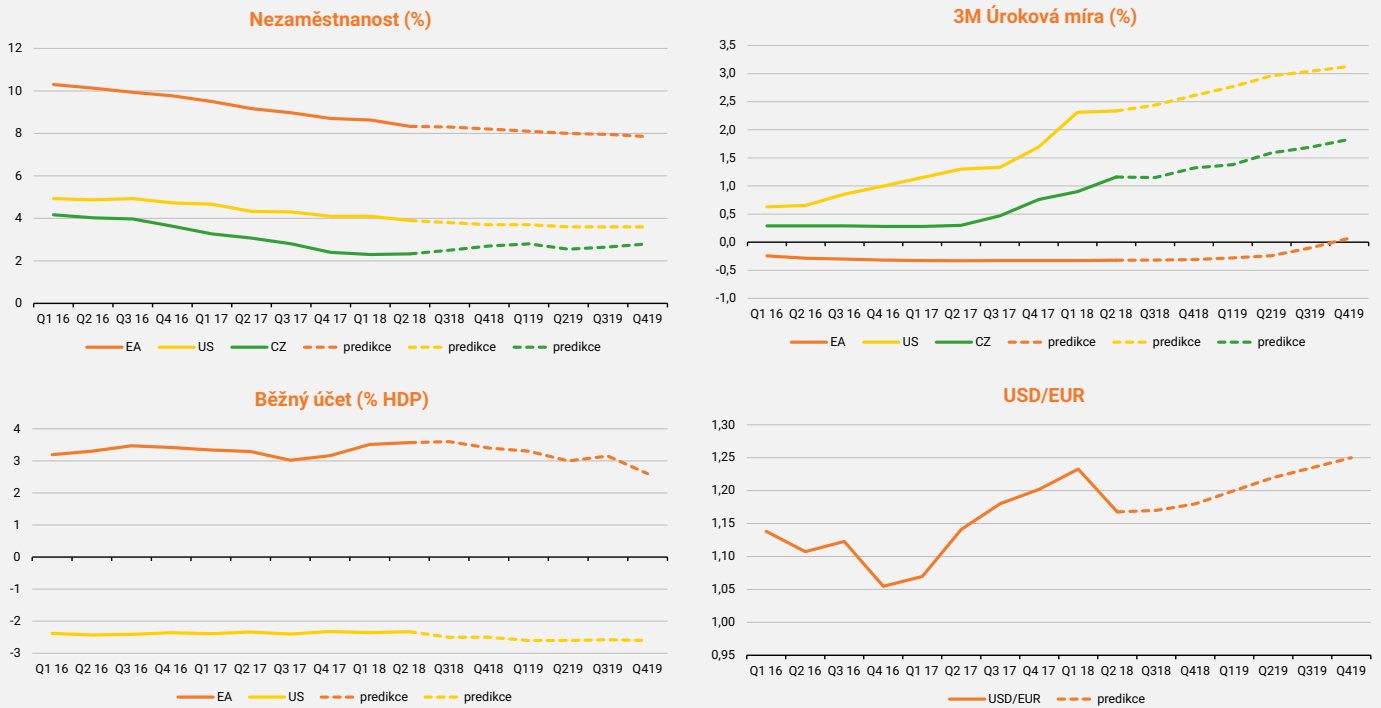
Makroekonomický vývoj v USA i eurozóně za sebou má dobré období s nízkou volatilitou a data zatím neukazují důvody očekávat v příštích čtvrtletích změny. Na celkově velmi příznivém výhledu nemění nic ani známé a dlouhodobě přetrvávající obtíže. Obě ekonomiky mají relativně vysoké dluhy veřejných financí HDP. V USA se navíc projevuje pochopitelná, ale ne zcela uklidňující provázanost růstu S&P 500 s růstem dluhu klientů využívajících pákové obchody na NYSE (dle Margin debt na NYSE zveřejňovaném společností FINRA). USA se potýká s nepříznivým stavem běžného účtu, který však pouze ukazuje, že USA stále přitahují investice ze zbytku světa. Eurozónu drží zpět zejména její jižní část, kde vlivem nezdařených regulací na trhu práce (Španělsko) a vlivem dalších faktorů, zejména pro jižní státy nepřiměřeně nízké úrokové míry a štědrého sociálního systému, značně vzrostla nezaměstnanost a to převážně mezi mladými lidmi.

Hlavní makroekonomické ukazatele a jejich predikce (část 1)



Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

Hlavní makroekonomické ukazatele a jejich predikce (část 2)



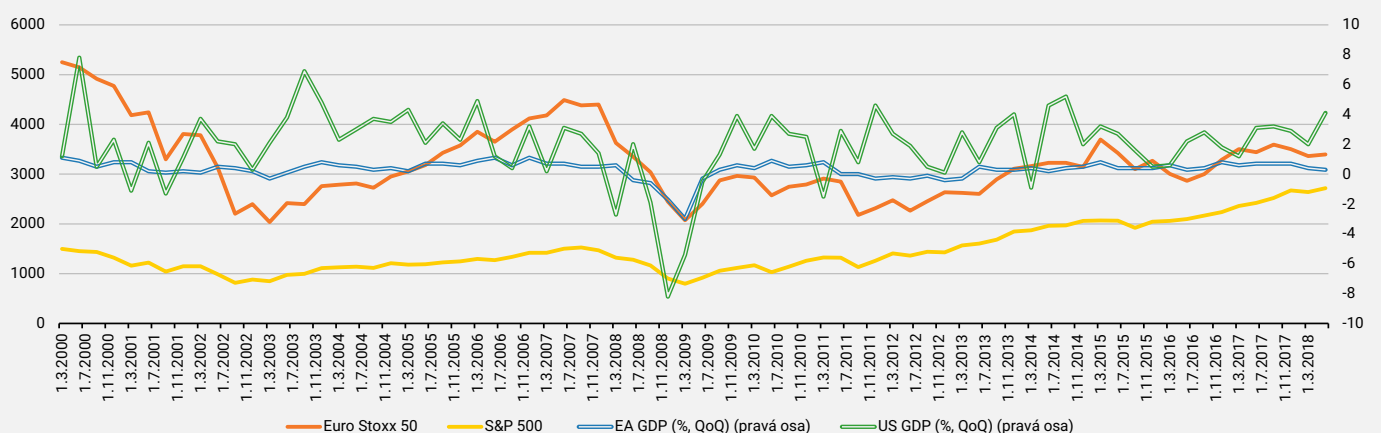
Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

USA udržují rychlejší tempo růstu

Velký rozdíl ve vývoji indexů dle kvantitativní predikce má svůj původ v pokračování trendu panujícího od 2009. Tehdy S&P 500 začal silně růst, v roce 2013 překonal historické předkrizové maximum a v růstu pokračuje. Oproti tomu Euro Stoxx 50 stále zdaleka nedosahuje hodnot, jichž nabýval před finanční krizí, a dokonce i před předcházející dot-com krizí. Indexy tak odrážejí makroekonomický vývoj. Eurozóna neměla ekonomický růst nad 1 % od předkrizového roku 2007 a nad 1,5 % se od zavedení eura nedostala nikdy. Oproti tomu USA poslední roky rostou okolo 2 % ročně a pod 1 % se dostaly naposled v krizi 2009.

I tak je vhodné vyhnout se přílišnému zjednodušení. Vlivem předchozího prudkého poklesu a pozitivního sentimentu totiž Euro Stoxx 50 rostl výrazně rychleji než S&P 500 od roku 2002 až do nástupu finanční krize i navzdory pomalejšímu růstu HDP.

Hlavní indexy a ekonomický růst



Zdroj: Bloomberg

Dravý Fed a nespěchající ECB

Po bezprecedentním období prakticky nulových úrokových sazeb podporujících snahu centrálních bank o stimulaci ekonomiky přešlo loni a předloni ekonomické oživení i do růstu cen. Centrální banky reagují zvyšováním úrokových sazeb každá svým vlastním

tempem odrážejícím důvěru v sílu růstového trendu vlastní ekonomiky a míru obav z možné inflace. Fed sazby letos zvýšil dvakrát, další dvě zvýšení plánuje a ve zvyšování sazeb by měl pokračovat i v roce příštím. Eurozóna zde značně zaostává, ale je možné, že poslední měsíční data na M2 povedou k urychlení růstu sazeb. Zde je patrný vliv dynamiky růstu USA, avšak též se otevírá prostor pro zrychlení eurozóny. Vyšší úrokový diferenciál mezi ekonomikami může vést k výraznějšímu oslabení eura, které by nahrálo evropským exportům i burze.

Rizika kvantitativní predikce CYRRUS pro burzy

Kvantitativní predikce vychází z omezeného počtu ukazatelů a je postavena na několika předpokladech. Třebaže jí nastíněný scénář lze považovat za nejpravděpodobnější, není v žádném případě jediný možný. Následuje přehled klíčových faktorů, které mohou způsobit, že se burzy budou ubírat jiným směrem. Tato rizika jsou asymetrická, primárně upozorňují na možnost vyššího než kvantitativní predikcí implikovaného růstu Euro Stoxx 50 a nižšího růstu S&P 500.

- Zpomalení růstu sazeb

Predikce vychází z předpokladu pokračujícího rychlého růstu úrokových sazeb v USA. Z aktuálních dat a politického vývoje za podstatné považujeme bezprecedentní kritiku Fedu ze strany amerického prezidenta, který je nespokojen s minulými i dvěma plánovanými zvýšeními úrokových sazeb. Koncem srpna zveřejněné zápisky z jednání Fed naznačují, že se politickému tlaku ustupovat nechystá, avšak i tak je třeba vývoj sledovat velmi pečlivě. Jiná dynamika sazeb by zásadně ovlivnila makroekonomickou situaci obou ekonomik.

- Výrazně slabší euro

Predikce odráží analytický konsensus budoucího vývoje kurzu, který počítá s tím, že euro v roce 2019 bude získávat zpět něco ze ztracené pozice vůči dolaru. Tento předpoklad je postaven na několika faktorech předpokládajících, že USA musí zpomalit. Poslední dobou výrazně zrychlující růst USA musí narazit na strop v podobě plné zaměstnanosti, jelikož již nyní je nezaměstnanost nejnižší za 18 let. Burza atakující historická maxima naznačuje i další vyčerpání faktorů růstu. V případě, kdyby USA vysoké tempo vydržely, by však vysoký úrokový diferenciál mohl způsobit další posílení dolaru vůči euru. Slabé euro by nahrálo exportům zemí eurozóny i Euro Stoxx 50.

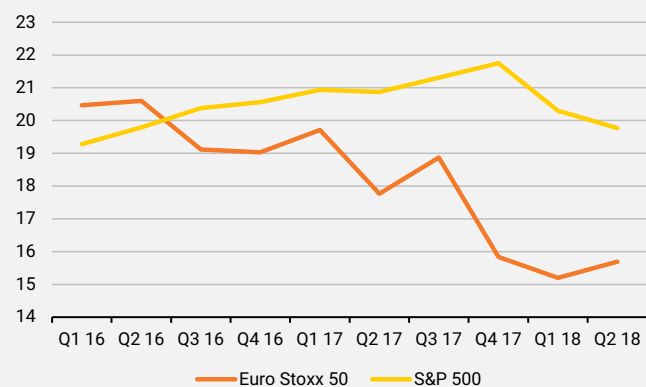
- Faktory technické analýzy

Historie mnohokrát ukázala, jak důležitý je pro burzy celkový sentiment. Klíčový ukazatel ceny akcií vzhledem k výnosům, sledovaný pro svou schopnost upozornit na potenciální přeprodanost či překoupenost akcií, naznačuje, že evropské akcie by mohly být aktuálně levné. Zejména vůči akciím americkým, pro které se ukazatel P/E drží poblíž 20, což lze považovat za vysokou hodnotu. V případě, že na tento či podobný aspekt technické analýzy zareaguje například velká banka a začne přesouvat prostředky do evropských akcií, může to mít na celkový vývoj burzy velký vliv, protože ji patrně začnou následovat další. Podobná situace už se ostatně na burzách ukázala v předkrizových letech 2002–2007. Tento samoregulační mechanismus je možné očekávat postupem času se vzrůstající pravděpodobností, jak se časem investoři budou rozhodovat, vybírat zisky a postupně se z úspěšných pozic stahovat.

- Volby do Kongresu

Další faktor potenciálně oslabující silnou pozici USA jsou volby 6. listopadu, kde ztrátou většiny v obou komorách Kongresu může být akceschopnost prezidenta značně oslabena. S blížícími volbami proto čekáme stupňující se politickou aktivitu, která ale nemusí mít pro burzu žádoucí výsledky.

Price/Earnings pro hlavní indexy



Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

Nejaktuálnější data a vývoj

Nejnovější měsíčně zveřejňovaná data předstihových ukazatelů ukazují drobné zpomalení, které lze připsat politickému neklidu, v jehož čele stojí pokračující obchodní války rozpoutané Spojenými státy. Nejistotu ze silícího protekcionismu pocítily v posledních měsících zejména automobilky.

Objednávky manažerů, navzdory prudkému poklesu USA z července, vykazují celkově horší vývoj za poslední měsíce v Evropě. Což se však dalo očekávat, jelikož je eurozóna s exportem 44 % HDP výrazně více otevřená zahraničnímu obchodu než velmi uzavřená ekonomika USA s exportem 13 % HDP. Právě uzavřenost ekonomiky USA dává americkému prezidentovi převahu v jednání s EU i čínskou protistranou (export Číny k HDP v poslední dekádě klesl z hodnot přes 30 % HDP pod 20 % HDP). Pozici Evropy zde částečně posilují předběžná data na srpen, dle kterých index objednávek mírně roste.

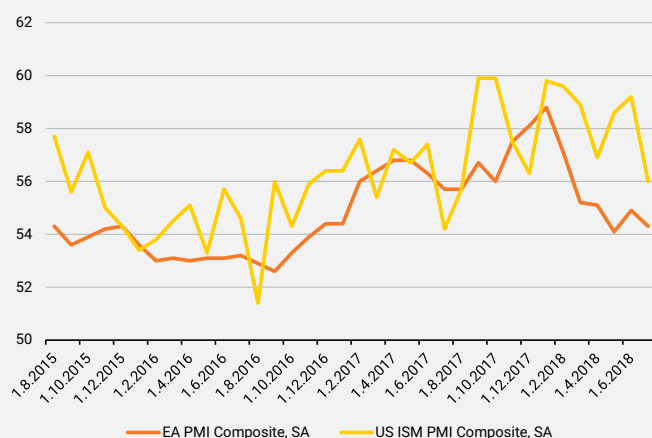
Taktéž stojí za zmínku, že si Trump pro vyhlášení pro obě strany nákladné obchodní války s Čínou velmi takticky zvolil období, kdy USA zažívají prudký růst a jisté ztráty ekonomika snadno snese. Na druhou stranu Čína právě prožívá ekonomické zpomalení.

Vytrvale nízká americká nezaměstnanost a silný dolar pak vypovídají o tom, že slabost rozvojových trhů USA svědčí. Dekády platí pravidlo, že aby měly potíže globální vliv, musejí vzejít ze Spojených států, případně v obrácené podobě, že potíže rozvojových trhů se USA nedotýkají, platí nadále. Posledních přibližně patnáct let se k tomuto pravidlu dodávalo, že se nesmí jednat o Čínu, nyní se ukazuje, že hrají-li v potížích Číny USA aktivní roli, tak jim ani potíže druhé nejsilnější ekonomiky neškodí a investoři se k nim obracejí pro větší stabilitu.

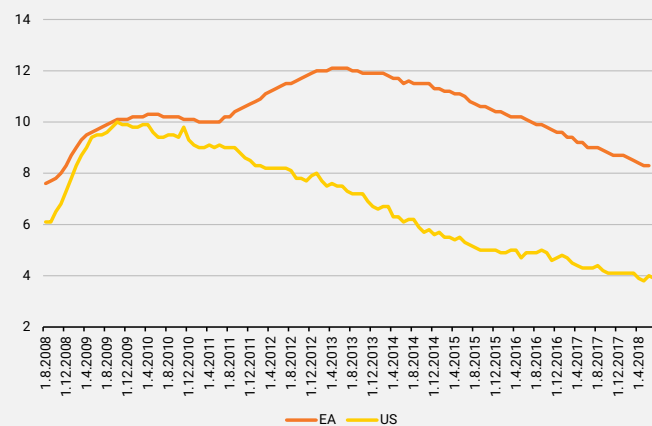
S ohledem na tyto poznatky není brzký konec obchodní války pravděpodobný, zejména ne ze strany USA. Vzhledem k neústupnosti představitelů nedemokratických či hybridních režimů, jako je třeba Turecko, tak lze očekávat, že obchodní války ještě neskončily. V listopadových volbách do Kongresu republikánům hrozí ztráta většiny jak ve Sněmovně reprezentantů, tak v Senátu, takže prezident Trump bude velmi pravděpodobně v aktivní až agresivní politice vůči ostatním zemím pokračovat. Výsledky potřebuje, a v případě zemí jako Turecko jich může dosáhnout buď tak, že dosáhne svého (propuštění vězněného občana USA) či posílí dolar další destabilizací rozvojových trhů.

Minulý i očekávaný růst je z dlouhého období potřeba vidět v kontextu hlubokého propadu HDP způsobeného finanční krizí. Takové vnímání objasní klid analytiků vzhledem k riziku potenciálního přehřátí ekonomiky USA. Třebaže totiž aktuální konjunktura trvá již od roku 2009, tak první čtyři roky šlo především o dohánění ztrát a další roky byly z velké části hnané prudkým technologickým pokrokem, který se zejména v burzovních indexech logicky projevit musel. Stojí tu tedy proti sobě velmi dobré hodnoty skoro všech ukazatelů na straně jedné a rostoucí zadlužení na straně druhé. Rekordně vysoké hodnoty dluhu k HDP i půjček realizovaných na burze je vhodné mít na zřeteli, avšak vzhledem k výkonosti světové ekonomiky bezprostřední riziko nepředstavují, to naopak pod vlivem vysokého růstu spíše klesá.

Indexy objednávek manažerů



Nezaměstnanost (% , SA)



Zdroj: Bloomberg, CYRRUS

ANALYTICKÉ ODDĚLENÍ

TOMÁŠ MENČÍK	Brno	mencik@cyrrus.cz	Hlavní investiční stratég
JIŘÍ ŠIMARA	Brno	simara@cyrrus.cz	Manažer strukturovaných produktů
PETR PELC	Brno	petr.pelc@cyrrus.cz	Portfolio manažer
TOMÁŠ PFEILER	Praha	tomas.pfeiler@cyrrus.cz	Portfolio manažer
ZDENĚK ROSENBERG	Brno	zdenek.rosenberg@cyrrus.cz	Senior analytik

TRADING & SALES

DENISA ŽUPOVÁ	Brno	denisa.zupova@cyrrus.cz
PETR PEŠEK	Praha	pesek@cyrrus.cz

Důležitá upozornění: Dokument byl zpracován společností CYRRUS, a.s., obchodníkem s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 (dále jen „společnost“). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a Frankfurt Stock Exchange (FWB) – Deutsche Börse. Společnost podléhá regulaci a dohledu České národní banky. Dokument je určen pouze pro reklamní účely a nebyl vytvořen za účelem komplexního průvodce investicemi. Poskytuje pouze krátký přehled o jednom z investičních produktů v současné nabídce. Dokument nenahrazuje odborné poradenství k finančním nástrojům v něm uvedeným, ani nenahrazuje komplexní poučení o rizicích. Dokument je určen výhradně pro počáteční informační účely a společnost důrazně doporučuje investorům podstoupit investiční a/nebo právní a/nebo daňové poradenství před tím, než učiní investiční rozhodnutí. Informace obsažené v tomto dokumentu nelze považovat za radu k jednotlivé investici, ani za daňovou nebo právní radu. Pokud se v dokumentu hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není, pokud v textu dokumentu není uvedeno jinak, zaručena. Investoři mohou získat při prodeji uvedeného investičního nástroje před datem splatnosti nebo při splacení investičního nástroje částku nižší než částku investovanou. Potenciální ztráta je omezena na původně investovanou částku. Informace jsou založeny na hrubé výkonnosti před zdaněním. Tento dokument obsahuje příklady vytvořené na základě analýzy scénářů vývoje podkladových instrumentů. Očekávání a predikce analytiků a stratégů nejsou spolehlivým indikátorem budoucího vývoje tržního kurzu dotčených investičních nástrojů. Příklady jsou založeny pouze na hypotetických předpokladech a neumožňují jakýkoli závěr o budoucím vývoji ceny investičního nástroje.

Při nákupu jakéhokoli produktu popsaného v tomto dokumentu nakupují investoři investiční nástroj od společnosti CYRRUS. CYRRUS není zástupcem emitenta, ručitele ani žádné z přidružených společností. Investor nebude v žádném smluvním vztahu s emitentem, ručitelem a žádnou z přidružených společností. Za tento dokument nese odpovědnost výhradně společnost CYRRUS. Emitent, ručitel a jejich přidružené společnosti nenesou žádnou odpovědnost za spolehlivost, přesnost a úplnost obsahu tohoto dokumentu, ani za jakákoli zde uvedená vyjádření, za výkonnost nástroje a za způsob propagace nástroje, zahrnující dodržování platných zákonů, předpisů a pravidel upravujících reklamu a propagaci investičních nástrojů. Emitent, ručitel a jejich přidružené společnosti se výslovně vzdávají jakékoli odpovědnosti za jakékoli přímé, nepřímé, následné nebo jiné škody, včetně ztráty zisku, která může investorovi nebo kterékoli třetí straně vzniknout na základě spoléhání se na informace uvedené v tomto dokumentu.

Zdanění je závislé na osobních poměrech každého investora a podléhá zákonným předpisům a dohledu příslušných úřadů. Tento dokument byl připraven s náležitou a patřičnou pečlivostí a pozorností, společnost však neposkytuje garance či ujistění, ať výslovné nebo předpokládané, o jeho přesnosti, správnosti, aktuálnosti nebo úplnosti. Z informací v tomto dokumentu není možné odvozovat žádná práva ani povinnosti. Informace o společnosti a podrobné informace o pobídkách a střetech zájmů naleznete na www.CYRRUS.cz v sekci O nás. Tiskové chyby vyhrazeny. Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost zakazuje zveřejnění a šíření dokumentu bez jejího písemného souhlasu. Společnost nenesou odpovědnost za šíření nebo uveřejnění dokumentu třetími osobami.