

predikce na 4. čtvrtletí

Dan Vořechovský



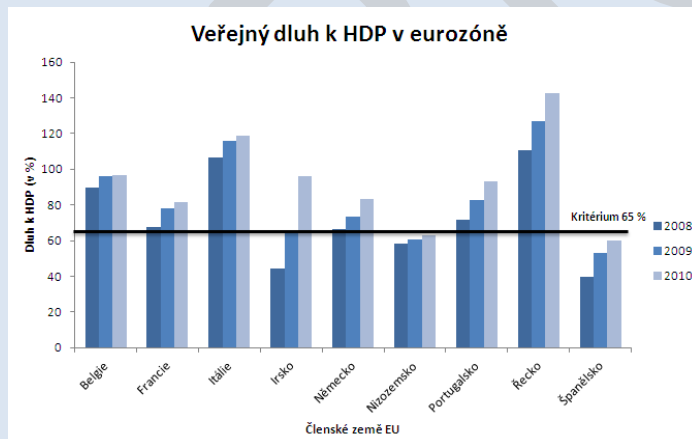
hlavní body

- zpomalování růstu v USA, Evropě a Asii bude pokračovat
- předpokládaný řízený bankrot Řecka ve 4. čtvrtletí
- snižování sazeb ECB a další monetární stimuly
- celosvětový pokles akcií a komodit
- zlato může přesáhnout hranici 2 000 dolarů za unci

makroekonomický vývoj

Hospodářský vývoj ve světě zaznamenává už od jara známky statistického zpomalování ekonomické dynamiky. Zpomalování se týká všech hlavních hospodářských regionů. A to navzdory enormně uvolněné měnové politice v USA, EU a v Japonsku. Hospodářský růst měly po recesi z let 2008 a 2009 pomoci nastartovat i vysoké fiskální výdaje, které však od loňska působí v mnoha zemích problémy.

Možnosti monetárních a fiskálních stimulací jsou tak v této situaci značně omezené. Úrokové sazby jsou obecně na



historických minimech, v USA a v Japonsku je už není kam snižovat (snížení FFR v USA z 0,25 na 0,00 % by nepřineslo nic), sazby lze ještě snižovat v Evropské unii a v Číně. V Číně však nelze počítat s jejich snižováním, protože Čína se potýká s rychlým růstem cen (protože růst spotřebitelských cen se v Číně týká primárně potravin, bude index CPI klesat, ale do konce roku nelze očekávat snižování úrokových sazeb). V Evropské unii se naproti tomu pravděpodobnost snižování sazeb blíží jistotě.

Fiskální stimulační „nehrozí“ v EU, v USA, ani v Japonsku.

Vzhledem k míře zadlužení lze počítat s tím, že v případě nástupu celosvětové recese by k rozsáhlé fiskální pomoci přistoupila Čína, aktuální to však není.

Ve 4. čtvrtletí budeme sledovat další zpomalování růstu, nástup recese však ještě nečekám. Recese nemusí ani přijít, alternativním vývojem je stagflace, i když ne v podobném rozsahu, jako v 70. letech minulého století. Výrazné zpomalení růstu HDP až k nule a případný propad by se měl dostavit v USA a v EU v příštím roce.

predikce na 4. čtvrtletí

Dan Vořechovský

Ještě do konce roku lze počítat s řízeným bankrotem Řecka, který bude spouštěcím faktorem restrukturalizace veřejných dluhů v celé EU. Tento problém bude výrazně ovlivňovat akciové, dluhopisové, měnové i komoditní trhy v celém 4. čtvrtletí. Otázkou zůstává, jak dlouho bude Řecko uměle udržováno v této agónii, která nepřináší pozitiva nikomu (snad kromě bank, které by jinak musely odepisovat výrazné ztráty).

akciové trhy

USA, Asie, Evropa

Předpokládaný vývoj akciových indexů ve 4. čtvrtletí 2011

Index	Hodnota na konci roku	Pokles proti 3. čtvrtletí*
Hang Seng	15 812	-12,5 %
Shanghai Composite	2 226	-8,5 %
S&P 500	999	-12 %
DJIA	9 690	-10 %
Nasdaq	2 110	-15 %
DAX	4 780	-8 %

* proti koncové hodnotě z 23.9.2011

Akcie na světových trzích po úspěšné první polovině tohoto roku na konci července pod tíhou dluhových problémů v eurozóně výrazně klesly. Protože tyto problémy přetrvávají a navíc se k nim přidaly obavy z hospodářského vývoje v USA a v Číně, akcie se od té doby volatilně pohybují v bočním trendu, kdy týdenní výkyvy dosahují i 10 %.

Poslední zklamání naděлил investorům jinak štědrý Santa Bernanke. FOMC se po dvoudenním zasedání minulý týden ve středu rozhodl, že nepřistoupí ke třetímu kolu kvantitativního uvolňování a provede „pouze“ očekávanou výměnu krátkodobých dluhopisů za dlouhodobé, aby „narovnal“ výnosovou křivku a snížil dlouhodobé úrokové sazby. Investoři však tento plán očekávali a doufali v mnohem razantnější zásah, proto byli výsledkem zklamáni a akcie rychle klesaly. Výkonný výbor americké centrální banky se pravděpodobně obává již poměrně rychlého nárůstu indexu spotřebitelských cen (a obává se právem,

protože skutečný cenový růst je mnohem vyšší než udávaných 3,8 %). V případě, že přicházející statistická data budou ukazovat na rychlé zpomalování hospodářské aktivity, můžeme očekávat, že se Fed pokusí ekonomiku dále stimulovat. Ve hře je tak stále i QE3. Oznámení takového kroku by akciím krátkodobě pomohlo (spíše v řádech dnů), fundamenty by ale nakonec převážily.

Téměř jistě naopak přistoupí k dalšímu uvolnění měnové politiky ECB, jejíž základní úroková sazba činí po červencovém zvýšení 1,5 %. Lze očekávat pokračující rozsáhlé nákupy dluhopisů „problémových“ členů eurozóny, a tedy silné tlaky na pokles eura (krátkodobě vedou tyto kroky k posilování, ale dlouhodobě nikoliv, protože fakticky jde o emisi peněz). Předpokládám, že hospodářská situace v Evropě se bude poměrně rychle zhoršovat, takže očekávám další pokles akcií, a to nejen v Evropě.

Situace v Asii je obecně mnohem lepší, ale vzhledem k exportní orientaci budou tamní ekonomiky zasaženy hospodářskými problémy v Evropě a ve Spojených státech. Akcie v Asii budou ve 4. čtvrtletí pod tlakem hospodářského vývoje v USA a v Evropě, přičemž očekávám, že rychleji budou klesat menší asijské ekonomiky, především Singapur a Hong Kong. Čína by naopak tak výrazný pokles zaznamenat neměla

predikce na 4. čtvrtletí

Dan Vořechovský

komodity

průmyslové komodity, drahé kovy, zemědělské komodity, energetické komodity

U komodit je důležité rozdělení do čtyř segmentů: průmyslové, energetické, zemědělské a drahé kovy. Nejvíce zasažen byl v poslední době segment průmyslových komodit, který je obecně silně cyklický. Pokles by měl pokračovat u všech průmyslových kovů napříč (měď, hliník, zinek, olovo, nikl), přičemž právě tyto kovy budou z komodit klesat nejrychleji.

Klesat budou i zemědělské komodity, i když tam by pokles u některých komodit nemusel být tak výrazný. Některé komodity jsou z podstaty cykličtější než jiné.

Hospodářským poklesem budou silně zasaženy **káva** (arabica i robota; větší pokles lze vzhledem k úrodě předpokládat u roboty; arabica na tom ovšem nebude o moc lépe, protože letošní produkce nebude navzdory slabšímu produkčnímu roku dvouletého cyklu v Brazílii o tolik nižší, než je zvykem, a produkce v příštím roce by měla znovu vzrůst) a **cukr**, v jejichž případě byly ceny vytlačeny primárně nepříznivým počasím v Brazílii, která je dominantním producentem těchto komodit. Nepříliš dobrá sklizeň cukrové třtiny v Brazílii byla vykompenzována silnou úrodou třtiny a řepy v jiných zemích (v Evropě, v Indii). U cukru se dále k tlaku na pokles ceny přidává i cyklická poptávka, neboť cukr se ve velké míře především v Brazílii používá k výrobě etanolu, jehož spotřeba je výrazně ovlivněna hospodářskou situací. Další velkou „obětí“ by mělo být **kakao**, jehož úroda bude zřejmě kvůli příznivému počasí v Pobřeží Slonoviny velmi dobrá i v příští sezóně (očekává se rekordní produkce). Politická situace se navíc v této zemi stabilizovala a nová vláda je připravena reformovat tamní kakaový průmysl a zvýšit svůj podíl na světovém trhu na 50 %. I kakao je navíc spíše cykličtější komodita.

Stabilnější by naopak měly být ceny obilovin: **pšenice** a **kukuřice**. Důvodů je hned několik: sucho v USA, které je dominantním producentem kukuřice a čtvrtým největším producentem pšenice, postihlo letošní ozimou pšenici (i když loňský výpadek u dodávek pšenice z Ruska byl letos vyrovnán), u kukuřice právě probíhá sklizeň a na přesná čísla je nutné si ještě počkat. Dalšími faktory, které budou působit proti rychlému poklesu cen, jsou stabilní poptávka a nízké světové zásoby.

V posledních dvou týdnech výrazně klesly ceny **bavlny**, a to především z obav o poptávku. Ta klesá v Asii, kde tamní výrobci ruší své objednávky. Vzhledem k aktuální cenové hladině by však bavlna nemusela klesat tolik, jako jiné zemědělské komodity. S nárůstem ceny však počítat nelze.

Pokles se bude v širší míře týkat i energetických komodit **ropy** a **zemního plynu**. Obě komodity jsou sice vynikající dlouhodobé investice, ale vzhledem k hospodářskému výhledu nejsou vhodnými investicemi právě v tuto chvíli. Nepředpokládám však, že by ceny klesaly tolik, jako u průmyslových kovů. Zemní plyn by pak měl být relativně stabilní.

Poslední skupinou jsou drahé kovy, kam patří zlato, stříbro, platina a palladium. **Platina** a **palladium** jsou průmyslové komodity, které budou postiženy podobně jako ostatní průmyslové kovy (v mírně menší míře). Aktuálně se také ukazuje, že se k nim zřejmě přidá i **stříbro**, které je zhruba z poloviny využíváno v průmyslu. Stříbro minulý týden během dvou dnů ztratilo čtvrtinu své hodnoty. Důvodem byly zejména prodeje hedgeových fondů a uzavírání protipozic, tedy spekulací na

Předpokládaný vývoj komodit ve 4. čtvrtletí 2011

Komodita	Cena na konci roku	Pokles proti 3. čtvrtletí*
Kakao**	2 356	-12 %
Káva (ar.)**	206	-12 %
Cukr (č. 11)**	20,4	-15 %
Kukuřice**	600	-8 %
Pšenice**	624	-7,5 %
Sojová moučka***	299	-10 %
Ropa (WTI)	72	-10 %
Zemní plyn	3,515	-5 %
Zlato	1 560	-5 %
Stříbro	27,21	-12 %
Platina	1 447	-10 %
Palladium	570	-10 %

*Protí spotové ceně z 23.9.2011

**Futures březen 2012

***Futures leden 2012

predikce na 4. čtvrtletí

Dan Vořechovský

pokles, které pokles urychlily. S poklesem se dá počítat i v dalších týdnech, protože stříbro zjevně není vnímáno jako investiční instrument.

U **zlata** naopak nepředpokládám, že by mělo oslabovat stejně rychle jako jiné kovy. Na rozdíl od poslední recese bych na něm portfolio nestavěl, protože jeho cena je velmi volatilní a je stále otázkou, jak se k němu investoři budou stavět (do portfolia bych se ho nebál v omezeném množství zahrnout ani teď). Zlato uzavřelo minulý týden na ceně 1 650 dolarů za unci, a vzhledem k očekávanému makroekonomickému vývoji lze čekat spíše pokles než růst. Z dlouhodobého hlediska zůstává zlato navzdory velké cenové volatilitě bezpečným investičním nástrojem, protože zásahy centrálních bank do ekonomik neustále vzrůstají a snižují hodnotu měn. Zlato je uchovatelem hodnoty, jeho zásoby jsou stabilní a nová těžba ve srovnání se zásobami zanedbatelná. Vzhledem k nestabilitě nekrytých peněz se navíc zvyšuje pravděpodobnost opětovného využití zlata jako měny.

měny

americký dolar, euro, japonský jen, australský dolar, švýcarský frank

U měn očekávám další posilování amerického dolaru proti euru. **Americký dolar** je stále vnímán jako bezpečná měna, což je v tuto chvíli klíčové. Euro se naproti tomu bude dostávat do stále větších problémů a bude klesat na páru s dolarem i japonským jenem. Pozice proti euru na uvedených párech je pro čtvrté čtvrtletí jednou z klíčových investic.

Předpokládaný vývoj měnových párů ve 4. čtvrtletí 2011

Měnový pár	Kurz na konci roku	Pokles proti 3. čtvrtletí*
EUR/USD	1,2480	-7,5 %
EUR/JPY	97,25	-6 %
EUR/CHF	1,2500	+2,3 %
AUD/USD	0,8763	-10 %
NZD/USD	0,6968	-10 %

* proti poslední ceně z 23.9.2011

Velmi riziková je sázka na to, že Švýcarská centrální banka zvýší „zavěšení“ (v uvozovkách proto, že nejde o klasické zavěšení měny k jiné měně) **franku** k euru z hodnoty 1,20 na 1,25. Švýcarsko nepochybně bude chtít podpořit vývoz a dále oslabit frank, takže tento zásah je relativně pravděpodobný. Problém je, že nejde o tržní vývoj, takže tato investice je ryze umělé vyvolaná a nedá se odhadnout horizont její platnosti.

Další pokles můžeme čekat u **australského dolaru**, kde však již v uplynulých dvou týdnech došlo k výraznému poklesu (nedoporučuji však investovat proti dolaru na páru s eurem). Lze očekávat, že australská centrální banka velmi brzy přistoupí ke snižování sazeb, aby podpořila hospodářský růst ekonomiky, jejímž vývozem dominují komodity, po kterých bude v následujících měsících klesat poptávka. Toto očekávání se již zejména v uplynulých dnech postupně zakomponovává do ceny.