

JAK SI VEDOU TŘÍDY AKTIV
PO VRCHOLU ÚROKOVÝCH
SAZEB A INFLACE?

EMUN

JAK SI VEDOU TŘÍDY AKTIV PO VRCHOLU ÚROKOVÝCH SAZEB A INFLACE?

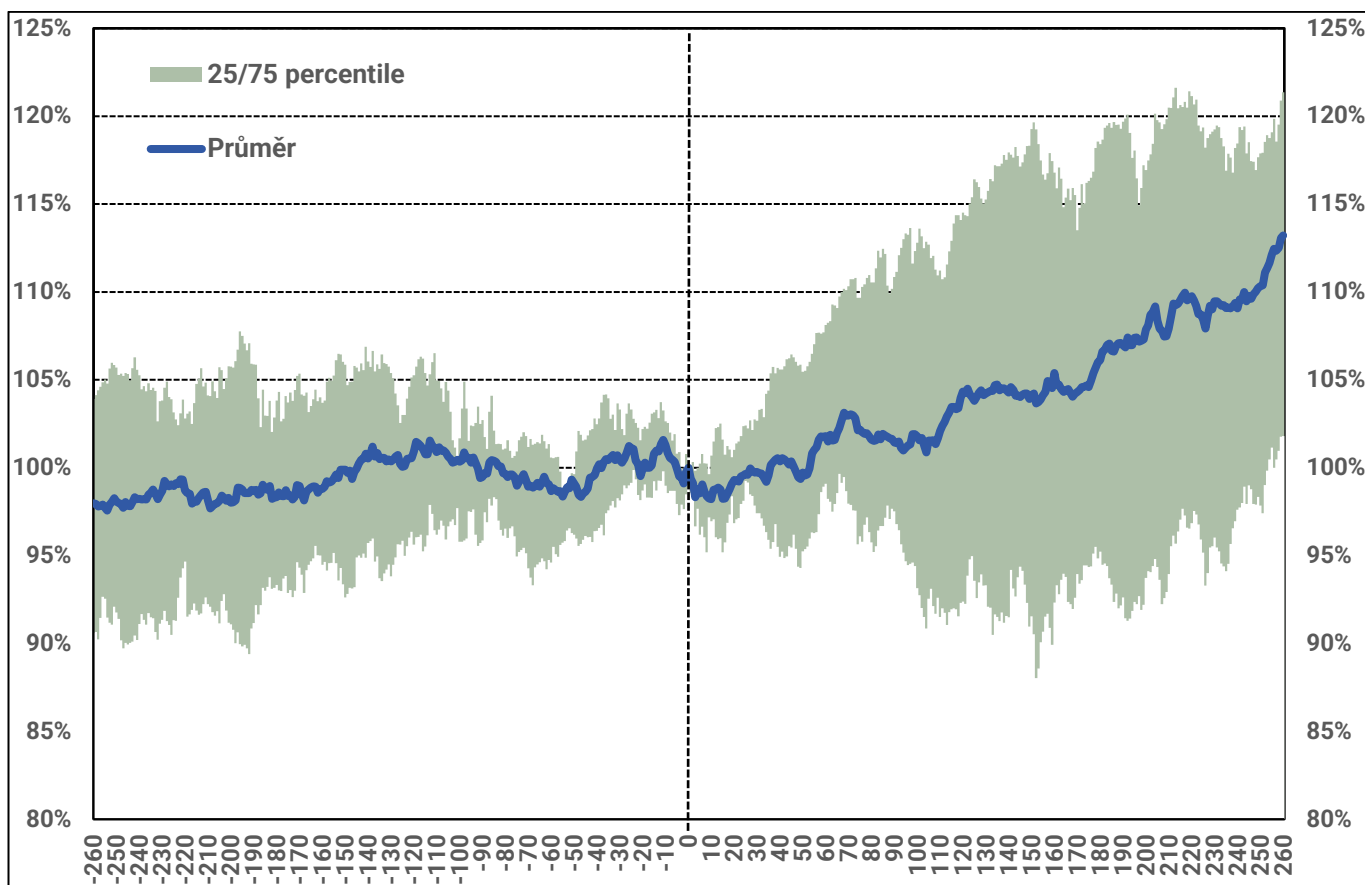
Veřejné trhy za poslední rok již nacenily růst úrokových sazeb. Parametr P/E počítaný ze zisků na příštích dvanáct měsíců klesl v případě indexu S&P500 z hodnot přesahujících 22 na dlouhodobý průměr mezi 16 a 17, při meziročním růstu zisků. Podobně kreditní přírážky jsou na dlouhodobých průměrech kolem 500 bp. Trhy nyní čekají, jak se rychlé zpřísnění měnové politiky prakticky po celém světě promítne do ekonomického růstu. Neznámou zůstává, zda se ekonomikám podaří vyhnout recesi, případně jak bude recese hluboká.

V této situaci může být vodítkem pro možný příští vývoj trhů i pohled do minulosti. Cyklů zpřísnování měnové politiky a růstu inflace jsme zažili několik. Nejvíce historických údajů máme z ekonomiky a trhů v USA, které takovýchto cyklů od 2. světové války prodělaly deset. V rámci těchto cyklů je několik významných bodů v čase, od kterých můžeme měřit výkonnost aktiv. V rámci měnové politiky je to zejména poslední zvýšení úrokových sazeb ze strany centrální banky nebo případně první snížení sazeb. V případě inflace je to dosažení jejího vrcholu. Aktuálně se zřejmě nacházíme za vrcholem inflace, ale před vrcholem úrokových sazeb centrální banky.

JAK REAGUJÍ TŘÍDY AKTIV PO DOSAŽENÍ VRCHOLU ÚROKOVÝCH SAZEB CENTRÁLNÍ BANKY?

Akcíím se obecně po vrcholu sazeb dařilo velmi dobře. V průměru americký index S&P 500 posílil o 4,22 % za 6 měsíců od posledního zvednutí úrokových sazeb. Po roce byl dokonce o 13,21 % výše. Akcie skončily v plusu v 60 % případů po 6 měsících a v 70 % případů po 12 měsících.

Průměrný vývoj indexu S&P 500 rok před a rok po posledním zvýšení sazeb v daném cyklu je znázorněn na následujícím grafu.



Americké vládní dluhopisy reagovaly v průměru na poslední zvedání sazeb ještě pozitivněji. Za půl roku si průměrně připsaly 7,85 % za rok dokonce 14,04 %. Jednak je to více než akcie, a zároveň jde o impresivní absolutní výnos i výnos vůči ziskům vládních dluhopisů v běžných letech. Pozitivní je také pravděpodobnost 100 %, s jakou vládní dluhopisy dosáhly kladných výsledků na půlročním i ročním horizontu.

Shrnutí výkonosti akcií i státních dluhopisů obsahuje následující tabulka.

Vrchol sazeb	S&P 500		US Treasuries	
	6 měsíců	12 měsíců	6 měsíců	12 měsíců
01.05.74	-20.75%	-1.75%	5.12%	9.20%
03.03.80	11.00%	18.32%	11.53%	11.58%
08.05.81	-6.64%	-12.74%	10.26%	15.18%
04.01.82	-11.33%	19.51%	5.97%	27.84%
21.08.84	7.95%	12.39%	9.55%	22.12%
24.02.89	22.12%	17.35%	9.28%	12.41%
01.02.95	19.13%	40.61%	9.03%	17.36%
16.05.00	-6.71%	-13.51%	6.97%	11.48%
29.06.06	10.75%	21.97%	5.16%	5.67%
19.12.18	16.67%	29.95%	5.63%	7.54%
Průměr	4.22%	13.21%	7.85%	14.04%
> 0	60%	70%	100%	100%

Zdroj: EMUN, Bloomberg

JAK REAGUJÍ TŘÍDY AKTIV PO INFLAČNÍM VRCHOLU?

Na datech za více než 70 let pro akcie jsme spočítali průměrný celkový výnos (včetně dividend) za 6 a 12 měsíců od daného vrcholu inflace, kterých bylo celkem 9, pokud počítáme i ten současný. Po 6 měsících od peaku inflace index amerických akcií S&P 500 vynesl investorům v průměru 6,95 %. Za 12 měsíců to bylo 11,50 %. Jde o solidně nadprůměrné výnosy oproti dlouhodobému průměru cca 9 %. Index byl v kladných číslech v 66 % případů po 6 měsících a v 75 % případů po 12 měsících.

Pro americké vládní dluhopisy byly zisky po 6 měsících v průměru 2,94 % a 6,72 % po 12 měsících. Výsledky byly kladné v 66 % případů po 6 měsících a v 75 % případů po 12 měsících (viz následující tabulka).

Vrchol inflace	S&P 500		US Treasuries	
	6 měsíců	12 měsíců	6 měsíců	12 měsíců
31.03.47	2.64%	5.01%	-0.45%	-2.21%
28.02.51	10.04%	13.56%	-1.84%	-9.17%
31.01.70	-6.40%	17.04%	2.60%	12.36%
31.12.74	41.83%	37.22%	3.05%	8.06%
31.03.80	26.22%	40.10%	9.84%	13.13%
30.11.90	23.05%	20.28%	5.24%	13.17%
31.03.00	-3.59%	-21.67%	4.15%	11.95%
31.07.08	-33.53%	-19.52%	7.55%	6.46%
30.06.22	2.29%		-3.65%	
Průměr	6.95%	11.50%	2.94%	6.72%
> 0	66%	75%	66%	75%

Zdroj: EMUN, Bloomberg

JAK REAGUJÍ TŘÍDY AKTIV PO PRVNÍM SNÍŽENÍ SAZEB CENTRÁLNÍ BANKOU?

Analýza EMUN na datech od roku 1974 po současnost ukazuje, že americký akciový index S&P 500 v průměru po prvním snížení sazeb FEDem po předchozím vrcholu sazeb hledal dno 180 obchodních dní (tj. cca 10 měsíců) a našel ho na hodnotě v průměru o 17,03 % nižší než byla cena v době pivotu. Po 6 měsících od prvního snížení sazeb byly akcie v průměru o 4,52 % výše (a byly v plusu v 60 % případů). Po roce od prvního poklesu sazeb pak byly o 12,61 % výš a v plusu v 70 % případů. Vysvětlením těchto vysokých maximálních poklesů a relativně nízké pravděpodobnosti kladného výsledku je mimo jiné fakt, že FED obvykle začal snižovat sazby v momentě, kdy ho k tomu donutily negativní okolnosti, především ekonomické, tedy silná recese nebo obava z ní, případně finanční krize. Tomu odpovídá skutečnost, že data lze rozdělit na dva segmenty. V polovině případů bylo dno nalezeno již za cca 2,5 měsíců od prvního snížení sazeb. I tak byl ale pokles ještě relativně velký a nepředvídatelný. Ve druhé půlce případů trvalo hledání dna ještě téměř 2 roky a pokles cen byl velmi výrazný. Šlo zejména o největší krize posledních 25 let, tedy splasknutí internetové bubliny v letech 2001-2002 a „Velkou finanční krizi“ v letech 2008-2009.

Každopádně, v posledních 50 letech došlo pouze jednou k nalezení dna akciových trhů dříve, než bylo první snížení sazeb. V ostatních 7 případech trvalo nalezení dna mnoho měsíců a stálo investory řádově 20 až 30 procent hodnoty akciového indexu. Ve dvou případech to bylo „jen“ 10 % hodnoty, v ostatních 5 to bylo 20 % a více. Největší pokles nastal v roce 2008-2009, přes 50 % (viz tabulka níže).

Závěrem nutno dodat, že, výše zmíněná statistika zkoumá hledání naprostého dna, tj. zpětným pohledem toho nejvýhodnějšího místa a času k nákupu. Na těchto hodnotách a poblíž nich index zpravidla stráví jen velmi málo času. Finální pokles trhů bývá většinou kapitulační, tj. velmi rychlý a hluboký, s podobně rychlou a strmou reakcí směrem nahoru. Trefit se časově nebo hodnotou do nejnižších 10% hodnoty indexu je systematicky nemožné.

Dluhopisům se dařilo po prvním snížení sazeb velmi dobře. Po 6 měsících byly v průměru o 7,73 % výše a po roce dokonce o 11,85 %. Kladných výsledků po 6 i 12 měsících bylo dosaženo ve 100 % případů.

První snížení sazeb	S&P 500				US Treasuries	
	Maximální pokles	Počet dní k dosažení dna	6 měsíců od prvního snížení sazeb	12 měsíců od prvního snížení sazeb	6 měsíců od prvního snížení sazeb	12 měsíců od prvního snížení sazeb
01.07.74	-26.60%	94	-18.16%	15.66%	8.36%	10.06%
01.04.80	1.94%	-7	27.78%	40.56%	9.84%	13.13%
02.06.81	-16.15%	115	-0.82%	-9.55%	10.09%	13.59%
01.04.82	-8.08%	133	10.51%	41.94%	15.35%	26.14%
02.10.84	-1.17%	7	12.85%	17.51%	9.41%	18.31%
05.06.89	-1.09%	25	10.38%	17.79%	4.62%	6.80%
06.07.95	-0.49%	13	12.63%	21.41%	5.08%	2.03%
03.01.01	-40.87%	644	-7.80%	-12.37%	1.95%	6.09%
18.09.07	-53.83%	538	-11.44%	-18.84%	8.38%	10.52%
31.07.19	-23.93%	236	9.29%	11.94%	4.19%	11.83%
Průměr	-17.03%	180	4.52%	12.61%	7.73%	11.85%
> 0			60%	70%	100%	100%

Zdroj: EMUN, Bloomberg

KOLIK TRVALO OD VRCHOLU SAZEB DO PRVNÍHO POKLESU?

Pro zajímavost, od posledního zvednutí sazeb v průměru uběhlo 140 kalendářních dní do prvního snížení sazeb, tj. cca 4 a půl měsíce. Medián vychází dokonce pouze na 94 dní, tedy jen něco málo nad 3 měsíce. Nicméně, v posledních cca 35 letech od roku 1989 je patrné prodloužení doby. Průměrná doba od peaku po první pokles sazeb po roce 1989 vychází na 234 dní, tedy zhruba 7 a půl měsíce. Kdyby FED naposled zvedl např. v březnu 2023, a držel by sazby 7 měsíců beze změny (dle historického průměru po roce 1989), došlo by k prvnímu snížení až začátkem roku 2024.

Vrchol sazeb	Dní do prvního snížení
01.07.74	61
01.04.80	29
02.06.81	25
01.04.82	87
02.10.84	42
05.06.89	101
06.07.95	155
03.01.01	232
18.09.07	446
31.07.19	224
Průměr	140,2
Průměr po roce 1989	234

SHRNUTÍ ANALÝZY

Z námi sledovaných veličin (vrchol sazeb, vrchol inflace, první snížení sazeb) vyplývá, že historicky si akcie nejlépe vedly po vrcholu sazeb. Následovalo snížení sazeb a nejslabší (ale pořád cca průměrné) výnosy akcie dosáhly po inflačním peaku.

Dluhopisům se od roku 1974 dařilo nejlépe po vrcholu úrokových sazeb, kdy historicky přinesly vždy kladné a nadprůměrné výnosy. Stoprocentní kladný výkon a jen mírně nižší (ale pořád nadprůměrné) výnosy přinesly dluhopisy i po prvním snížení sazeb. Po vrcholu inflace se americkým vládním dluhopisům dařilo pouze průměrně a hůře než akciím. Akciím ani dluhopisům tedy období po vysoké inflaci nesvědčí, ale velmi dobře reagují na peak i následný začátek poklesu sazeb.

Celkový výnos	S&P 500		US Treasuries	
	6 měsíců	12 měsíců	6 měsíců	12 měsíců
Vrchol sazeb	4,22%	13,21%	7,85%	14,04%
Vrchol inflace	6,95%	11,50%	2,94%	6,72%
První pokles sazeb	4,52%	12,61%	7,73%	11,85%

Zdroj: EMUN, Bloomberg

Při nákupu akciového indexu po významném poklesu inflace od vrcholu jako nyní, navíc v situaci za vrcholem inflace a těsně před vrcholem sazeb, dosahují průměrné následné výnosy akcií velmi solidní výsledky. Pro dlouhodobou strategii tedy současná situace znamená být ve strategické alokaci aktiv v akciové složce zainvestován. Vládní dluhopisy mají v situacích podobných té současné dokonce velmi nadprůměrné výnosy, které si nezadají s těmi akciovými. Navíc je jich dosaženo s menšími výkyvy a s vysokou pravděpodobností kladného výsledku.