

# Mesačník o kapitálovom trhu

## Druhá vlna

Zatiaľ čo svet zasiahla druhá vlna koronavírusu – v USA je možné podľa nových infekcií a smrteľných prípadov hovoriť už o tretej vlne – nastáva otázka: Prinesie nám rok 2021 návrat k normálu? V to v rámci boja proti koronavírusu naozaj dúfame. Najlepšia správa je, že už existujú očkovacie látky, ktoré môžu byť v budúcom roku distribuované. Ohľadom ekonomickej situácie je na mieste väčšie skepsa, teda ak človek normálnosťou rozumie úroveň rastu pred vypuknutím pandémie. Už pred vypuknutím pandémie nebola ekonomická situácia v najlepšom stave a od ďalšieho priebehu je nutné očakávať oživenie v tvare „V“ (oživenie, ale žiadny trvalý a okamžitý návrat na predchádzajúcu úroveň). Ekonomický rast by sa potom podľa toho mal v nadchádzajúcich mesiacoch sploštiť. Neistoty spôsobené koronavírusom zostávajú, napriek menovo politickým a daňovým protiopatreniam.

A geopolitika? Od budúceho amerického prezidenta Joea Bidena je treba očakávať, že jeho zahraničná politika bude v priateľskejšom tóne, ale ani tu sa neďa očakávať stopercentný odklon od obchodného konfliktu. Naopak, novo založené Regionálne ekonomické partnerstvo (RCEP, Regional Comprehensive Economic Partnership) patrí k tektonickému posunu smerom k multipolárnemu poriadku sveta. To je aj pre administratívu v USA výzvou. A zatiaľ čo sa za prezidenta Bidena plánujú väčšie investičné programy, musí sa to ešte len ukázať, v akej miere je v predpokladanej prevahe republikánov, v senáte, možné presadiť. Tiež trhy sa musia pripraviť na zvýšenie daní firiem, pretože to patrí k jeho programu. Pre akciové trhy v USA, ktoré sú už aj tak vysoko ocenené, nejde o žiaden dobrý signál.



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

**Covid-19 viedol k začatiu druhej vlny finančnej represie. Núdzový stav investícií nás bude sprevádzať ešte nejakú dobu.**

27.11.2020

| Akciový index   |         | Úroková miera v %       |                 |
|-----------------|---------|-------------------------|-----------------|
| Prague SE Index | 968     | <b>USA</b>              | 3 mesiace 0,22  |
| DAX             | 13 336  |                         | 2 roky 0,17     |
| Euro Stoxx 50   | 3 528   |                         | 10 rokov 0,87   |
| S&P 500         | 3 638   | <b>EMÚ</b>              | 3 mesiace -0,53 |
| Nasdaq          | 12 206  |                         | 2 roky -0,74    |
| Nikkei 225      | 26 434  |                         | 10 rokov -0,59  |
| Hang Seng       | 26 895  | <b>Japonsko</b>         | 3 mesiace 0,08  |
| KOSPI           | 2 633   |                         | 2 roky -0,14    |
| Bovespa         | 110 576 |                         | 10 rokov 0,03   |
| <b>FX</b>       |         | <b>Suroviny</b>         |                 |
| USD/EUR         | 1,192   | Ropa (Brent, USD/barel) | 48,3            |

V otázke menovej politiky na oboch stranách Atlantiku nemožno očakávať odvrátenie od novej normality, ktorá má motto: V prípade pochybností viac likvidity. Covid-19 viedol k začatiu druhej vlny finančnej represie. Núdzový stav investícií nás bude sprevádzať ešte po dlhšiu dobu. Pre investorov to znamená: Vecné tituly (teda akcie) by mali byť aj naďalej zvýhodňované, nehľadiac na očakávanú volatilitu.

Veľa šťastia do druhej vlny,  
Dr. Hans-Jörg Naumer.

## Podrobné informácie o trhu

### Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- Ďalší priebeh ekonomického vývoja sa bude v rozhodujúcej miere odvíjať od toho, ako rýchlo bude distribuovaná očkovacia látka proti covid-19 a umožnený návrat k normálu v jednotlivých fázach.
- V základnom scenári očakávame po rýchlom oživení svetového hospodárstva po marcovom prepade sploštenie krivky vývoja, čo by malo zodpovedať tvaru „V“. Ale tento vývoj zostáva práve závislý na boji s pandémiou.
- Politické riziká by mohli ustávať, ale nie zmiznúť, spolu s rastúcou istotou, pokiaľ ide o nového prezidenta a väčšinové pomery v USA, ako aj jasno v ďalšom postupe ohľadom brexitu. Geopolitika zostáva na programe dňa.
- Druhá vlna finančnej represie nás bude sprevádzať do nového roku aj potom. Na prevládajúcom prostredí nízkych/negatívnych úrokových sadzieb by sa tak rýchlo nemalo nič zmeniť. Núdzový stav investícií zostruje honbu za kapitálovými príjmami.
- Celkovo vzaté nás toto vedie k očakávaniu, že akcie a rizikovejšie formy investícií zostanú celkovo zvýhodnené, nehládajúc na všetku očakávanú volatilitu.

### Akcie:

- Masívne daňové balíky a tiež viac ako hojná likvidita, už dávajú k dispozícii vládam a centrálnym bankám po celom svete, aby prispeli podstatným spôsobom k stabilizácii, no priniesli aj nepeknejší vedľajší efekt toho, že v prípade akcií sú niektoré z najdôležitejších investičných regiónov, predovšetkým USA, vysoko ocenené.
- Na tomto pozadí je naporúdzajúce dobehnutie akciových trhov v Európe a Ázii, čo by malo uľahčiť prinajmenšom čiastočným normalizovaním silných rozdielov vo výkonnosti v jednotlivých odvetviach.
- Čo sa týka zatiaľ ešte existujúcich neistôt, odporúča sa vyvážené portfólio akcií. Čím viac bude jasno, tým viac je možné určiť priority. Potenciálne oživenie by potom mohli mať sektory a regióny, ktoré boli dlho zanedbávané.
- Ako štrukturálny, prekrývajúci sa trend medzi investormi by potom mohli pokračovať hnutia smerom k tematickému investovaniu.

### Dlhopisy:

- Americké štátne dlhopisy s dlhou dobou splatnosti sa v budúcnosti javia ako menej atraktívne, pretože je nutné očakávať strmšiu krivku úrokových sadzieb, ktorá má pôvod v raste dlhšej doby splatnosti. Kratšie doby splatnosti by sa v tomto prostredí mali prejavovať stabilne.
- Šance by oproti tomu mali poskytovať podnikové dlhopisy, dlhopisy z Ázie a dlhopisy na inflačnom indexe.
- Nezávisle na tom ale pokračuje scenár finančnej represie. Reálne úrokové sadzby sú v porovnaní s reálnym rastom nízke. Ich prostredníctvom sa refinancujú štáty a pomáhajú, že sa im podarí tiež vyrásť z dlhov, alebo aspoň zabrániť hromadeniu dlhov, kým primárny zostatok verejného rozpočtu zostane vyrovnaný (Tzv. Politika „čiernej nuly“).
- Spolu so štrukturálnym trendom smerom k udržateľnosti finančných investícií by mal pretrvávajúci dopyt tiež po tzv. „Green bonds“ („zelené dlhopisy“; dlhopisy, ktoré sa vydávajú na financovanie investícií do životného prostredia).

### Meny:

- Po slabšom americkom dolári v nedávnej dobe zostáva ďalší výhľad nejasný.
- Proti ďalšiemu oslabeniu hovorí, že ho trhy už zahrnuli. Tiež neistota ohľadom ďalšieho priebehu pandémie má skôr pre-dolárový faktor. Neistá doba uprednostňuje „bezpečnejšie prístavy“.
- Celkovo sa ďalšie oslabenie napriek tomu javí ako pravdepodobnejšie. Nasvedčujú tomu aj nasledujúce argumenty: dolár je z historického, dlhodobého hľadiska nadhodnotený, zatiaľ čo centrálna banka USA Federal Reserve v porovnaní s ostatnými veľkými centrálnymi bankami zastáva výrazne agresívnejšiu menovú politiku. Tiež sa nikde neprejavuje, že existujú trecie plochy v prípade refinancovania v americkom dolári, na rozdiel od začiatku roku 2020, kedy veľa firiem a krajín mala problémy zaobstarať si doláre.
- Meny rozvíjajúcich sa krajín v Ázii by mali vedieť využiť svoje silné štrukturálne stránky (v priemere vyšší rastový trend, zdravšie rozpočty) oproti americkému doláru. K tomu sa pridáva skutočnosť, že mnoho krajín uskutočnilo oveľa prísnejšie a vo výsledku tiež úspešnejšie opatrenia proti pandémie.

### Komodity:

- Napriek zníženému objemu ťažby zo strany OPEC+ zostáva nadbytok v prípade ropy. Výhľady na ropných trhoch v krátkodobom horizonte zaťažujú obavy, že dopyt po ropy by sa v dôsledku opätovne rastúceho počtu infekcií a ustávajúceho ekonomického oživenia („druhá vlna“) mohol ešte viac oslabiť.
- Vývoj vakcíny proti covidu-19 zaisťuje úľavu v oblasti komodít a s ním spojenú vyhladku na to, že sa ekonomický vývoj síce sploští, ale nezvráti sa do recesie. To stabilizuje dopyt.
- Štrukturálne by zlato mali podporovať nízke (reálne) úroky, silne rastúce štátne zadĺženie a stále realistickejší scenár rastúcej miery inflácie. Vývoj pritom zostáva podradený sklonom k riziku investorov. Čím viac prechádzajú do rizikovejšieho režimu, tým viac stráca zlato svoj status ako zabezpečenie. Malo by sa teda počítať s volatilitou.
- Všeobecne platí, že cenu komodít zvyčajne podporuje klesajúci dolár, lebo sú obchodované v USD a majú zodpovedajúcim spôsobom doceliť vyšších dolárových cien.

### **Investičná téma: Investovať ako racionálny optimista**

- Ľudstvo vďaka industrializácii dosiahlo nevídaného rastu blahobytu a životnej úrovne, ktorý by s časovým oneskorením mal doraziť aj do tých krajín, ktoré na trhové hospodárstvo prešli až neskôr.
- Ak na začiatku 80. rokov žilo ešte 45% obyvateľov sveta v absolútnej chudobe (celosvetový podiel obyvateľov, ktorí majú na živobytie k dispozícii menej ako 1,90 USD na deň), jedná sa v súčasnosti o 10%. A to aj napriek tomu, že počet obyvateľov na celom svete vzrástol približne na 7,5 miliardy.
- Rástol však nielen počet ľudí, ale aj ich očakávaná dĺžka života. Ak očakávaná dĺžka života v globálnom priemere na konci 18. storočia predstavovala menej ako 30 rokov, teraz dosahuje viac ako 70 rokov.
- Poháňajú nás inovácie, ktoré nám pomôžu prejsť aj veľkými krízami. Utvárajú megatrendy demografie, urbanizácie, udržateľného hospodárenia a technologických zmien a poskytujú riešenia pre najväčšie výzvy našej doby: boj proti klimatickej zmene.
- Existuje dosť príležitostí k „racionálnemu optimizmu“, dokonca aj v čase pandémie. To by sa malo prejaviť aj na investičných rozhodnutiach.