

Mesačník o kapitálovom trhu

Nastavme plachty vetru, ktorý prináša zmeny

Naše investičné fórum v januári (tradične v Hongkongu) bolo aj v tomto roku opäť prvou udalosťou roka. Opakované ma ohromuje intenzita, s akou vedúci manažéri investícií („Chief Investment Officer“), stratégovia, národohospodári, analytici a produktívni špecialisti diskutujú o štrukturálnych zmenách vo svete bez toho, aby opomínali požiadavky taktickej alokácie. Vetry, ktoré prinášajú zmenu, preto veľmi striedavo vejú z troch smerov:

- O protivietor, ale aj o vietor v chrbte, sa pravidelne stará geopolitika, najmä obchodný konflikt iniciovaný zo strany USA. Pritom ide o viac než o obyčajný prebytok platobnej bilancie. Ide o politickú, ale aj technologickú dominanciu v multipolárnom svete. To je zjavné nielen na príklade nových hodvábných chodníkov Číny, ale aj na jej plánoch stať sa do roku 2025 vedúcim výrobcom desiatich kľúčových technológií. K nim patrí s predstihom robotika.
- Na tomto pozadí pôsobia starosti ohľadom ekonomického rastu takmer krátkozrako, ale aj tie sú úzko spojené s „kreatívnou disrupciou“, zatiaľ čo celosvetovo zvýšené zadĺženie zároveň zaťažuje dlhodobý výhľad.
- Taktiež tu nesmie chýbať monetárna politika a trend reflácie. Rastúce úrokové sadzby síce ohlasujú koniec finančnej represie, pretože zdražujú refinan-



Hans-Jörg Naumer
Global Head of
Capital Markets &
Thematic Research

Dlhú fázu bezstarostnosti vystriedal nový realizmus

25. 01. 19

Akciový index		Úroková miera v %	
Prague SE Index	1 023	USA	3 mesiace 2,75
DAX	11 282		2 roky 2,56
Euro Stoxx 50	3 153		10 rokov 2,71
S&P 500	2 665	EMÚ	3 mesiace -0,31
Nasdaq	7 165		2 roky -0,59
Nikkei 225	20 649		10 rokov 0,12
Hang Seng	27 577	Japonsko	3 mesiace 0,07
KOSPI	2 177		2 roky -0,16
Bovespa	97 677		10 rokov 0,01
FX		Suroviny	
USD/EUR	1 135	Ropa (Brent, USD/barel)	61,5

Ukazovateľ kapitálového trhu

Dlhopisové fondy

Akciové fondy

covanie dlhov, ale zároveň poskytujú jasný signál, že treba dlhy znižovať. Keď sa úroková sadzba šplhá po rebríčku nahor, únosnosť refinancovania je rýchlo v ohrození. Úrokové sadzby centrálnych bánk v neposlednom rade zatvárajú na zámok aj infláciu cien aktív. Dôležitý aspekt, na ktorý sa v aktuálnej diskusii o monetárnej politike práve americkej centrálnej banky Fed, ale i Európskej centrálnej banky, rado zabúda. Na kapitálových trhoch teda sotva zavládne pokoj. To znamená, že je dobré, že dlhá fáza bezstarostnosti ustúpila novému realizmu, ktorý má skryté už opäť príliš silné sklony k pesimizmu, pretože neberie do úvahy možnosť pozitívnych prekvapení.

Zostaňte verní svojmu smeru,
Hans-Jörg Naumer.

Podrobné informácie o trhu

Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- Hospodársky rast v posledných týždňoch udržoval svoju upokojujúcu podobu.
- Zároveň strácali na sile stúpajúce prúdy monetárnej politiky pre rizikové druhy aktív.
- Koniec bezstarostnej fázy je začiatok nového realizmu, ktorý nielen preventívne predchádza tvorbe bublín, ale tiež posúva ocenenie do celkovo realistickejších rovín, aj keď nie všetky segmenty akciového trhu sa prejavujú ako férové, alebo dokonca atraktívne.
- Pri súčasnom ocenení a výhlade na vývoj ekonomiky bude v budúcnosti ukazovateľ beta priemerného trhového výnosu ako čiastková súčasť celkového výnosu pravdepodobne klesať a zároveň je očakávaná vyššia volatilita. Pozornosť sa preto stále viac sústreďuje na prídavné výnosy prostredníctvom manažérskeho výkonu, ukazovateľ alfa. Ten sa musí pripraviť na rýchlejšie zmeny smeru vetra, či už sa jedná o výber titulov, alebo alokáciu druhov aktív.
- Celkovo je pri investičných rozhodnutiach naporúdzajú opatrnejší postup.

Akcie Nemecko



- V Nemecku ustáva dynamika rastu. Na indexe ekonomickej nálady Strediska pre výskum európskej ekonomiky (ZEW) sa odhad situácie zhoršil. Očakávania sa oproti tomu zlepšili. Potešiteľné je tiež, že sa vďaka pozitívnemu rastu hrubého domáceho produktu v štvrtom štvrtroku podarilo zabrániť technickej recesii.
- Nákupná nálada spotrebiteľov je podporovaná skvelou situáciou na trhu práce a silným rastom miezd. To by mohlo mať podporný vplyv na vnútorný dopyt, ktorý je hlavným pohonom hospodárskeho rastu v Nemecku, hoci riziko poklesu zahraničného obchodu z dôvodu zväčšujúceho sa obchodného konfliktu v poslednej dobe vzrástlo.
- Podľa dlhodobého priemeru je ocenenie nemeckých akcií po poklesoch kurzov v posledných týždňoch citelne atraktívnejšie.

Akcie Európa



- Dynamika ekonomiky eurozóny ustáva bez toho, aby už bolo možné rozpoznať bod zvratu. To dokazuje index nákupných manažérov PMI, ktorý úzko koreluje s HDP a ďalej klesá.
- Ekonomika Veľkej Británie sa už dlhšiu dobu nachádza vo fáze štrukturálneho spomaľovania rastu. Brexit zostáva neutíchajúcim zdrojom zneistenia, ktoré bude britské hospodárstvo zaťažovať aj v nasledujúcich mesiacoch. Koniec členstva v Európskej únii (29. marca) sa blíži a stále ešte nie je možné vylúčiť neregulovaný brexit, čo by bolo krajne nevýhodné predovšetkým pre britské hospodárstvo.
- Podľa cyklicky upraveného Shillerovho pomeru kurzu k zisku sú európske akciové trhy ocenené opäť výrazne atraktívnejšie.

Akcie USA



- Ekonomiku USA možno označiť za pohon celosvetového ekonomického vývoja, avšak priaznivý okamih rastu trochu ustáva.
- Pracovný trh by mal spotrebu ďalej podporovať. Avšak shutdown, uzavretie verejných inštitúcií v dôsledku rozpočtových sporov, pôsobí ako záťaž.
- Možno pozorovať, že dynamika ziskov podnikov a ekonomická situácia sú v lepšom stave než v iných oblastiach. Vývoj ziskov však pravdepodobne už prekročil svoj vrchol.

Akcie Japonsko



- Nezávisle od pozitívnej dynamiky spotrebiteľských cien sa naďalej zdá, že je ešte príliš skoro hovoriť o dlhodobom zlepšení miery zdražovania v Japonsku. Lebo výhľad jadrovej inflácie zostáva rozpačitý. Preto japonská centrálna banka zrejme zachová svoj extrémne expanzívny smer menovej politiky.
- Firemný sektor v Japonsku investuje príliš málo, čo prináša nevýhody – v strednodobom výhlade to sú zlé podmienky pre rast.
- Potešiteľný je stabilný trh práce, ktorý vedie aj k rastu miezd, čo by v októbri mohlo zmierniť dôsledky plánovaného zvýšenia dane z pridanej hodnoty.

Akcie rozvíjajúcich sa trhov



- Reálny rast ekonomiky v Číne klesol v roku 2018 na 6,6 % a vykázal tak najnižší rast od roku 1990. S pohľadom na najnovšiu dynamiku rastu sú údaje o čínskej aktivite rôznorodé: nominálne obraty v maloobchode sa zľahka zlepšujú, ale rast investícií zostal bez zmeny, zatiaľ čo rast v oblasti realitných investícií ďalej ustával.
- Akciové trhy rozvíjajúcich sa trhov sú fundamentálne zaťažované zhodnotením dolára, obchodným konfliktom a špecifickými rizikami v danej krajine. Ani pomaly slabnúca dynamika rastu ekonomiky v priemyselných krajinách nepomáha. Stabilizačné faktory by sa mohli objaviť najskôr zo strany dolára.

Priemyselné odvetvia

- V neskorej fáze akciového cyklu je potrebné všeobecne obmedziť riziko.
- Niektoré sektory/štýly, ktoré v posledných rokoch zožali úspechy (predovšetkým hodnoty rastu „Growth“ a technológie), sú z hľadiska ocenenia skôr nestabilné.
- Zdá sa ale, že zaujatie extrémne defenzívnych pozícií v rámci prípravy na bezprostredne nastávajúcu recesiu by bolo predčasné.

Investičná téma: sporiace plány

- Z historického hľadiska dividendy významne prispievajú k celkovej výnosnosti akcií a zároveň sa vyvíjajú stabilnejšie než výnosy podnikov. Vo výsledku to pre portfólio znamená stabilizačný efekt.
- Akcie spoločností, ktoré vyplácajú dividendy, sa pritom v minulosti prejavili ako menej náchylné k výkyvom ako akcie spoločností, ktoré dividendy nevyplácajú.
- Ako sa pri porovnaní globálnych výnosov z dlhopisov a dividend ukazuje, môžu byť dividendy práve v časoch krajne nízkych či dokonca negatívnych výnosov z dlhopisov atraktívnym zdrojom kapitálových príjmov.

Euro dlhopisy

- Výnosy zo štátnych dlhopisov v eurozóne by mali v kontexte geopolitiky a reflácie mierne rásť. Preto je poruke skrátenie durácie.
- Trhy však momentálne odrážajú zachovanie rovnakého smeru ECB v tomto roku a očakávajú prvé zvýšenie úrokovej sadzby až v roku 2020.
- Štátne dlhopisy periférnych krajín eurozóny zostávajú zaťažené politickými rizikami. Spory o rozpočet Talianska s Komisiou EÚ boli síce zatiaľ odložené, ale ich príčina nebola odstránená.

Medzinárodné dlhopisy

- Cyklický vzrast výnosov zo štátnych dlhopisov v USA by mal pokračovať v dôsledku ich kombinácie politik (reštriktívnejšia menová politika/expanzívnejšia daňová politika) a tiež na základe ambiciózneho ocenenia.
- Trend sploštenia výnosovej krivky v USA by mal ďalej pretrvávajúť.
- Finančné trhy sa ukazujú zo svojej uvoľnenej stránky, pretože na tento rok neočakávajú žiadne ďalšie zvýšenia hlavnej úrokovej sadzby Fedom.
- Výnosy v Japonsku by mali bez zmeny zostať nízke.

Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov

- Štrukturálne záťažové faktory (napr. vysoký stupeň zadĺženia a oslabujúci potenciál rastu na mnohých rozvíjajúcich sa trhoch aj protekcionistické tendencie v USA) trochu pokazili dlhodobý výhľad na štátne dlhopisy týchto rýchlo sa rozvíjajúcich štátov.
- Okrem toho sa na tejto triede aktív nepriaznivo prejavujú početné riziká, špecifické pre danú krajinu (o. i. Argentína, Brazília, Turecko) a očakávania strednodobo menej expanzívnej monetárnej politiky v USA.

Podnikové dlhopisy

- Dlhopisy kategórie investment grade a rizikové dlhopisy sa pohybujú na poli medzi akomodujúcou monetárnou politikou spolu so solídnyimi údajmi z oblasti úverov na jednej strane a náročným mikroekonomickým prostredím a ambicióznym ocenením na druhej strane.
- Zahrnutá pravdepodobnosť výpadkov amerických štátnych dlhopisov leží jasne nad priemernými akumulovanými hodnotami výpadkov v minulosti. Avšak rozdiely medzi oboma hodnotami (živná pôda pre „čistú“ rizikovú kreditnú prémii a likviditné prémie) pre vysoko rizikové dlhopisy a dlhopisy kategórie investment grade ležia pod svojím dlhodobým priemerom. Na základe tejto analýzy sa zdajú obe odvetvia ďalej nadhodnotené.
- „Čisté“ kreditné rizikové prémie a likviditné prémie (na základe odhadu výpadkov na základe trhu vs. historicky kumulovaných hodnôt) naznačujú pomerne férové ocenenie európskych štátnych dlhopisov (investment grade) a naďalej ambiciózne ocenenie európskych high yield dlhopisov.

Meny

- V strednodobom výhľade je potrebné vychádzať zo slabšieho amerického dolára. Dôvodom je vysoké ocenenie a očakávania rastúceho dvojitého deficitu (vyšší rozpočtový deficit a vyšší schodok zostatku bežného účtu), ktoré by mali vyvíjať tlak na pokles dolára.
- Menová politika má potenciál prekvapiť. Aktuálne nie sú očakávané žiadne zvýšenia hlavnej úrokovej sadzby v tomto roku. To by sa mohlo ukázať ako príliš mierne. Pokiaľ tu dôjde ku zmene smeru týchto očakávaní, malo by to pozitívny vplyv na dolár.