



Medvědům už moc času nezbyvá, zaútočí během září?

Měsíc srpen byl na amerických akciových trzích nejhorším od roku 2001. Obavy ze zpomalení ekonomiky poslaly dolů Dow Jones -4,3%, SP500 -4,7% a Nasdaq -6,2%. Evropské indexy si vedly jen o něco lépe, DAX ubral -3,6% a pražský PX ztratil -2,9%. Tato hrozivě vypadající čísla je však nutné dát do kontextu červencového vývoje. Ten na druhou stranu přinesl nadprůměrné výkony se zisky indexů kolem +6%. **Během prázdnin** si tedy akcie nevedly až tak špatně a po jarních výprodejích **přinesly mírný růst**.

Hindenburg rallye

Srpnové propady provázela velká publicita technického indikátoru nazvaného po německé vzducholodi Hindenburg. Indikátor, jež by mohl předcházet velkému propadu akciových trhů, se tak dostal do širokého povědomí lidí. Už dlouho se mi nastalo, aby se mě na hrozící propad akcií během jednoho týdne zeptali rovněž lidé, kteří jinak burzovní sféry vůbec nesledují. Když mě na hrozící nebezpečí upozornila i moje teta bylo jasné, že k danému propadu zatím nedojde. Naopak tezi růstového přechodu do září podporovaly indikátory sentimentu. Mezi individuálními investory dle americké AAI bylo pouze 20% těch co věřili v další růst. Naopak 49,5% vidělo další vývoj černě. Tzv. Bull Ratio sice nebylo na úplném extrému jako v březnu 2009, ale zmíněné hodnoty bývají **spolehlivým indikátorem k nákupu akcií** a proto byl začátek září ve znamení růstu.

Záříjový strašák

Vydrží však indexům silný nástup? Podle historických zkušeností pravděpodobně ne. Měsíc **září bývá statisticky nejhorší měsíc roku** (historický průměr pro DOW JONES je -1,15% vs. 0,7% růst v dalších měsících). Zajímavou statistiku uvádí Mark Hulbert, kdy podle 110 letých zkušeností bylo září průměrně ztrátové -2,7%, jestliže akciové trhy ztrácely půdu pod nohama během srpna a byly v záporu rovněž za prvních 8 měsíců roku. A to je tedy případ letošního roku! Když by se měla historie opakovat, tak by koncem září mohl index SP500 klesnout k úrovni 1020 bodů (1.9. byla jeho hodnota 1050 bodů), což je cca -7% níže než současných 1100 bodů.

Pouhé zpomalení nebo přímo recese?

Svádět případné poklesy na kalendářní pranostiky samozřejmě nelze. Vše se točí a bude točit kolem **křehkosti ekonomického oživení** a hlavně **budoucích hospodářských výsledků firem**. Ukazuje se, že dluhem financované vládní výdaje nestačí pro nastartování udržitelného ekonomického oživení. Zadlužený privátní sektor nadále pokračuje ve snižování dluhů a **monetární politika Fedu je tak bezzubá**. Zveřejněná makroekonomická čísla z posledních týdnů přinesla zklamání, což se zřejmě neobejde bez negativního dopadu do firemních výsledků v příštích kvartálech.

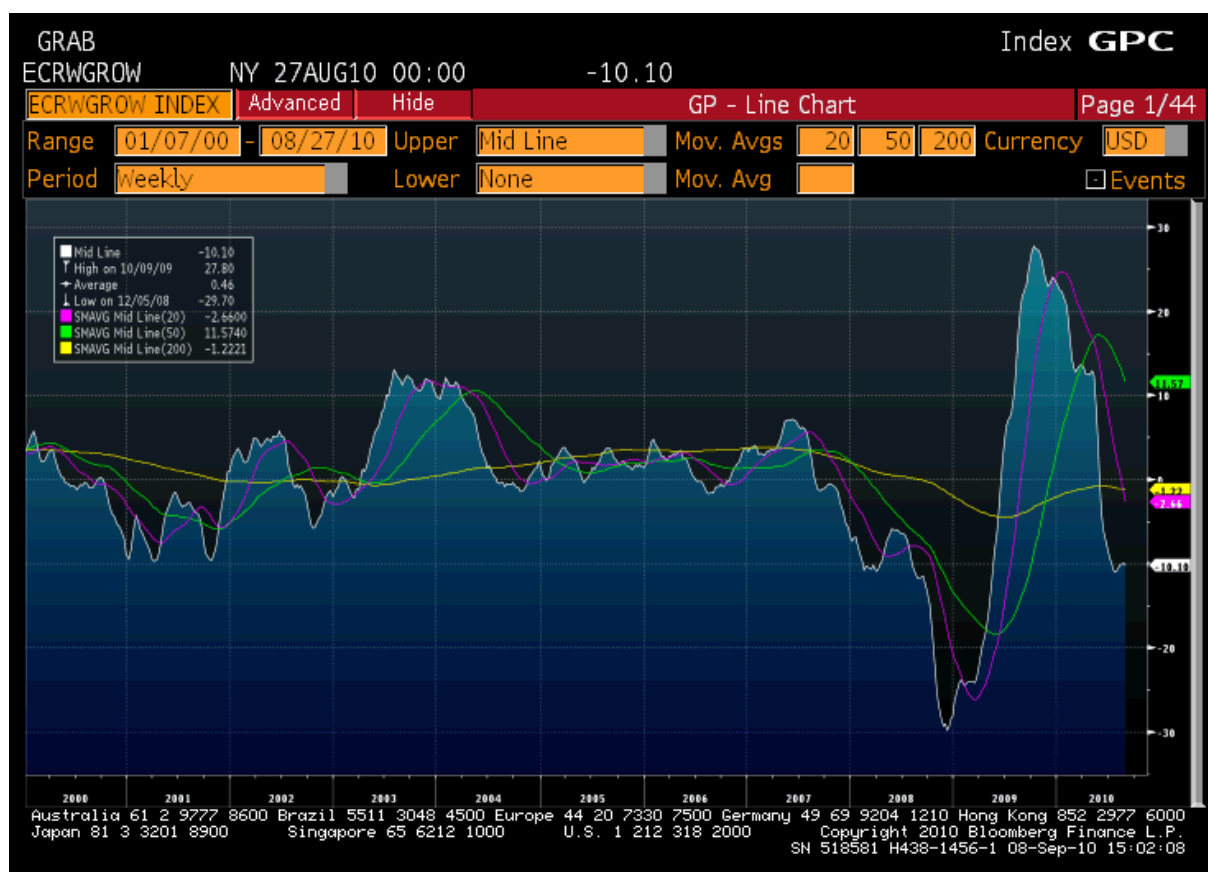
Debaty o zpomalení oživení dokonce přerůstají v obavy z druhé recese tzv. double dip. Zatímco série podzimních makročísels nám dá odpověď na stav ekonomiky USA, odbornou veřejnost již od jara „znepokojuje“ kauza indexu ECRI. Na rozdíl od Hindenburgu se tomuto indikátoru ekonomiky nedostalo přílišné pozornosti médií, přestože jeho „předpovědicí“ schopnosti jsou daleko větší. Růstová složka indexu ECRI se nyní již 13. týdnů v řadě nachází v záporném teritoriu (příloha 1). Čím déle setrvá index v červeném, tím větší bude



pravděpodobnost, že nejde o falešný signál ale o skutečnou hrozbu další recese. Samotná hloubka propadu ECRI na -10% přitom již dle zkušeností sama o sobě může oznamovat příchod recese. Na takto výrazné zpomalení by přitom akciové trhy připraveny nebyly.

Kromě ECRI je varovný rovněž vývoj na dluhopisových trzích. Možné ekonomické trable ukazuje výnos 10-letého státního dluhopisu, který poklesl na pouhá 2,5% a nabízí se tak přirovnání k dlouhodobému japonskému ekonomickému marasmu.

Proti příchodu recese naopak hovoří tradiční ukazatele ekonomického oživení jako je vývoj ceny mědi, která je nejvyšší od dubna (příloha2). Optimističtější tón vykreslují také indikátory v podobě čínských akciových trhů, které od minim z počátku července přidaly více než +12% (přesto je stále jejich letošní výkon -17%, příloha3).







Mantinely, letargie, odcházení, šance?

Investoři reagují na negativní či smíšené signály po svém. Akciovým trhům chybí trend, přesvědčení a kromě krátkodobé volatility stojí rok na místě. Jde o nerozhodnost či nechuť riskovat? Nebo trhy „pouze“ věrně odrážejí stav ekonomiky? Prostředí splaskávání globální dluhové bubliny vystavuje investory výzvám, na které nebyli zvyklí. Finanční krize, kterou jsme prošli v roce 2008, nebyla typickou poválečnou recesí. Deprese 30.let minulého století na druhou stranu zřejmě také nebude srovnatelnou základnou volající po dalším -50% propadu. Máme tu aktivnější FED, rozmanitější ekonomiku, emerging trhy s potenciálem. Po debaklu v roce 2000, 2008 a s důchodem na krku se však velmi silná a početná skupina poválečných „baby boomers“ zřejmě začne dívat na investice do akcií obezřetněji. Nedá se přitom říci, že by nyní byli investoři velkými pesimisty. Podíl držení akcií v portfoliu na úrovních kolem 55% je stále poblíž historického průměru 60%. Extrém na trhu nenajdeme ani v podobě super levného ocenění akcií (P/E indexu pod 10), tak jak jej popisují učebnice investování v případě generačního dna před vznikem nového dlouhého růstového trendu. Pan Stanley Druckenmiller, který pomáhal Sorosovi pokořit libru, před pár dny oznámil rozhodnutí zavřít svoji investiční firmu s 12 mld. USD. Oficiální verze zněla příliš velká na to, aby šlo peníze efektivně spravovat. Měli by snad investoři následovat příklad tohoto guru, který byl zklamaný z letošního záporného výkonu svých fondů?

Tak předně málo kdo má potíže s velikostí spravovaného portfolia jako pan Druckenmiller. Nevíme rovněž přesně pravý důvod jeho odchodu. Pravdou je, že akcie v tuto chvíli nejsou na extrémní typu levného ocenění, maximálního pesimismu mezi lidmi nebo na atraktivního vstupního bodu do indexů pro bezproblémové držení na další roky. Na druhou stranu, již příští dny mohou hodně vyjasnit vývoj pro další měsíce a tady se může vyskytnout šance. V neposlední řadě, akciové indexy jsou v hlavním klesajícím trendu více než 10 let a dalších 10 let klesat nebudou. Jsme zkrátka blíže ke konci tunelu než na jeho začátku (příloha4).



Uzavření v mantinelech nebo stále hrozí medvědí formace hlava a ramena (HaS)?

Z technického pohledu udržely akciové indexy na konci srpna důležité technické úrovně podpory. Např. index SP500 se v předposledním a posledním srpnovém týdnu třikrát odrazil od mety 1040 bodů. (Tato meta zafungovala jako podpora rovněž v červnu, květnu i únoru). Od zmíněné hladiny pak v krátkodobém horizontu trhy pravidelně posilují k silné rezistenci u 1130 bodů, což je horní hranice krátkodobého kanálu (příloha 5). Hranice 1130 bodů však může být také důležitou součástí technické formace hlava a ramena, která hraje roli v delším časovém horizontu. (srpnové pravé rameno 1130bodů, dubnová hlava 1220bodů, lednové levé rameno 1150 bodů, příloha 6). V případě jejího potvrzení by se jednalo o technický negativní signál. Cílová projekce by totiž sahala nejen k 940 bodům (-14% níže od současných 1090 bodů), ale nebyl by vyloučen ani pokles pod hladinu 900 bodů. Zda takový scénář hrozí či naopak zůstaneme v postranní fázi po delší čas se může rozjasnit v nejbližších dnech. Např. růst indexu SP500 během září viditelněji nad 1100 bodů a dokonce případný posun nad 1130 bodů by zmíněnou formaci HaS popřel.





Hledání zlatého grálu, strategie

Na burze hledají lidé snad o to víc než v jiných oborech recepty a návody pro zaručené zisky. Komu by se nelíbily přesné a zázračné indikátory na základě kterých by šlo s velkou mírou jistoty odhadnout budoucí ekonomický vývoj či dokonce vývoj akciových trhů. Ani Hindenburg ani Ecri nejsou indikátory se 100% úspěšností. Nevíme tedy přesně, zdali opravdu hrozí dramatický propad akcií či recese. V letošním roce se při obchodování zatím dalo spolehnout na strategii, která kopírovala výše zmíněné mantinely (nákup 1020,1040 bodů na SP500, prodej 1130 či 1220 bodů). Při tom se dalo opřít o výkyvy v sentimentu (viz. výše AaII), když nálada investorů byla dobrým kontraindikátorem. To však platilo pouze pro krátkodobé obchody. Trhům totiž chybí zhruba rok jasný trend a pohybují se v postranní fázi a mantinelech. Pro strategii kup a drž nic dobrého.

Jestliže se při zářijovém vývoji nepotvrdí technická formace HaS (viz. výše), je možné i pro střednědobé investory s horizontem několika měsíců doporučit současné úrovně indexů pro vstup do pozic s velkou pravděpodobností růstu. Medvěďům se krátí šance pro možnost poslat indexy dolů, sezónní faktory ve prospěch růstu akcií se budou postupně prosazovat s blížícím se koncem roku. Případný propad trhů v průběhu září bych ale i tak viděl konstruktivně. Jde totiž o to kdy nakupovat a ne kdy prodávat.

Začátkem roku jsem na FIO výhledovém semináři odhadoval letošní mantinely pro SP500 na 1220 až 800 bodů. Zatímco normu pro horní mez index dokonale splnil, pro naplnění dolní hladiny se čas neúprosně krátí. Z mého pohledu se akcie letos drží poměrně dobře i přes rostoucí potíže ekonomik. Medvědí tábor definitivně opouštím a stávám se „býkem čekatelem“. Na rozdíl od davu směřujícího svoje investice na emerging trhy, bych ale spíše doporučil zaostřit pozornost na levné americké blue chips.

PS. Dne 22.9. vstoupí do kin pokračování kultovního filmu WALL STREET od O. STONE, tentokrát pod názvem Money never sleeps. Uvedení filmu přitom mívá zajímavé korelace s akciovými indexy. Zatímco v roce 1987 se dostavil před jeho uvedením do kin na trhy známý krach, před letošní předpremiérou 14.5. v Cannes se objevil tzv. květnový flash crash. Otázka zní, zdali tímto již filmový indikátor řekl poslední slovo...

Mgr. Pavel Hadroušek
makléř
pavel.hadrousek@fio.cz