

Důvěru
je třeba si získat

Amundi
ASSET MANAGEMENT



**Investiční
strategie
a výhled
pro rok 2019**

1

Základní scénář: zpomalování růstu odlišným tempem napříč regiony, které může být synchronizované kvůli rostoucí rizikům (pravděpodobnost 70 %)

Rok 2019 bude vyžadovat, aby investoři byli obezřetnější. To neznamená pouze potřebu méně rizikových alokací, ale také selektivnější přístup k výběru zemí, sektorů a titulů, které by mohly být odolnější, tedy méně zadlužené, méně vystavené geopolitickým rizikům a finanční a hospodářské nerovnováze. Půjde zejména o udržitelnost budoucích výnosů.

Za tři hlavní témata lze proto považovat následující:

Přechod od ekonomického zrychlení ke zpomalení, ale nepůjde o žádné drama

Období synchronizovaného zrychlování, které charakterizovalo první polovinu roku 2018, zanechalo prostor pro mírné zpomalení globální ekonomiky v letech 2019 a 2020. To se týká zejména USA, kde by měl ztratit dynamiku fiskální stimul, který pomohl prodloužit cyklus a výrazně posílit růst zisků. To by mělo vést ke zdravému zpomalení a předejití dalšímu přehřátí hospodářství ve fázi plné zaměstnanosti. Na druhou stranu Evropa již nese břemeno (ekonomické a finanční) Brexitu a křehké italské fiskální disciplíny, je ohrožena rozvíjejícími se trhy a globálními geopolitickými riziky (např. vyšší cenou ropy).

Výhled pro Evropu zůstává nejistý a závislý na politické scéně, ale zdá se, že trhy již většinu špatných zpráv v cenách zohlednily. Japonsko se vzhledem k příznivé domácí situaci a omezené politické nejistotě jeví jako izolovanější region mezi největšími globálními hráči. Zpomalování bude zejména v první polovině roku 2019 pokračovat na rozvíjejících se trzích – jako dědictví problémů z roku 2018. Nestabilitu některých zemí zvýší rostoucí sazby v USA a silný dolar. Kromě toho se od velké recese více než zdvojnásobily půjčky v amerických dolarech nebankovním rezidentům z rozvíjejících se trhů. Dalším faktorem, který prohlubuje rozdíly mezi rozvíjejícími se trhy, je stoupající cena ropy, ze které profitují vývozci na rozdíl od dovozců. Mezi rozvíjejícími se ekonomikami však neočekáváme otřesy, neboť si myslíme, že čínská ekonomika zůstane odolná a tamní vláda bude pokračovat v zavádění fiskálních a monetárních opatření k udržení zpomalení ekonomiky pod kontrolou.

Obecně budou klíčovými tématy motory domácích ekonomik a odolnost vůči zpomalení světového obchodu. Globální ekonomika bude roztržštěnější a jednotlivé ekonomiky porostou odlišným tempem.

Přechod od přebytku likvidity od centrálních bank k další normalizaci a snižování likvidity

Zatímco v roce 2018 centrální banky do systému stále dodávaly likviditu, rok 2019 by mohl být prvním rokem, kdy to bude na vyspělých trzích naopak. V důsledku toho se měly finanční podmínky globálně zpřísnovat, což může být výzvou pro ekonomiky a sektory s vysokým zadlužením. Odlišné cíle centrálních bank mohou způsobit větší asynchronii v monetární politice. FED bude nejspíš i v roce 2019 pokračovat ve zvyšování sazeb, zatímco ECB bude teprve na začátku. Japonská centrální banka zůstane široce akomodativní. Na rozvíjejících se trzích bude převládat utahování měnové politiky kvůli rostoucím inflačním očekáváním.

Přechod od politických překážek k dominanci politiky

Rok 2018 lze označit za počátek období dominance politiky na finančních trzích. Politické faktory byly obecně vnímány jako riziko nebo překážka až do loňského roku, v současné době však hrají v ekonomikách a na finančních trzích klíčovou roli. Evropské parlamentní volby v květnu 2019 budou rozhodující pro pokračování integrace a přežití eura v dlouhodobém horizontu. Kromě toho bude ekonomiku a trhy nadále ovlivňovat protekcionistická politika amerického prezidenta Trumpa. Ačkoli v krátkodobém horizontu jsou USA relativně imunní vůči tarifům, důsledky této politiky by měly být brzy viditelné v nižších firemních ziscích a střednědobých dopadech na ceny. Ústup světového obchodu přichází po desetiletích otevřenosti a návrat k trendům zaměřeným více na domácí ekonomiku by mohl být přirozeným důsledkem obchodních válek.

2 Výhled pro investice

	Světové akcie	Výhled	Hodnocení
AKCIE	Světové akcie	Neutrální	Růst globální ekonomiky o 3 % je pro firemní zisky velmi příznivý. Jenže zpomalení ekonomiky v kombinaci se zastavením pumpování peněz do ekonomiky je rizikem pro akcie. Klíčová proto bude regionální diverzifikace, výběr kvalitních titulů a taktická alokace založená na regionální dynamice.
	USA	Mírně pozitivní	Očekává se, že americké akcie budou nadále překonávat ostatní akciové trhy z pohledu růstu zisku, i když by v roce 2019 již nemusely dosahovat takové nadvýkonnosti. Vrchol amerického cyklu je překážkou růstu P/E, takže by ceny akcií měly růst v souladu s firemními zisky.
	Evropa	Neutrální	Na trhy doléhají politické problémy. Růst firemních zisků je v porovnání s USA utlumen, ale ocenění je atraktivní, a pokud politická rizika zmizí, mohlo by přispět k růstu. Jakmile se vyřeší Brexit a ekonomický cyklus zesílí, britské akcie mohou těžit z vysokých dividendových výnosů.
	Japonsko	Neutrální	Politická situace v Japonsku je sice mnohem jasnější než v Evropě, ale růst zisků je ve výrazně zralejší fázi a prognóza růstu pro rok 2019 patří mezi nejslabší ze všech hlavních trhů. Výkonnost akcií bude výrazně záviset na vývoji jenu.
	Asie bez Japonska	Mírně negativní	Tento region (57 % Austrálie, 29 % Hong Kong) je velmi citlivý na Čínu, zejména co se týká cen komodit a obchodu. Čínský stimulační balíček, především pro infrastrukturu, by mohl přivést tento trh dočasně k růstu.
	Rozvíjející se trhy	Neutrální	Faktory, které budou v roce 2019 brzdit růst: utahování měnové politiky FEDu v první polovině 2019, více jstřábí centrální banky na rozvíjejících se trzích, zpomalování globální ekonomiky a problémy mezinárodního obchodu.
DLUHOPISY	Globální dluhopisy	Neutrální	Rok 2019 je výzvou k aktivnímu a taktickému investování do globálních dluhopisů se silným zaměřením na kvalitu. Krátká durace, která charakterizovala většinu roku 2018, by měla být nahrazena konstruktivnějším přístupem (zejména v USA), částečně jako zajištění proti globálním rizikům.
	Americké vládní dluhopisy	Mírně pozitivní	V první polovině roku 2019 by se měly úrokové sazby stabilizovat nebo mírně zvýšit. V nadcházejících měsících by měl zůstat 10letý výnos do splatnosti na současných úrovních. V druhé polovině roku může dojít k mírnému snížení těchto výnosů do splatnosti společně se zpomalením růstu americké ekonomiky a dosažením cíle FEDu ohledně normalizace sazeb.
	Americké firemní dluhopisy investičního stupně	Neutrální	Obecně už nemají tak atraktivní ocenění, na trhu je riziko negativních překvapení u ekonomických trendů a zprísňení finančních podmínek. Preferujeme vysoce kvalitní dluhopisy s nízkou durací.
	Americké firemní dluhopisy s vysokým výnosem	Mírně negativní	Výhled pro bankroty je sice v krátkodobém horizontu příznivý, ale rostoucí firemní dluh zvyšuje negativní dopad na ekonomiku. Ocenění dluhopisů s vysokým výnosem není vzhledem k rostoucím rizikům atraktivní.
	Evropské vládní dluhopisy	Mírně negativní	Holubičí ECB bude pravděpodobně k sazbám přistupovat obezřetně. Očekáváme, že desetileté německé dluhopisy porostou, ale v omezené míře. Po předchozí konfrontaci s EU je také větší šance na normalizaci italských výnosů.
	Eurové firemní dluhopisy investičního stupně	Neutrální	Politická rizika a slabší makroekonomický růst společně s ukončením programu nákupu firemních dluhopisů budou výzvou pro evropské firemní dluhopisy. Přesto zůstávají atraktivnější oproti těm z jádra eurozóny.
	Eurové firemní dluhopisy s vysokým výnosem	Mírně pozitivní	Přetrvávají velmi silné fundamenty a také dynamika nabídky a poptávky je příznivá. Upřednostňujeme taktický přístup k finančním titulům a eurovým dluhopisům s vysokým výnosem obecně, a to v závislosti na politických rizicích.
	Dluhopisy rozvíjejících se trhů	Neutrální	Po náročném roce jsme přesvědčeni, že se podmínky budou postupně zlepšovat, zejména ve druhé polovině z roku 2019. Dluhy v lokálních měnách nejsou moc atraktivní. V dalším roce se budeme zaměřovat na dluh v USD s nejlepším poměrem výnos/riziko.
OSTATNÍ	Komodity	-	Výkonnosti základních kovů a ropy se v roce 2018 výrazně lišily a myslíme si, že to tak bude i v roce 2019. Naše cílová pásma pro rok 2019 jsou 65–75 USD pro americkou lehkou ropu a 70–80 USD pro Brent. Zlato by mělo být považováno za smysluplné zajištění a ochranu před finanční krizí.
	Reálná aktiva	-	Vzhledem k nižším očekávaným výnosům by investoři s dostatečně dlouhým časovým horizontem mohli zlepšit diverzifikaci a návratnost prostřednictvím prémie za likviditu, kterou nabízejí investice do nemovitostí.
	Měny	-	Brexit a politický šum v eurozóně mohou nějakou dobu ovlivňovat libru a euro. Očekáváme, že dolar zůstane v krátkodobém horizontu silný a ve střednědobém horizontu oslabí, neboť kromě jiných faktorů může ekonomika dosáhnout zralé fáze svého cyklu, která obvykle vede k oslabení dolaru.

3 Regiony



SVĚTOVÁ EKONOMIKA

Rok 2018 měl být ve znamení synchronizovaného ožívování. To se však nenaplnilo. Protekcionistická opatření Donalda Trumpa od léta změnila pravidla hry. Rozvíjející se ekonomiky, z nichž některé jsou silně zadlužené, byly oslabeny posílením dolaru. Oslabení jejich měn vyvolalo v na těchto trzích inflaci a přinutilo banky zpřísnit měnovou politiku, což tyto ekonomiky zasáhlo masivním odlivem kapitálu. Vyspělé ekonomiky začaly zpomalovat.



USA

Ekonomika byla tažena akomodativní fiskální politikou, jejíž efekt pravděpodobně ještě nějakou dobu potrvá, ale příští rok by měl postupně odeznít. Očekáváme, že ekonomika zpomalí pod svůj potenciál, ale nikoli do konce roku 2019, ale až v roce 2020 by měl růst zpomalit o 1 procentní bod. Zpomalení by mělo negativní dopad na firemní zisky, zejména pokud se zvýší inflační tlaky, což je možné, protože ekonomika se nachází v blízkosti plně zaměstnanosti.



EVROPA

Evropa. Navzdory oživení, které začalo později než v USA, začaly některé ekonomiky v roce 2018 zpomalovat. Růst byl dorovnan na předkrizovou úroveň ve většině zemí, s výjimkou Itálie a Řecka, kde se na ni HDP nedostalo. Ke zpomalení růstu přispělo několik faktorů: zvyšování cen ropy, zpomalení světového obchodu a zpomalení na rozvíjejících se trzích. Vedle toho obavy vyvolala politická nejistota (Brexit, italský rozpočet). Možnost změny koalice v Německu po porážce dvou hlavních vládních koaličních stran (CDU a SPD) v komunálních volbách může znamenat konec éry Merkelové a zabránit iniciativě na posílení integrace eurozóny. Pravděpodobně bude nutné počkat na evropské volby v květnu 2019, nový parlament, Evropskou komisi a nového kancléře v Německu. Italská vláda se zdá být připravena odložit některá nákladná opatření. Budoucnost velké Británie zůstává nejasná kvůli Brexitu. Zdá se velmi pravděpodobné, že britská vláda a EU dospějí k dohodě, která Spojenému království umožní pokračovat v jednání během přechodného období (od března 2019 do prosince 2020).



JAPONSKO

Japonsko. Výhled zůstává příznivý. Zpomalení v polovině roku 2018 by mělo být přechodné. Myslíme si, že Japonsko je poměrně imunní vůči obchodním sporům mezi USA a Čínou. Jeho vývoz do USA a Číny je kolem 3 % HDP. To znamená, že zpomalení čínské ekonomiky kvůli sankcím by mělo být zhruba kompenzováno silou té americké (v krátkodobém horizontu). Navíc je poněkud překvapivé, že společnosti navzdory hrozbám globálního obchodu plánují zvýšit investiční výdaje nejvyšším tempem od roku 2007. Trh práce nebyl takto silný od roku 1974 a mzdy rostou nejrychleji za posledních 20 let (1,8 % ročně k polovině roku 2018). Zvýšení DPH plánované na říjen 2019 (z 8 % na 10 %) by mělo posílit spotřebu. Navzdory tomu by měl růst zpomalit na přelomu roku 2019 a 2020 pod svůj potenciál. Ale neočekáváme, že toto zpomalení vydrží dlouho.



ČÍNA

Čína. Nárůst protekcionistických opatření oslabil ekonomiku a zvýšil riziko prudkého zpomalení v průběhu roku. Čínské autority během léta změnilly kurz a rozhodly se pro stabilizační politiku. Čína využije všech nástrojů, které má k dispozici, aby zabránila tvrdému přistání. Je třeba mít na paměti, že čínské autority mají větší manévrovací prostor než ty americké. V této situaci očekáváme v Číně postupné řízené zpomalování.



OSTATNÍ ROZVÍJEJÍCÍ SE EKONOMIKY

Ostatní rozvíjející se ekonomiky. Zhoršující se domácí podmínky zejména ve spojení s riziky protekcionistických opatření ze strany USA mohou dolehnout na náladu firem a investice (zejména v severní Asii a Mexiku). Na druhé straně jiné země budou pravděpodobně schopny plnit své potřeby na infrastrukturu (např. Indonésie, Filipíny). Spotřeba by měla zůstat silná v ekonomikách s plnou zaměstnaností. Ačkoli mnoho rozvíjejících se ekonomik je zranitelných (Argentina, Turecko, JAR) a/nebo silně zadlužených, je třeba zdůraznit, že jejich nominální potenciální růst zůstává v porovnání s těmi vyspělými velmi vysoký.

4 Monetární politika



ČNB

ČNB očekává stabilitu sazeb, ale ve spojení s výrazným posílením koruny. My se však domníváme, že k tak výraznému růstu tuzemské měny nedojde, proto by se sazby v roce 2019 mohly zvednout 2–3krát o 0,25 %. Inflace by měla i příští rok zůstat nad 2% inflačním cílem ČNB.



FED

Do konce roku 2018 očekáváme ještě jedno zvýšení sazeb, v první polovině roku 2019 další zvýšení a ukončení režimu utahování měnové politiky.



ECB

Do konce roku 2018 ukončení programu výkupu aktiv a první zvýšení sazby ne dříve než v polovině roku 2019.



BRITSKÁ
CENTRÁLNÍ BANKA

V roce 2018 před vstupem do kritického období vyjednávání ohledně Brexitu neočekáváme žádné další zvýšení sazby.



RUSKÁ
CENTRÁLNÍ BANKA

Očekáváme přísnější monetární politiku vzhledem k očekávanému růstu inflace.



JAPONSKÁ
CENTRÁLNÍ BANKA

Očekáváme pokračování akomodační politiky nejméně do prvního čtvrtletí 2019.



ČÍNSKÁ
CENTRÁLNÍ BANKA

V létě proběhla změna politiky jako reakce na vyšší krátkodobá rizika růstu a obchodního napětí mezi USA a Čínou.



INDICKÁ
CENTRÁLNÍ BANKA

Očekáváno další zpřísnění měnové politiky vzhledem k inflačnímu výhledu a oslabování měny.



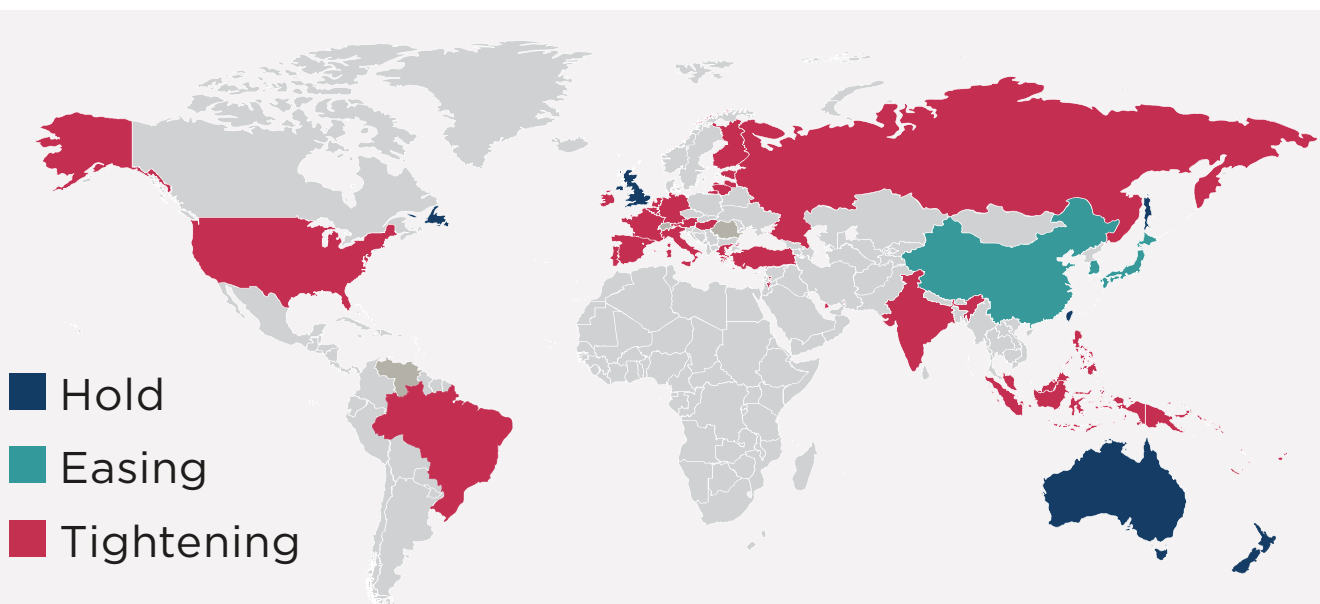
BRAZILSKÁ
CENTRÁLNÍ BANKA

Očekává se mírné utažení a mírné zvýšení inflace, avšak blízko cíle centrální banky.



CENTRÁLNÍ BANKY
ROZVÍJEJÍCÍCH SE TRHŮ

Měnová politika přešla do režimu utahování, aby se vypořádala s inflací a slabými měnami.



Source: Amundi, as of 5 October 2018. Indicative map for monetary policies. A reduction or end of QE interpreted as Tightening. Terms used: Federal Reserve (Fed), Swiss National Bank (SNB), Bank of England (BOE), People Bank of China (PBoC), Bank of Japan (BOJ), Riksbank (Swedish Central bank). BCB= Central bank of Brazil. CBR= Central Bank of Russia. European Central Bank (ECB). Emerging Markets (EM), RBI= Reserve Bank of India.

5

Jak úspěšná byla naše předpověď pro rok 2018?

Co bylo podle našich očekávání?	Co bylo jinak, než jsme čekali?
V ekonomice	V ekonomice
Globální růst se stabilizuje na úrovních roku 2017	Silnější růst v USA díky fiskální politice a desynchronizaci růstu
Jádrová inflace , i když v některých regionech zrychlí, zůstane utlumená	Specifická rizika na rozvíjejících se trzích (Turecko, Argentina)
Změny v monetární a fiskální politice – centrální banky postupně zmírní svou nadměrně uvolněnou politiku	Ochlazení evropské renesance z důvodu nedostatečných reforem a rostoucího populismu
	Eskalace obchodních válek a odvetných opatření
Na trzích	Na trzích
Přechod z režimu reflace aktiv do režimu pozdní fáze finančního cyklu.	Vysoká atraktivita amerických aktiv (nadvýkonnost amerických akcií díky růstu firemních zisků, posílení dolaru)
Níže výkonnost při zohlednění rizika proti předchozím letům	Úrokové sazby v USA vzrostly více, než se čekalo
Směr úrokových sazeb (očekávání pouze mírného zvýšení)	Rozvíjející se trhy v útlumu

Prohlášení o vyloučení odpovědnosti a záruk

Vedoucí editor: Pascal Blanqué
Editor: Philippe Ithurbide

Informace od MSCI mohou být použity pouze k vašim interním potřebám, nesmějí být jakkoliv reprodukovány ani dále šířeny a nesmějí být používány jako základ ani jako složka finančních nástrojů, produktů nebo indexů. Informace od MSCI nepředstavují investiční rady ani doporučení, na jejichž základě by mělo být učiněno (nebo naopak neučiněno) investiční rozhodnutí, a nelze se na ně jako takové odvolávat. Historické údaje a analýza by neměly být považovány za indikaci nebo záruku budoucí analýzy nebo předpovědi výkonnosti. Informace od MSCI se poskytují na základě principu „tak, jak jsou“ a uživatel těchto informací přebírá veškerá rizika související s jejich využitím. Společnost MSCI, všechny její dceřiné společnosti a ostatní osoby podílející se na shromažďování, počítání nebo tvorbě MSCI informací nebo do nich zapojené (souhrnně „strany MSCI“) výslovně odmítají veškeré záruky (včetně mimo jiné záruk originality, přesnosti, úplnosti, včasnosti, neporušování, prodejnosti a vhodnosti ke konkrétnímu účelu) týkající se těchto informací. Aniž by byla omezena platnost výše uvedených informací, neodpovídá žádná strana MSCI za případné přímé, nepřímé, zvláštní, náhodné, trestní, následné (včetně mimo jiné ušlého zisku) ani jiné škody. (www.msclub.com).

V Evropské unii je tento dokument určen pouze pro „profesionální“ investory podle definice ve směrnici 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů („MIFID“), pro poskytovatele investičních služeb a veškeré jiné profesionály ve finančním sektoru a případně dle místních předpisů, a pokud se jedná o nabídku ve Švýcarsku, na „kvalifikované investory“ ve smyslu ustanovení švýcarského zákona o subjektech kolektivního investování ze dne 23. června 2006 (CISA), švýcarské vyhlášky o kolektivním investování ze dne 22. listopadu 2006 (CISO) a oběžníku FINMA 08/8 o veřejné reklamě v rámci právních předpisů pro kolektivní investování ze dne 20. listopadu 2008. V žádném případě nesmí být tento materiál v Evropské unii distribuován neprofesionálním investorům podle definice v MIFID nebo v příslušných místních právních předpisech, popř. ve Švýcarsku investorům, kteří nespĺňují definici „kvalifikovaných investorů“ podle příslušných právních předpisů. Tento dokument není určen občanům či rezidentům Spojených států amerických ani žádné osobě USA, jak je tento pojem definován v nařízení SEC S podle amerického zákona o cenných papírech z roku 1933. Tento dokument nepředstavuje nabídku k nákupu ani žádost o prodej produktu a nesmí být považován za nezákonné obtěžování ani za investiční poradenství. Společnost Amundi nepřijímá žádnou odpovědnost, ať už přímou nebo nepřímou, která by mohla vyplynout z použití informací obsažených v tomto materiálu. Společnost Amundi nemůže v žádném případě nést odpovědnost za jakékoli rozhodnutí nebo jakoukoli investici učiněnou na základě informací obsažených v tomto materiálu. Informace obsažené v tomto dokumentu jsou vám poskytovány jako důvěrné a bez předchozího písemného souhlasu společnosti Amundi nesmí být kopírovány, reprodukovány, upravovány, překládány ani distribuovány žádné třetí osobě nebo subjektu v jakékoli zemi nebo jurisdikci, ve které by společnost Amundi nebo jakýkoli „Fond“ podléhal požadavkům na registraci v dané jurisdikci nebo kde by to mohlo být považováno za protiprávní. Tento materiál je tedy určen pouze pro distribuci v jurisdikcích, ve kterých je to povoleno, a osobám, kterým může být předán, aniž by byly porušeny platné právní nebo zákonné požadavky. Informace obsažené v tomto dokumentu se považují za přesné ke dni zveřejnění uvedenému na první straně tohoto dokumentu. Údaje, názory a odhady mohou být změněny bez předchozího upozornění.

Máte právo na informace o osobních údajích, které o vás vedeme. Kopii informací, které o vás vedeme, můžete získat tak, že pošlete e-mail na adresu info@amundi.com. Pokud máte obavy, že informace, které o vás vedeme, jsou nepřesné, zkontaktujte nás na e-mailové adrese info@amundi.com.

Dokument vydala společnost Amundi, „société par actions simplifiée“ - SAS, s kapitálem ve výši 1 086 262 605 eur - portfolio manažer regulovaný AMF pod číslem GP04000036 - sídlo: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - Francie - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Fotografie: iStock by Getty Images - metamorworks; blackdovfx

Amundi

ASSET MANAGEMENT

Research
& Macro
Strategy

