

Mesačník o kapitálovom trhu

Skúšobný kameň

Vo chvíli, keď akciové trhy v uplynulom mesiaci zaznamenávali nové rekordné hodnoty, objavil sa skúšobný kameň: nový koronavírus, ktorý sa stále viac rozširuje po celom svete, viedol na globálnych akciových trhoch k najsilnejšiemu prepadu za o niečo viac než posledné dva roky, 30-ročné štátne dlhopisy USA sú na novej rekordne nízkej hodnote a cena zlata dosiahla najvyššie hodnoty za posledných sedem rokov.

Samozrejme, pravdou je, že dopady koronavírusu momentálne nemožno vôbec odhadnúť a budú sa odvíjať od dĺžky, miery a geografického rozšírenia epidémie. Jedna vec je istá, a síce to, že Čína je v súčasnosti podstatne silnejšie integrovaná v dodávateľských reťazcoch Ázie a svetovej ekonomiky ako v čase nákazy SARS v rokoch 2002/2003. Kým v roku 2002 činil podiel Číny na globálnej hrubej tvorbe hodnôt približne 8 %, dnes je to 19 %. Nemožno teda opomínať riziko, že momentálny všeobecný názor, že globálny rast bude ohrozený len počas prechodnej doby (podobne ako v prípade SARS) a toto ohrozenie v priebehu roku úplne pominie, by sa mohol ukázať ako príliš optimistický. Nehovoriac o zatiaľ neodhadnuteľných dopadoch na čínsky rast a s nimi spojenom negatívnom vplyve na celý reťazec tvorby hodnôt v Ázii, resp. celosvetovo. V dôsledku toho Medzinárodný



Stefan Scheurer
Director
Global Capital Markets
& Thematic Research

Otázka, ako ďaleko sa rozšíri koronavírus a nakoľko sa spolu s ním zvýšia rizikové prémie na trhoch aj záťaž pre ekonomiku, sa teraz zmenila na skúšobný kameň.

28. 02. 2020

Akciový index		Úroková miera v %	
Prague SE Index	977	USA	3 mesiace 1,46
DAX	11 890		2 roky 1,11
Euro Stoxx 50	3 294		10 rokov 1,30
S&P 500	2 954	EMÚ	3 mesiace -0,43
Nasdaq	8 567		2 roky -0,74
Nikkei 225	21 344		10 rokov -0,55
Hang Seng	26 292	Japonsko	3 mesiace 0,07
KOSPI	2 003		2 roky -0,25
Bovespa	104 172		10 rokov -0,11
FX		Suroviny	
USD/EUR	1 136	Ropa (Brent, USD/barel)	50,5

menový fond znížil na rok 2020 svoju prognózu na rast čínskej ekonomiky na súčasných 5,6 % (ešte v januári uvádzal 6,0 %) – za predpokladu, že čínska ekonomika sa v druhom štvrtroku bude môcť vrátiť k normálu.

V zmysle nášho základného scenára neskoro cyklických „turbulencií“ teda prevažujú riziká ekonomického poklesu, a to aj napriek tomu, že (geo)politické napätie sa upokojilo. V aktuálnej výsledkovej sezóne za 4. kvartál vystríha stále viac spoločností pred tým, že ich stanovené ciele nebudú kvôli koronavírusu a z neho vyplývajúcej meškaní vo výrobe dosiahnuté. Výskyt koronavírusu v Európe teda nielen stlmil očakávanú infláciu, navzdory oživeniu cien ropy vo februári, ale ovplyvnil tiež očakávanie ohľadne krátkodobých úrokových sadzieb. V prípade centrálnej banky USA sú na finančných trhoch po uskutočnenom znížení úrokovej sadzby zahrnuté do ocenenia ešte ďalšie dva kroky do konca roku, zatiaľ čo za Európsku centrálnu banku (ECB) je očakávané zníženie hlavnej úrokovej sadzby o desať bázických bodov.

Otázka, ako ďaleko sa rozšíri koronavírus a nakoľko sa spolu s ním zvýšia rizikové prémie na trhoch aj záťaž pre ekonomiku, sa teraz zmenila na skúšobný kameň.

Obrany schopnosť vám praje
Stefan Scheurer

Podrobné informácie o trhu

Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- Nemožno opomíňať riziko, že momentálne všeobecne panujúci názor, že globálny rast bude ohrozený len počas prechodnej doby a toto ohrozenie v priebehu roku úplne pominie, by mohol byť príliš optimistický.
- V zmysle nášho základného scenára neskorého cyklických „turbulencií“ teda prevažujú riziká poklesu.
- Otázka, ako ďaleko sa rozšíri koronavírus a nakoľko sa spolu s ním zvýšia rizikové prémie na trhoch aj záťaž pre ekonomiku, sa teraz zmenila na skúšobný kameň.
- V neposlednom rade nielen kvôli neistote v spojitosti s koronavírusom je na mieste dobre premyslená alokácia.
- Aktívne investovanie je povinnosť! To platí tak v rámci jednotlivých druhov aktív, ako aj naprieč nimi, najmä v dobách strednodobo nízkych výnosov.
- Aktívne investovanie je povinnosť! To platí tak v rámci jednotlivých druhov aktív, ako aj i naprieč nimi.

Akcie Nemecko



- Index podnikateľskej dôvery IFO vo februári pozitívne prekvapil. Nepatrne sa zvýšil z januárových 96,0 na súčasných 96,1 bodov. Hodnotenie súčasných podmienok síce mierne pokleslo z 99,2 na 98,9 bodov, ale zložka očakávanie sa vyšplhala z pôvodných 92,9 na 93,4 bodov.
- Kvôli úzkemu prepojeniu Nemecka s Čínskou ľudovou republikou ako dôležitým obchodným partnerom by koronavírus mohol mať dôsledky tiež pre nemeckú ekonomiku. Zároveň vďaka naďalej dobrej situácii na trhu práce a výhľadom v oblasti príjmu zostávajú oporou odvetvia, ktoré sú viac orientované na tuzemský trh.
- Nemecký akciový trh je férovo ocenený, dividendové výhľady sú bezo zmeny atraktívne, napriek tomu, že silná ekonomická závislosť, presnejšie povedané začlenenie v globálnych reťazcoch tvorby hodnôt, by sa na pozadí rozšírenia koronavírusu mohla prejaviť ako záťaž.

Akcie USA



- Ekonomika USA je síce stále výkonná – pokiaľ sa jej výkon rozloží na celý rok, vzrástla o 2,1 %. Ale dynamika rastu v dôsledku slabšej globálnej economickej situácie pomaly ustáva. Agregované makrodáta sa v USA v minulom mesiaci zhoršili.
- Robustný trh práce a pozitívny postoj domácností k spotrebe naďalej predstavujú pozitívne signály pre akcie, ale rastúce náklady na mzdy pravdepodobne budú v nasledujúcich kvartáloch vyvíjať tlak na ziskové marže.
- Podľa členov Federálneho výboru pre otvorený trh centrálnej banky USA by sa americká ekonomika mala v tomto roku naďalej dobre vyvíjať. Neistota ohľadom dopadov koronavírusu na ekonomiku, samozrejme, teraz necháva finančné trhy zahrnúť do ocenenia ďalšie dva kroky úpravy úrokovej sadzby do konca roku.
- V historickom porovnaní sa ocenenie akciového trhu USA javí ako veľmi ambiciózne, merané podľa Shillerovho pomeru kurzu k zisku očisteného od konjunkturálnych výkyvov.

Akcie Európa



- Rast ekonomiky v závere uplynulého roku zaostal za očakávaniami. Podľa zverejneného predbežného odhadu Eurostatu vzrástlo HDP v Európe v štvrtom štvrtroku roku 2019 v porovnaní s predchádzajúcim kvartálom len o 0,1 %.
- Akcie z eurozóny sa zrejme budú dlhodobo vyvíjať lepšie než americké akcie len vtedy, ak prejavia suverénnu dynamiku rastu zisku. Marže v USA v poslednom čase poklesli, zatiaľ čo európske marže si udržiavajú rovnakú úroveň.
- V Spojenom kráľovstve ustáva rast, napriek tomu sa ukazovatele nálady po decembrových voľbách zlepšili. Vyššia miera istoty v súvislosti s brexitom by sa určite na ekonomike mala prejaviť pozitívne.
- Bank of England (BoE) musí vyriešiť tuzemský rastúci tlak na ceny a ekonomické riziká poklesu. Smer menovej politiky je závislý od toho, ako sa vyvinie otázka brexitu v prechodnom období. A od toho, či globálne oslabenie zosilnie, alebo dôjde k zvratu.

Akcie Japonsko



- Výkon japonskej ekonomiky v záverečnom štvrtroku roku 2019 sa podľa predbežných údajov v prepočte na celý rok prepadol o viac ako šesť percent – to zodpovedá najsilnejšiemu poklesu od druhého štvrtroku 2014. Pokles spôsobilo predovšetkým októbrové zvýšenie dane z pridanej hodnoty z ôsmich na desať percent, ktoré silne zaťažilo výdavky domácností. Spolu s negatívnymi dopadmi nového koronavírusu by to mohlo ďalej zaťažovať rast v prvom polroku 2020.
- Navzdory plnej zamestnanosti je tempo inflácie na úrovni spotrebiteľov aj naďalej dosť rozpačité. Miera jadrovej inflácie sa pohybuje okolo nulovej krivky, takže japonská centrálna banka Bank of Japan pravdepodobne bude trvať na svojom expanzívnom smere.
- Z celkového hľadiska momentálne nemožno pozorovať žiadne výhody japonského trhu oproti globálnym akciám.

Akcie rozvíjajúcich sa trhov

- Výzvy pro rozvíjajúce sa trhy sú rozličného charakteru: od neistôt ohľadom svetového obchodu až po ustávajúci cyklus surovín. Nižší rast globálnej ekonomiky by so sebou mohol priniesť nižší dopyt po rope, ktorému rastu dominujú predovšetkým rozvíjajúce sa trhy.
- Rozšírenie výskytu vírusu spôsobilo rast rizík pre svetové hospodárstvo a zrejme veľmi negatívne ovplyvnilo globálne výrobné reťazce. Nehovoriac o zatiaľ neodhadnuteľných dopadoch na čínsky rast a s nimi spojený negatívny vplyv na Áziu, prípadne celý svet.
- Preto sa čínske úrady pokúšajú zmierniť negatívne dopady na ekonomiku prostredníctvom zaistenia dostatku hotovosti, daňových opatrení a finančných podpôr pre firmy.
- Ďalšie kroky na uvoľnenie menovej a daňovej politiky teda budú zrejme nasledovať nielen v Číne, ale tiež v ostatných krajinách, najmä v rozvíjajúcich sa krajinách Ázie. To by malo nielen zmierniť negatívny dopad ochorenia COVID-19, ale tiež zlepšiť podmienky na finančných trhoch ázijských rozvíjajúcich sa štátov.

Investičná téma: #FinanceForFuture – investovanie za lepší svet

- Disrupcia – zdá sa, že žiadny iný pojem nepopisuje našu prítomnosť a budúcnosť výstižnejšie. Disrupcia – sila (nie vždy len tvorivého) zničenia niečoho starého a vytvorenie niečoho nového.
- Disrupcia ekonomiky („digitalizácia“), disrupcia populačnej pyramídy („demografia“), disrupcia životného prostredia a klímy, disrupcia spoločnosti (populizmus). Pri všetkých týchto zmenách ale existuje základná konštanta, ktorá dláždí cestu do lepšieho sveta: kapitál.
- Podľa odhadov Európskej investičnej banky (EIB) sú potrebné investície vo výške 175 až 270 miliárd eur ročne, aby boli do roku 2030 dosiahnuté najdôležitejšie klimatické a energetické ciele Európskej únie: zníženie emisií CO₂ v porovnaní so stavom z roku 1990 o 40 %. Z tohoto samotného faktu vyplýva, že je nutne potrebný kapitál na nevyhnutné investície. Pomocou riešenia fondov, v ktorých sú integrované kritériá ESG („Environmental“ – životné prostredie; „Social“ – spoločensky; „Governance“ – riadenie firmy), možno investovať – nielen – proti zmene klímy.

Investičná téma: Dividendy

- Práve v časoch nízkych/negatívnych výnosov sa dividendy javia ako zaujímavá možnosť dosiahnutia kapitálových príjmov.
- Ako ukazujú naše analýzy, k celkovému výsledku po celý čas od roku 1974 do konca roku 2018 prispievali dividendy európskych firiem v priemere takmer 38 % (za predpokladu opätovných investícií a daňových úľav). V prípade firiem z USA (v porovnaní s MSCI Severná Amerika) išlo o takmer 30 %.
- Dividendy sa v minulosti vyvíjali spoľahlivejšie ako zisky firiem, majú teda stabilizačný účinok na výnosy z držby akcií. Porovnanie dividend a ziskov spoločností indexu S&P 500 od roku 1959 ukazuje, že zisky firiem podliehali omnoho väčším výkyvom ako dividendy. Najmä v posledných 10 rokoch bola volatilita ziskov s ročnými 27 % omnoho vyššia než výkyvy dividend s takmer 3 % ročne. S určitosťou sa v týchto údajoch odrážajú tiež krízy v minulosti.
- Čo sa týka podielu vyplácania dividend, v Európe na prelome tisícročia tak činilo 85 % až 95 % firiem. V USA tento podiel v priebehu posledných takmer dvadsiatich rokov vzrástol zo 70 % na 80 %. Pritom sa ukazuje, že akciové kurzy firiem, ktoré vyplácajú dividendy, mali v minulosti oveľa menšie výkyvy než dividendy firiem, ktoré ich nevyplácajú.

Euro dlhopisy

- V dôsledku rozšírenia koronavírusu revidovali aktéri na trhu svoje očakávania ohľadom budúceho vývoja úrokových sadzieb ECB opäť smerom dole. Na pozadí diskusie o strategickom prieskume či možnom určení nového smeru politiky Európskej centrálnej banky a jej inflačného cieľa je latka, samozrejme, nasadená vysoko.
- Na pozadí tlmenej miery/očakávanej inflácie a naďalej expanzívnej menovej politiky ECB by sa výnosy z nemeckých štátnych dlhopisov, ktorých ocenenie je bez zmeny ambiciózne, mali zatiaľ pohybovať na nízkej (negatívnej) úrovni.
- Navzdory podpore vyplývajúcej zo znovuzavedenia programu nákupu (čistých) štátnych dlhopisov ECB sa štátne dlhopisy z periférnych krajín kvôli neatraktívnemu oceneniu javia ako náchylné na opätovné oživenie politických rizík a rizík vznikajúcich v súvislosti s koronavírusom (napr. Taliansko). To zároveň znamená rozšírenie rizikových prémie, ak vezmeme ako meradlo štátne dlhopisy.

Medzinárodné dlhopisy



- Dlhopisové trhy sa naďalej javia ako krajne ambiciózne ocenené. Kvôli pokračujúcej expanzívnej menovej politike je ale nutné očakávať nízke, v mnohých oblastiach negatívne výnosy z dlhopisov (nominálna návratnosť dlhopisov po celom svete v objeme 13,4 bilióna amerických dolárov, teda takmer 25 % je v negatívnom poli).
- Navzdory ambicióznym oceneniam by sa výnosy z amerických štátnych dlhopisov na pozadí štrukturálne „holubičieho“ postoja Fedu mali pohybovať naďalej na nízkej úrovni.
- Po niekoľkoročnom trende sploštenia výnosovej krivky v USA sa v posledných mesiacoch množia náznaky narastajúcich rozdielov medzi dlhopismi s krátkou a dlhšou dobou splatnosti.

Podnikové dlhopisy



- Rozšírenie koronavírusu podstatne zakalilo náladu na trhu podnikových dlhopisov, najmä vo svetle možných strát, ktoré môžu firmy utpieť.
- Trhy podnikových dlhopisov sa preukázali ako neobyčajne odolné voči averzii k riziku, ktorá v poslednom čase rástla. Rizikové prémie podnikových dlhopisov v segmente investment grade (v porovnaní s high yield dlhopismi) sa takmer nezvýšili.
- Zatiaľ čo tento segment podporuje akomodujúca menová politika a nádej na to, že globálny rast bude brzdený len krátkodobou, podnikové dlhopisy by mohli byť zaťažované náročnejším prostredím typickým pre neskorú fázu cyklu a ambicióznym ocenením vo viacerých odvetviach.

Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov



- Na tomto segmente by sa malo pozitívne prejavíť uvoľnenie v obchodnom konflikte medzi USA a Čínou, ale zároveň sa zhoršila nálada v dôsledku rozšírenia koronavírusu a drastických opatrení čínskej vlády na tlmenie epidémie.
- V prípade centrálnej banky USA sú momentálne zahrnuté do ocenenia ďalšie kroky úpravy úrokovej sadzby do konca roku, zatiaľ čo čínske úrady sa pokúšajú zmierniť negatívne dopady na ekonomiku prostredníctvom zaisťovania dostatku hotovosti, daňových opatrení a finančnej podpory pre firmy. To by pre dlhopisy rozvíjajúcich sa zemí mohlo poslúžiť ako dôležitý podporný faktor.
- Národné centrálné banky by mohli využiť zostávajúce možnosti na ďalšie uvoľnenie svojej menovej politiky. Tie sú ale v strednodobom hľadisku konfrontované s mnohými pretrvávajúcimi štrukturálnymi/politickými zaťažujúcimi faktormi.

Meny

- V momentálnom neistom prostredí ekonomiky a trhov by mal americký dolár naďalej preukazovať svoju silu. Avšak v strednodobom výhľade je nutné počítať s jeho oslabením: vysoké ocenenie a očakávanie rastúceho dvojitého deficitu by mali vyvíjať tlak na jeho pokles.
- Britská libra by mohla zažiť krátkodobú podporu zo strany usporiadaného vstupu do prechodnej fázy brexitu. Nevyriešené otázky k budúcemu obchodnému modelu Veľkej Británie a k obchodným vzťahom so zvyškom sveta (najmä s Európou) ale predstavujú riziko poklesu v strednodobom horizonte.
- Nemožno opomenúť riziko, že momentálne panujúci názor, že globálny rast bude ohrozený len počas prechodného obdobia a toto ohrozenie v priebehu roku úplne pominie, by mohlo byť príliš optimistické. To by mohlo vyvíjať silnejší tlak na meny rozvíjajúcich sa zemí, najmä ázijských.
- Čína síce zvyšuje svoje úsilie na podporu zadržávajúcej sa ekonomiky v podobe aktívnej daňovej a menovej politiky, ale silnejší americký dolár a rastúce obavy ohľadom ekonomickej situácie hovoria do budúcnosti za slabší jüan.