

Mesačník o kapitálovom trhu

Opatrnosť je matkou múdrosti

Posledné týždne na akciových trhoch sotva mohli prebiehať lepšie. Najneskôr od okamihu, keď sa trhy prispôbili prinajmenšom dočasne uvoľnenej monetárnej politike americkej centrálnej banky Fed, mieri vývoj smerom nahor. Na decembrové poklesy kurzov sa už takmer zabudlo. Vyhliadky na „deal“ v obchodnom konflikte medzi USA a Čínou, ale tiež opodstatnené nádeje, že v USA nedôjde ešte raz k shutdownu a zamestnanci štátnej správy nepôjdu kvôli sporom o rozpočet stávkovať, spôsobili rast chutí na riziko. Pochopiteľne.

Keď sa vytrácajú neistoty a rastie predvídateľnosť, prejaví sa to na lepších možnostiach na investovanie. A investície sú veľmi žiadané, obzvlášť v aktuálnom ekonomickom prostredí, veď aj počas posledných týždňov ekonomické ukazovatele skôr slabli. A práve s ustávajúcím priaznivým okamihom rastu by sme mohli mať čo dočinenia v nadchádzajúcich týždňoch. O to viac, že takisto výsledková sezóna firemných ziskov bola skôr zakalená a analytici revidovali svoje očakávania pre nadchádzajúcich 12 mesiacov smerom nadol.

Spomalenie rastu globálneho množstva peňazí poukazuje na to, že hospodársky rast v tomto roku bude pomalší, pričom tu môže dôjsť k prvým náznakom stabilizácie. Signály prosperujúcej ekonomiky sú najnovšie oslabené tiež pre USA. Nemožno zabúdať na to, že geopolitické riziká zo zorného poľa nezmizli. Brexit prechádza do svojej rozhodujúcej fázy. Európske voľby sa blížia a rysuje sa nejasné rozloženie síl medzi stranami, zatiaľ čo sa objavujú náznaky pravdepodobného zníženia ratingu Talianska. V Španielsku sa budú v apríli konať predčasné voľby, už tretie počas štyroch rokov. Kvôli silne



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

Rally na akciových trhoch v posledných týždňoch sa zdá prekvapivo silná. To je v rozpore s ekonomickými ukazovateľmi a pretrvávajúcimi geopolitickými rizikami.

22. 02. 19

Akciový index		Úroková miera v %	
Prague SE Index	1 060	USA	3 mesiace 2,65
DAX	11 458		2 roky 2,54
Euro Stoxx 50	3 281		10 rokov 2,69
S&P 500	2 793	EMÚ	3 mesiace
Nasdaq	7 528		2 roky
Nikkei 225	21 528		10 rokov 0,13
Hang Seng	28 959	Japonsko	3 mesiace 0,07
KOSPI	2 231		2 roky
Bovespa	97 886		10 rokov 0,04
FX		Suroviny	
USD/EUR	1 133	Ropa (Brent, USD/barel)	67,3

Ukazovateľ kapitálového trhu

Dlhopisové fondy

Akciové fondy

roztrieštenej politickej scény nemožno výsledok volieb odhadnúť a riziko vytvorenia menšinovej vlády, ktorá bude opäť nestabilná, je vysoké. Na rozdiel od Talianska však existuje vysoká pravdepodobnosť toho, že novú koalíciu povedie jedna z nepopulistických strán. Výhľad na vzťah konzervatívcov a liberálov by trhy mohli privítať.

Rally na akciových trhoch posledných týždňov sa zdá prekvapivo silná. To je v rozpore s ekonomickými ukazovateľmi, čo zvyšuje riziko opätovného poklesu kurzov.

Opatrnosť je matkou múdrosti, odkazuje Hans-Jörg Naumer.

Podrobné informácie o trhu

Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- Dynamika rastu už celé mesiace ustáva, teraz tiež v USA. Zvyšuje sa pravdepodobnosť, že sa prostredie globálneho rastu bude ochladzovať.
- Politické neistoty ďalej pretrvávajú. Kvôli voľbám do Európskeho parlamentu a predčasným voľbám v Španielsku sa pozornosť upína viac na starý kontinent.
- Ocenenie je nejednotné. Štátne dlhopisy a americké akcie majú vysoké ocenenie. Ocenenie európskych akcií a akcií z rozvíjajúcich sa krajín sa oproti tomu javí ako mierne.
- Výhľad na uvoľnenejšiu menovú politiku americkej centrálnej banky (Fed) a Európskej centrálnej banky pritom majú podporný účinok na rizikovejšie druhy aktív.
- Investori by sa v tejto súvislosti mali pripraviť na rastúce výnosy z dlhopisov a zvýšené výkyvy kurzov na akciových trhoch v strednodobom výhľade.

Akcie Nemecko



- V Nemecku ustáva dynamika rastu. Vďaka pozitívnemu rastu hrubého domáceho produktu (HDP) vo štvrtom štvrtroku roku 2018 sa 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 driemajúceho obchodného konfliktu v poslednej dobe vzrástlo.
- Podľa dlhodobého priemeru je ocenenie nemeckých akcií po poklesoch kurzov v posledných týždňoch citelne atraktívnejšie.

Akcie Európa



- Dynamika ekonomického vývoja v Európe ďalej ustáva. Predčasné voľby v Španielsku, rozhadzovačná talianska vláda a voľby do Európskeho parlamentu spôsobili rast politických neistôt.
- Téma brexit prejde v tomto mesiaci do rozhodujúceho štádia. Rozhodne sa, či dôjde k tvrdému, mäkkému alebo časovo posunutému odchodu Veľkej Británie z Európskej únie.
- Najnovšie ekonomické dáta pre Veľkú Britániu momentálne ukazujú, že neistoty spojené s brexitom prosperite ekonomiky škodia. Najmä objem investícií klesol, ako je vidno na najnovších údajoch o hrubom domácom produkte za rok 2018. Zároveň došlo k zvyšovaniu skladových zásob, čo viedlo k nárastu importov. Aj toto je náznakom prevencie proti neistote.
- Podľa cyklicky upraveného Shillerovho pomeru kurzu k zisku sú európske akciové trhy ocenené opäť výrazne atraktívnejšie. Dividendové výnosy sú v globálnom porovnaní neobvykle vysoké.

Akcie USA



- Ekonomiku USA možno označiť za pohon celosvetového ekonomického vývoja, avšak aj tu priaznivý okamih rastu v poslednom čase trochu ustáva. Expanzívne účinky daňovej reformy v USA dobiehajú.
- Finančné trhy zahŕňajú do ocenenia zvyšujúcu sa pravdepodobnosť recesie v USA v nadchádzajúcich 12 mesiacoch a očakávajú, že zo strany Fedu nedôjde v tomto roku k žiadnemu ďalšiemu zvýšeniu hlavnej úrokovej sadzby.
- Dynamika ziskov podnikov a ekonomická situácia ukazujú USA ako nadradené ostatným oblastiam. Vývoj ziskov však pravdepodobne už prekročil svoj vrchol.

Akcie Japonsko



- Včasné ukazovatele zoslabli v Japonsku, ako aj globálne, čo by mohlo tlačiť na dynamiku obrátov a ziskov. Z celkového hľadiska momentálne nevidíme žiadne výhody japonského trhu oproti globálnym akciám.
- Nezávisle od pozitívnej dynamiky spotrebiteľských cien sa naďalej zdá, že je ešte skoro na to, hovoriť o dlhodobom udržateľnom zlepšení miery zdražovania v Japonsku, pretože výhľad jadrovej inflácie zostáva rozpačitý. Preto Japonská centrálna banka (BoJ) zrejme zachová svoj extrémne expanzívny smer menovej politiky – najmä preto, aby v súvislosti s nadchádzajúcim zvýšením dane z pridanej hodnoty (október 2019) udržala mieru predpokladanej inflácie.
- Firemný sektor v Japonsku investuje príliš málo a zaťažuje tak v strednodobom výhľade rast. Zostatok bežného účtu profituje z relatívne slabého jenu.

Akcie rozvíjajúcich sa trhov



- Reálny rast ekonomiky v Číne klesol v roku 2018 na 6,6 % a vykázal tak najnižší rast od roku 1990. Zo štrukturálneho hľadiska prispela spotreba k reálnemu rastu HDP viac ako cca 75 % a investície 32 %, zatiaľ čo (čistý) export ho znížil o takmer 9 %. Celkovo by najnovšie dáta o činnosti ekonomiky a z nich vyplývajúca ustávajúca dynamika rastu mohla ďalej vyvíjať tlak na vládu, resp. centrálnu banku, ktorá môže čínsku ekonomiku podporovať daňovo i nástrojmi menovej politiky.
- 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.
- Na finančných trhoch tejto skupiny krajín sa odráža obrát v menovej politike americkej centrálnej banky, v ktorom boli do ocenenia na finančných trhoch zahrnuté poklesy úrokových sadzieb.

Investičná téma: dividendy

- Z historického hľadiska dividendy významne prispievajú k celkovej výnosnosti akcií a zároveň sa vyvíjajú stabilnejšie než výnosy podnikov. To má celkovo stabilizačný účinok na portfólio.
- Akcie spoločností, ktoré vyplácajú dividendy, sa pritom v minulosti prejavili ako menej náchylné k výkyvom než 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 (jadrovej zemi) by mali v kontexte geopolitiky a reflácie mierne rásť. Preto je k dispozícii skrátenie durácie.
- Trhy však momentálne odrážajú zachovanie rovnakého smeru Európskej centrálnej banky 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

- Finančné trhy sa ukazujú zo svojej voľnejšej stránky, pretože pre tento rok neočakávajú žiadne ďalšie zvýšenie hlavnej úrokovej sadzby zo strany Fedu. My ale naďalej vychádzame z toho, že Fed ešte v tomto roku pristúpi k zmenám úrokovej sadzby.
- Výnosy v Japonsku by mali bez zmeny zostať nízke.

Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov

- Dlhopisové trhy rozvíjajúcich sa trhov zostávajú predovšetkým pod vplyvom amerického dolára.
- Do tejto triedy investícií od začiatku roka opäť prúdilo viac peňazí od investorov – prvá zastávka po predchádzajúcich odlivoch.

Podnikové dlhopisy

- Dlhopisy kategórie investment grade a rizikové dlhopisy sa pohybujú na poli medzi akomodujúcou monetárnou politikou spolu so solídnymi 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 prémiiu 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 (odhadované na základe miery trhových výpadkov vs. kumulatívnych hodnôt) naznačujú pomerne férové ocenenie európskych štátnych dlhopisov (Investment grade) a naďalej ambiciózne ocenenie európskych high yield dlhopisov.

Meny

- Podľa nášho dlhodobého vyváženého modelu ocenenia menových kurzov je fundamentálne podhodnotenie mnohých mien (predovšetkým rozvíjajúcich sa trhov) oproti americkému doláru aj naďalej významné.
- Americký dolár sa teda javí ako nadhodnotený. Fiškálny deficit, priaznivý okamih aj očakávanie uvoľnenejšej menovej politiky by ho mohli prinajmenšom krátkodobo oslabiť, okrem toho špekulanti už vybudovali aj vysoké pozície na zhodnotenie dolára – čo je často kontraindikátorom.
- Britská libra meria aj naďalej stupeň horúčky vo veci brexitu. Čím vyššia politická neistota vo Veľkej Británii, tým nižšie je obchodovaná – a naopak. Trvalé zhodnotenie z nášho hľadiska podhodnotenej britskej libry vyžaduje rozhodnutie v otázke brexitu.