

Výroční analýza 2016

Na úvod si dovolím připomenout analýzu publikovanou zhruba před rokem... [pohyb světa se opravdu čím dál více zrychluje](#). Co se nakonec stalo v roce 2015?

Významných událostí na finančním trhu bylo v minulém roce velké množství. Vybral jsem z mého pohledu TOP 10 událostí. Pořadí u nich neurčuji, to ponechám na každém z vás.

1. Zrušení fixního kurzu švýcarského franku
2. ECB spouští vlastní kvantitativní uvolňování
3. Trvající pokles cen ropy
4. Situace v Řecku, včetně referenda
5. Evropské úrok v čím dál větších záporných hodnotách
6. Zpomalování čínské ekonomiky
7. Devalvace čínské měny včetně jejího následného oslabování
8. Rozhodnutí o zařazení čínské měny do SDR
9. Posilování dolaru
10. První zvýšení sazeb Fedem po téměř 10 letech

Pokud jde o nefinanční události, vše přebila vlna uprchlíků do Evropské unie, ačkoliv jsem se jí zde na webu nijak nevěnoval. Suma sumárum, žádná sláva, americké akcie měřené indexem S&P500 ztratily necelých 50 bodů.

Co je třeba sledovat v letošním roce? Z mého pohledu je zde několik faktorů, na které je třeba si dát v nejbližší době velký pozor. Jde o 4 následující faktory:

1. Vývoj na trhu s ropou
2. Dění v Saúdské Arábii, její kroky na trhu s ropou
3. Vývoj v Číně a její další kroky
4. Trh obligací

Samozřejmě, že bude i množství dalších faktorů, ale čtyři výše uvedené se mi jeví jako hlavní.

Trh s ropou

Boj o cenotvorbu ropy jsem zmínil nedávno [v jednom ze svých komentářů](#). Zde se budu věnovat dalším faktorům na trhu s ropou. Dalšímu z faktorů ovlivňujícímu ceny ropy jsou věnovány následující řádky.

Uvědomme si, že aktuální pokles ceny ropy se řadí mezi ty největší, řadí se na třetí místo (hned za roky 1985 a 2008). V roce 2008 klesla cena ropy o $\frac{3}{4}$ za 100 obchodních dní. Následoval relativně rychlý obrat a posílení ceny. Čili relativně rychle sem a tam, doprovázený ekonomickou recesí.

Co mě zaujalo, jsou informace o rozsáhlých prodeích ropných aktiv rodinou Rockefellerů. Dále OPEC při poklesu ceny nesnižuje těžbu, ale naopak. Tady to vypadá na začátek konce organizace zvané OPEC, která zahrnuje země produkující dvě pětiny světové ropy. Ještě před dvěma lety by k něčemu takovému nedošlo

Výsledkem je převis nabídky nad poptávkou, nevídané výše strategických ropných rezerv a na moři zaparkované tankery plné ropy.

Toto není standardní chování a vývoj. Aktuální pokles ceny ropy ale zavání něčím jiným - tohle vypadá na dlouhodobější změnu na trhu, zvláště když vezmeme v úvahu čím dál efektivnější alternativní energie (tím nemyslím ropné písky, firmy z nich těžící bojují kvůli cash flow o přežití).

Produkce ropy z ropných písků ve Spojených státech je nyní o více než 10 procent pod březnovým maximem a nezdá se, že by se tento trend blížil ke svému konci. Přitom produkce největších texaských ložisek klesla o téměř třetinu. Pokles tak zmírňují malá ložiska uváděna do provozu jen z nouze, aby firmy měly alespoň nějaké cash flow. Agentura Moody's snížila rating řadě těchto firem.

Letošní vývoj ceny ropy je jedna velká neznámá, ale moc prostoru pro růst tam není. Snad jedině v případě významného omezení nabídky.

Ta by mohla nastat ve dvou případech. Prvním je stav, kdy by došlo k otevřenému konfliktu mezi Saúdskou Arábií a Íránem a obě země by významným způsobem omezily dodávky ropy na světový trh. Protože Saúdská Arábie je významnou zemí, je jí věnována následující kapitola. Druhým případem je omezení dodávek ropy jinými členskými zeměmi OPEC. Těch zemí je pět byl jim věnován příspěvek ve středu 13. ledna.

Vývoj v Saúdské Arábii

Saúdská Arábie se dostává do světových zpráv hlavně v souvislosti se změnami v královské rodině nebo cenami ropy, případně když se Saúdská Arábie dohodne s nějakou zemí, že jí nebude dodávat ropu za dolary, ale za jinou měnu.

Je tu ale ještě jedna věc, která je z mého pohledu někde na úrovni mezi černou a šedou labutí. Mám na mysli zrušení vazby tamní měny na americký dolar. Saúdská měna by jistě oslabila, což by královská rodina přivítala. Pravděpodobnost takového kroku je zatím vnímána jako minimální.

K čemu by to bylo? Minimálně k částečnému vylepšení bilance státního rozpočtu, který je teď ve velkém deficitu. Kombinace silného dolaru a nízkých cen ropy je pro tamní státní rozpočet smrtící kombinací (ne všechny výdaje jsou navázány na dolar). Saúdská Arábie je nucena stahovat ze svých rezerv měsíčně řádově 10 miliard dolarů, aby kompenzovala nízké ceny ropy a pokryla výdaje. Tímto tempem jí rezervy dojdou během 3-4 let. Oslabení domácí měny by mohlo snížit tlak na čerpání z rezerv.

Proč jsem v předchozí větě použil výraz „by mohlo snížit“ místo „by snížilo“?

Protože takový krok by ale pravděpodobně srazil cenu ropy ještě níže. Výsledkem by byla labuť s řadou důsledků, včetně naprosto neočekávaných. Zlepšení rozpočtu a zmírnění tlaku na čerpání z rezerv by se tak paradoxně nemuselo vůbec dostavit.

Jak jsem zmínil před pár dny, situace v Saúdské Arábii došla až tak daleko, že tamní vláda, aby získala nějaké peníze, začala uvažovat i IPO společnosti Aramco – něco dosud nevídaného. Na akciovém trhu není žádná státem ovládaná ropná společnost z arabských zemí. Proč to dělá? Protože nevídaný způsobem roste hodnota jejich CDS vyjadřující pravděpodobnost finančních problémů dané země. Je již na úrovni Portugalska – viz graf.



Vývoj v Číně

V srpnu loňského roku přistoupila čínská centrální banka k devalvaci juanu. Této události se dostalo velké publicity. Přitom po malé pauze prakticky bez povšimnutí čínská centrální banka pokračovala v oslabování domácí měny. Mluvím o deseti obchodních dnech v první polovině prosince. Nevěřím, že tento přístup skončil. Mimochodem, když se podíváte na vývoj akcií na amerických trzích právě v těchto 10 dnech, zjistíte, že DJIA přesně v těchto dnech přišel o 800 bodů, tedy o téměř 5 % své hodnoty.

Náhoda? Nikoliv. Oslabování čínské měny je to poslední, co si řada amerických společností přeje. Je to totiž to, z čeho byla čínská vláda obviňována o kongresmany již před několika lety - z (tehdy umělého) podhodnocování juanu.

Pokud nejste země s globálně akceptovatelnou rezervní měnou (jako jsou Spojené státy), je prakticky nemožné udržovat zároveň nezávislou monetární politiku, volný pohyb kapitálu a fixní (říkejme raději stabilní) měnový kurz. Něco za něco.

Čína se o to sice snažila docela dlouho (až do srpnové devalvace), ale všechno někdy končí. Podle mě Čína vzdala snahu o stabilní kurz měny. Nezávislé měnové politiky se nevzdá a zavést omezení pohybu kapitálu také nemůže, zvláště v situaci, kdy se čínská stane v listopadu součástí SDR.

Podíváme – li se na situaci touto optikou, pokles čínských dolarových rezerv vůbec nemusel být díky tomu, že by se Čína chtěla zbavovat dolaru, ale proto, že se ho zbavovat **musela**.

Stačily by 2-3 takové roky a Čínské devizové rezervy by byly pryč, nemluvě o tom, že kdyby se rezervy zmenšovaly pravidelně, odliv kapitálu by se časem mohl změnit v úprk, tedy něco podobného, co zažily asijské země v letech 1997 a 1998. Pokud mají čínští představitelé byť jen trochu rozumu, tento scénář budou mít před sebou jako memento.

Co bude u Číny následovat?

Když země opustí politiku pevného kurzu, málokdy zůstane u jedné devalvace (to by musela být opravdu významná a ne v řádu jednotek procent, jak tomu bylo v Číně). Lednový vývoj budiž varováním. Musíme se proto připravit na další oslabování juanu, na další zpomalování růstu čínské ekonomiky, které opět bude tlačit na další oslabování čínské měny.

Investoři možná začnou kvůli rychlému růstu tamních mezd opouštět Čínu a budou hledat levnější alternativy - přesouvat výrobu třeba do Vietnamu.

Trh obligací a úroky ve Spojených státech

V polovině prosince loňského roku přistoupil Fed je zvýšení úrokových sazeb. Poprvé po téměř 10 letech a ukončil politiku nulových úrokových sazeb.

Fed oznámil zvyšování sazeb o jeden procentní bod v každém z roků 2016 – 2018. Cílí tak na sazbu 3,25 – 3,50 % koncem roku 2018. Tento krok sám o sobě by stačil na odhad růstu výnosů (a tedy i poklesu cen) obligací. V lepším případě pokles cen, v horším – se zohledněním páky obligací vzhledem k pohybu úrokových sazeb – masakr na globálním obligačním trhu. Se všemi dopady na zadluženost států, banky a další. Bohužel nic není tak jednoduché.

Fed totiž zároveň oznámil zrušení limitu pro repo operace, to může nadělat pěknou paseku. Tyto dva zmíněné kroky jdou de facto proti sobě a Fed se jistí, aby úroky nešly nahoru rychleji, než by si on sám přál. Nebýt onoho zrušení limitu repo operací, byl bych na straně těch, co sázejí na pokles cen obligací, zvláště když lze očekávat zesílení příliv kapitálu do spojených států. Ale takto, investoři sázející na automatický pokles cen obligací, mohou být zklamáni.

Z mého pohledu přišlo zvýšení úrokových sazeb ve Spojených státech v nejhorší možný okamžik. Pokud jde o vývoj americké ekonomiky v posledních několika letech, přišlo moc pozdě. Pokud se podíváme na možné budoucí scénáře vývoje, zdá se, že přišlo příliš brzy.

Z mého pohledu jsou nyní obligace velmi rizikové. Respektive jejich cena bude dramaticky ovlivněna Fedem, respektive tím, čemu dá Fed v daném okamžiku přednost, tedy pokud na to bude mít sílu.

Přesto, nebo právě proto, bych si tipnul na pokles ceny. Speciálně u tzv. high-yield bondů, ale ani korporátní bondy velkých amerických firem či dokonce americké vládní bondy budou pravděpodobně zasaženy.

Se všemi důsledky z toho vyplývajícími.

SHRNUTÍ

Něco velkého je pravděpodobně ve vzduchu.

Možná by se to dalo přirovnat ke kvantovému skoku – elektron také nepřejde z jedné orbity na druhou plynule, ale kvantovým skokem. V politice a potažmo v globálních financích se blížíme něčemu podobnému. Důsledkem problémů může být – ač na první pohled nečekané – další posílení dolaru.

Co bude spouštěčem? Netroufám si tipnout, co by to mělo být – může to být celá řada labutí – od bílých, přes šedé až po ty opravdu černé a můžou vyjít jak z finančního sektoru, trhu s ropou nebo i z geopolitické situace.

Na závěr ještě přidávám graf z dílny Citi



To neznamená, že by se na trhu nenašly zajímavé příležitosti, ať už půjde o dlouhodobou value investici přinášející pravidelné dividendy, nebo o tradingové příležitosti.

Jenom to mějte na paměti, nepřehánějte to s rizikem a [mezitím se něco naučte a pusťte se do toho](#).

Přeji všem jen to nejlepší do roku v roce 2016

Jan Dvořák

Leden 2016