

Mesačník o kapitálovom trhu

Kto to bude platiť?

Je to už dlho, predlho, čo sme vyvolali finančnú represiú. Onú fázu, v ktorej veritelia vďaka svojej ochote investovať do nízko / negatívne úročených štátnych dlhopisov výrazne prispievajú k tomu, že sa obrovská kopa dlhov, ktoré narobil štát, bude znižovať. Súčasná daňová a menová politika štátov a ich centrálnych bánk neúprosne pripomína, že spolu s pandémiou koronavírusu začína ďalšie kolo tejto represie. Viac ako 70% dlhopisov na globálnom dlhopisovom trhu má výnosy vo výške jedného percenta a menej. Takmer 30% vykazujú negatívne výnosy. Priemerné náklady na refinancovanie, ktoré zaťažujú štátny dlh, od čias krízy na finančných trhoch a dlhovej krízy eura ďalej klesali a z daňového hľadiska by sotva mohli byť pohodlnejšie. Hromada dlhov sa tak postupom času sama od seba znižuje - minimálne vtedy, keď je miera dlhov ešte zvládnuteľná a nevytvára žiadne trvalé daňové deficity. Úroková sadzba pre refinancovanie sa musí nachádzať pod úrovňou miery rastu. A navyše: v mnohých krajinách eurozóny, ale aj vo Veľkej Británii, môžu staré dlhy čiastočne zmazať novým zadlžením. Tu sa jedná o zatiaľ ešte nový úkaz, ale v Japonsku ho možno pozorovať už veľmi dlho. Poďakujme negatívnym úrokom (pozri aj našu štúdiu „Kto to bude platiť?“).

Honba za kapitálovými príjmami teda pokračuje a mohla by byť vysvetlením, prečo došlo k nevídanej rýchlosti oživeniu kapitálových trhov, po ich páde, spôsobenom pandémiou. Centrálné banky si svojim pokusom stabilizovať finančné trhy vybetónovali nielen prostredie nízkych / negatívnych úrokov, ale očividne vyslovili ďalšie „put centrálnych bánk“, od ktorého

28. 08. 2020

| Akciový index | | Úroková miera v % | |
|-----------------|---------|-------------------------|-----------------|
| Prague SE Index | 908 | USA | 3 mesiace 0,25 |
| DAX | 13 033 | | 2 roky 0,17 |
| Euro Stoxx 50 | 3 335 | | 10 rokov 0,73 |
| S&P 500 | 3 508 | EMÚ | 3 mesiace -0,48 |
| Nasdaq | 11 696 | | 2 roky -0,64 |
| Nikkei 225 | 23 140 | | 10 rokov -0,44 |
| Hang Seng | 25 422 | Japonsko | 3 mesiace 0,07 |
| KOSPI | 2 354 | | 2 roky -0,12 |
| Bovespa | 102 143 | | 10 rokov 0,04 |
| FX | | Suroviny | |
| USD/EUR | 1,192 | Ropa (Brent, USD/barel) | 45,1 |

investori očakávajú, že bude pôsobiť ako zabezpečenie smerom nadol. Základný postoj s veľkou ochotou riskovať podporujú ekonomické údaje z posledných týždňov a mesiacov, ktoré skutočne ukazujú, že sme opustili fázu globálnej recesie. Skepsa voči príliš rýchlemu návratu do rastového stavu pred pandémiou je však na mieste. Alternatíva a ekonomické údaje, ktoré veľmi rýchlo reagujú na stav ekonomiky, ako napríklad údaje o mobilite zhromažďované spoločnosťou Google alebo elektronickej rezervácie stolov v reštauráciách, ukazujú, že priaznivý okamih rastu ustáva. Kým likvidita by mala pôsobiť podporne, je nutné počítať s volatilitou ako následkom sklamaní zo strany ekonomiky a priebehu pandémie.

Lovu zdar pri hontu za kapitálovými príjmami.
Dr. Hans-Jörg Naumer.



Dr. Hans-Jörg Naumer
Director
Capital Markets &
Thematic Research

V mnohých krajinách eurozóny, ale aj v Japonsku a vo Veľkej Británii, môžu staré dlhy čiastočne zmazať novým zadlžením. Poďakujme negatívnym úrokom.

Podrobné informácie o trhu

Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- V dôsledku pandémie koronavírusu upadla svetová ekonomika do hlbokej recesie, z ktorej sme čím ďalej viac vonku. Ďalší posun na ceste oživenia ekonomiky ale veľmi silno závisí na ďalšom priebehu pandémie koronavírusu.
- Nádej na rýchle oživenie v krivke tvaru „V“ viedlo v dôsledku masívnych daňových balíkov a záplavy likvidity od centrálnych bánk k tomu, že sa akciové trhy oživilo rýchlosťou, ktorú sme od konca druhej svetovej vojny ešte nevideli. K tejto ochote riskovať ale pravdepodobne prispel aj núdzový stav investícií, lebo výnosy na dlhopisových trhoch sa pohybujú silno v negatívnom alebo minimálne veľmi nízkom rozsahu.
- Toto by v spojení so sklonom centrálnych bánk k ešte expanzívnejšiemu správaniu v eventúálnom prípade potreby malo ďalej zvýhodniť rizikovejšie segmenty kapitálových trhov, ku ktorým patria aj akcie.
- Je možné, že v ďalšom priebehu vývoja ekonomiky a pandémie vznikne potenciál k sklamaniam.
- Rovnako sa nezdá, že by novembrové prezidentské voľby v USA už boli v strede pozornosti na trhoch. Eventuálne zvýšenie daní pre firmy by zodpovedajúcim spôsobom znížilo zisky firiem.

Akcie:

- Proti bezpríkladnému prepadu ekonomiky sa bojuje bezprecedentnými menovými a daňovými stimulmi, čo v sebe skrýva riziko inflácie cien aktív.
- Ocenenie na kapitálových trhoch sa javí veľmi heterogénne. Pre USA sú najvyššie a nemajú žiadne rezervy pre možné negatívne prekvapenia.
- Korekcie analytikov sa zlepšili. Odhady ziskov firiem sú pre budúce mesiace stále silnejšie korigované smerom nahor. Obzvlášť výhodný sa zdá vzťah korekciou smerom nahor voči korekciám smerom dole pre USA a rozvíjajúce sa krajiny. Aj pre podniky v Európe sa situácia výrazne zlepšila.
- Po doterajšej silnej rally je ďalšia možnosť rastu nateraz obmedzená. Stále pretrvávajúca skepsa investorov ohľadom udržateľnosti oživenia ekonomiky, by však mala zároveň obmedziť možnosť sklamaní.

Dlhopisy:

- Výnosy zo štátnych dlhopisov by mohli, kvôli betónovo pevnému prostrediu negatívnych / nulových úrokových sadzieb a programu nákupu centrálnych bánk, zostať negatívne / nízke, ak všetko zostane ako teraz. Finančné represie prechádzajú do ďalšieho kola.
- Zdá sa, že vývoj inflácie vytvára nízke riziká pre rast výnosov. Napriek účinkom, ktoré spôsobujú rast cien z dôvodu narušených dodávateľských reťazcov a extrémne expanzívnej menovej politiky, by v nasledujúcich mesiacoch mali dominovať disinflačné účinky koronakrízy a doznievajúci efekt nižších cien.
- Pre prípad, že dlhodobé výnosy budú nadmerne rásť a nebudú kryté lepšími vyhlídkami na vývoj ekonomiky / inflácie (napr. pomocou zvýšených daňových rizík), by sa malo počítať s ešte silnejšou intervenciou zo strany centrálnych bánk.
- Firemné dlhopisy by tiež mali ťažiť z dopytu centrálnych bánk, hoci sú vystavené recesívnemu prostrediu, rastúcej miere výpadkov a vysokému stupňu zadlženia.

Meny:

- Investori si v medzičase vybudovali zostatok s netto predajnými pozíciami na USD. Od tej doby, čo bolo dosiahnuté dno finančných trhov, sa hodnota dolára znížila. To pravdepodobne zapríčinila znížená averzia k riziku účastníkov trhu, čo zrejme doláru ako „bezpečnému prístavu“ skôr uškodilo. Navyše bol dolár voči mnohým menám skôr vysoko ocenený.
- Ďalšie zaťažujúce faktory pre americký dolár by mohli tvoriť aktuálne oživenie obchodného konfliktu s Čínou, pomalé tlmenie koronavírusu v USA a rastúca politická neistota ohľadne blížiacich sa prezidentských volieb.
- Politický signál v podobe Fondu obnovy prepožičal euru a iným európskym menám väčšiu atraktivitu. Oživenia sa dočkalo aj mnoho klasických mien komodít. Ak vydrží pozitívna nálada na trhoch, mal by tento vývoj pretrvávať.

Komodity:

- Po prekročení hlbokého dna ekonomiky v marci / apríli 2020 sa podarilo upevniť dopyt po surovinách.
- Cenu komodít zvyčajne podporuje klesajúci dolár, lebo sú obchodované v USD a majú zodpovedajúcim spôsobom docieľiť vyšších dolárových cien.
- Dynamika cien ropy nemohla držať krok s mierou rastu priemyselných kovov. Ponuka ropy zostáva napriek zníženému objemu ťažby zo strany krajín OPEC+ vysoká.
- Nižšia cenová úroveň ropy sa stane problémom pre veľké krajiny vyvážajúce ropu, pričom niektoré z nich sú zraniteľnejšie než ostatné. V podstate, by pre krajiny OPEC bola potrebná cena vo výške 90 USD, aby bolo možné dosiahnuť vyrovnanie štátnych rozpočtov.
- Drahé kovy, predovšetkým zlato, boli v poslednej dobe veľmi žiadané, hoci všade inde klíčil optimizmus. Nízke (reálne) úroky, silné rastúce štátne zadlženie a stále realistickejší scenár rastúcej miery inflácie možno označiť za hnacie prvky. Nemožno zabúdať na to, že zlato nemá žiadnu vlastnú generovanú hodnotu. Nedajú sa z neho očakávať žiadne príjmy. Vždy sa musí nájsť niekto, kto je ochotný zaplatiť vyššiu cenu, než ktorú zaplatil jeho aktuálny majiteľ.

Investičná téma: #FinanceForFuture E – S – G Investovanie do lepšieho sveta

- 22. augusta nastal podľa výpočtov organizácie Global Footprint Network opäť deň „Earth Overshoot Day“ („Deň preťaženia krajiny“). To značí okamih, kedy bolo spotrebované viac bio kapacít, než je krajina schopná znovu obnoviť a dať k dispozícii. Skrátka: žijeme si nad pomery.
- Podľa odhadov Európskej investičnej banky (EIB) sú potrebné investície vo výške 175 až 270 miliárd eur ročne, aby len v Európskej únii bolo do roku 2030 možné dosiahnutie troch klimatických a energetických cieľov: zníženie emisií CO₂ v porovnaní so stavom z roku 1990 o 40%; tretinové úspory energie v scenári „Business-as-usual“; krytie potreby energie aspoň z 32% z obnoviteľných zdrojov.
- Nezdá sa, že by dosiahnutie tohto investičného objemu už nebolo aktuálnou témou. Pre porovnanie: 2 372 ľudí, ktorí podpísali iniciatívu PRI („Principles for Responsible Investment“, Zásady pre zodpovedné investovanie; stav: leto 2019), dohromady spravuje 83 biliónov dolárov. Všetci sa zaviazali k tomu, že ich investície budú vykonávať podľa kritérií ESG. Tento akronym znamená „Environmental“ (ekologicky), „Social“ (spoločensky), „Governance“ (vedenie spoločnosti).
- Kritériá ESG sú integrované do stále viac fondov. Tým bude umožnené udržateľné investovanie pre každý rozpočet. To je #FinanceForFuture.