

Mesačník o kapitálovom trhu

Imunita

Keď v uplynulom roku čínsko-americkú obchodnú vojnu zatienila pandémia, netrúfali si ani tí najviac optimistickí z nás dúfať, že sa preukáže pozoruhodná imunita finančných trhov voči najhoršej kríze od druhej svetovej vojny, a to nielen z ekonomického hľadiska.

Niektoré krajiny síce momentálne bojujú proti novým vlnám infekcie a dopadom opätovných lockdownov, avšak svetová ekonomika má celkovo najhlbšiu recesiu za sebou, vďaka významným finančným a daňovým balíčkom, ktoré poskytli štáty a centrálné banky. Tieto opatrenia boli potrebné a užitočné, ale mohli by mať neskoršie následky, ktoré stoja za to spomenutie:

1. Nadbytok likvidity, ktorý spôsobili menovo politické stimuly, nezostal bez účinkov na kapitálové trhy. Najmä vysoké ocenenie štátnych dlhopisov v USA a Európskej únii a zároveň prevažne negatívne výnosy sa dajú vysvetliť menovou politikou.

2. Zadlženie verejného a súkromného sektora dosiahlo veľmi vysokého objemu. Ak oživenie bude strácať na dynamike, mohli by sa firmy dostať do problémov so splácaním svojich úverov. Hrozí teda riziko, že bude dochádzať vo väčšej miere k výpadkom platieb.

3. Záplava likvidity pochádzajúca z rozhodnutia menovej politiky, lockdowny spôsobené vírusom a pretrvávajúce obchodné konflikty vyvolávajú šoky v oblasti dopytu a zvyšujú tak v strednodobom výhľade riziko rastu cien služieb a tovarov.

Môžu uplynúť ešte celé roky, než sa svetová ekonomika dostane do rovnakej rastovej pozície ako pred húževnatými prerušeniami pandémie. O to viac bolo citelné spomalenie globálneho rastu hrubého domáceho pro-



Stefan Scheurer
Director
Global Capital Markets
& Thematic Research

V roku 2021 bude treba mať široko založené portfólio, ktoré bude zohľadňovať aj iné regióny, sektory a stratégie, ako tie, ktoré za sebou majú dobrý vývoj v poslednej dobe.

28. 12. 2021

Akciový index		Úroková miera v %	
Prague SE Index	1 023	USA	3 mesiace 0,24
DAX	13 790		2 roky 0,13
Euro Stoxx 50	3 590		10 rokov 0,93
S&P 500	3 735	EMÚ	3 mesiace -0,54
Nasdaq	12 899		2 roky -0,69
Nikkei 225	27 568		10 rokov -0,54
Hang Seng	26 568	Japonsko	3 mesiace 0,08
KOSPI	2 821		2 roky -0,15
Bovespa	119 124		10 rokov 0,02
FX		Suroviny	
USD/EUR	1,222	Ropa (Brent, USD/barel)	51,4

duktu po razantnom raste v treťom štvrtroku (V neposlednom rade kvôli opätovne zavedeným obmedzeniam súvisiacim s infekciou covid-19 v Európe a USA). V roku 2021 bude veľa vecí závisieť od toho, od kedy budú dostupné vakcíny a široká škála terapeutických metód. Prvé očkovanie už prebehlo, aj v Európe. Posledné týždne ukázali krajinu robustnosť trhov uprostred ekonomickej a politickej neistoty. Akcie dokonca dosiahli nových rekordov, ako z celkového, tak z postpandemického hľadiska, a to nielen kvôli vyjednaní nového balíka ekonomických opatrení v USA, pokrokom pri brexitových rokovaniach a začínajúcich vakcinácii proti covid-19. Táto imunita by však mohla byť podrobená skúške. Finančné trhy totiž toto už zahrnuli do ocenenia rýchle, aj keď je oživenie neisté, a medzi investormi panuje zhodná nálada, ktorá je v porovnaní s minulosťou podľa najnovších ankiet ohľadom pozícií možno trochu príliš optimistická. Na tomto pozadí je zrejme, že v roku 2021 bude chcieť mať široko založené portfólio, ktoré zohľadňuje aj iné regióny, sektory a stratégie ako tie, ktoré za sebou majú dobrý vývoj v poslednej dobe.

Dobrá imunita Vám praje
Stefan Scheurer

Podrobné informácie o trhu

Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- Svetová ekonomika má za sebou najhlbšiu recesiu, ale môžu uplynúť ešte celé roky, než sa dostane do rovnakej rastovej pozície ako pred húževnatými prerušeniami pandémie.
- Imunita ekonomiky bude v nadchádzajúcich štvrtrokoch v rozhodujúcej miere závisieť od toho, od kedy budú dostupné vakcíny a široká škála terapeutických metód a bude tak umožnený postupný návrat k pôvodnému fungovaniu.
- Štáty a centrálné banky reagovali na recesiu v podobe významných finančných a daňových balíkov. Tu si však ekonomika môže žiadať svoje (oi. vysoké ceny aktív na niektorých trhoch, vysoké zadĺženie a rastúce volatilitu inflácie).
- Vzhľadom k prísľubom centrálnych bánk so širokým záberom by úrokové sadzby v krátkodobom výhlade mali zotrvať na svojej extrémne nízkej úrovni, zatiaľ čo opätovná finančná represie a masívne štátne zadĺženie by na konci dlhé krivky vývoja úrokov mohli vyhnúť výnosy hore.
- Núdzový stav investícií zostruje honbu za kapitálovými príjmami. Z toho by mali ťažiť akcie a rizikovejšie formy investícií, avšak vzhľadom k stále početným neznámym by investori mali stavať na vyváženom portfóliu akcií, ktoré v roku 2021 bude zohľadňovať aj iné regióny, sektory a stratégie ako tie, ktoré v poslednej dobe prechádzali dobrým vývojom.

Akcie:

- Významné daňové a menové politické opatrenia na podporu ekonomiky zo strany štátov a centrálnych bánk prispievala rozhodujúcou mierou k výsledkom svetovej ekonomiky. Majú však vedľajší účinok, a to prevažujúci vysoké ocenenia v niekoľkých dôležitých druhoch investícií.
- Kým akcie v USA sa momentálne javí ako veľmi vysoko ocenené, mohli by sa v roku 2021 niektoré podcenené regióny mimo USA dobre vyvíjať, predovšetkým vtedy, keď dôjde ku globálnemu oživeniu ekonomiky. Cyklickým možnostiam investovania, ktoré sú dosť možno podcenené, sa môže podariť nájsť investorov v Európe a rozvíjajúcich sa krajinách.
- U posledne menovaných môžu investori vstupovať do štrukturálnych oblastí rastu, ako napríklad investície Číny do novej infraštruktúry a rastúce digitalizácie v celej Ázii – vrátane e-commerce, 5G a umelej inteligencie.
- Hodnotové akcie sa po dlhodobo slabom výkone momentálne obchodujú s veľkými stratami oproti rastovému titulom. Preto by mohli podcenené cyklické tituly (vrátane vybraných priemyselných a finančných titulov) ťažiť zo znovuoživenia globálnej ekonomiky.
- Ako štrukturálny, prekrývajúci trend medzi investormi by potom mohlo pokračovať hnutia smerom do zábavného investovania.

Dlhopisy:

- Veľkorysé zásobovanie likviditou centrálnymi bankami všeobecne prispieva k priaznivému prostrediu pre pevne zúročené cenné papiere. To platí predovšetkým pre rizikovejšie investície.
- V dôsledku celosvetového oživenia rastu vsádzame na tému reflacie (Podpora ekonomiky prostredníctvom expanzívnej menovej a/alebo daňovej politiky s cieľom vyššej miery inflácie), pričom naďalej vychádza-

me zo strmší krivky úrokových sadzieb, najmä v USA (Uprednostňovanie krátkodobých štátnych dlhopisov voči tým dlhodobým).

- Záplava likvidity pochádzajúca z rozhodnutia menovej politiky a lockdowny spôsobené vírusom vyvolávajú šoky v oblasti dopytu a zvyšujú tak v strednodobom výhlade riziko rastu cien služieb a tovaru. Dlhopisy, ktoré sú chránené pred infláciou, by mali profitovať priamo z rastúcich očakávaní ohľadom inflácie, pretože sú koncipované ako druh poistky proti inflácii pre investorov.
- Spolu so štrukturálnym trendom udržateľnosti finančných investícií by mal pretrvať dopyt tiež po tzv. „green bonds“ („Zelené dlhopisy“; dlhopisy, ktoré sa vydávajú na financovanie investícií do životného prostredia).

Meny:

- Preťahovanie medzi spomaľujúcim sa oživením ekonomiky v dôsledku ďalších obmedzení a priaznivými vyhládkami na dostupnosť vakcín v dohľadnej dobe bude tvoriť rámec devízových trhov v najbližších mesiacoch.
- Napriek viditeľnému oslabeniu dolára v poslednej dobe očakávame v roku 2021 ďalšie pokračujúce oslabenie obchodne váženého dolára. Štrukturálne nevýhody siahajú od dlhodobého nadhodnotenia, dvojitého deficitu až po chýbajúce výhody výnosov (najmä voči ostatným menám rezerv).
- Proti ďalšiemu oslabeniu hovorí, že ho trhy už zahrnujú. Tiež neistota ohľadom ďalšieho priebehu pandémie je skôr prodolárový faktor. Neistá doba uprednostňuje „Bezpečnejšie prístavy“.
- V tomto prostredí by dobré výsledky mali naďalej dosahovať najmä meny z rozvíjajúcich sa trhov, na čele s menami rozvíjajúcich sa krajín v Ázii, ktoré voči doláru uplatňujú okrem svojich štrukturálnych silných stránok (v priemere vyššie rastový trend, zdravšie rozpočty), tiež svoj úspešný postup proti pandémie.

Komodity:

- Podľa pôvodných plánov chcela Organizácia krajín vyvážajúcich ropu a ďalšie krajiny, ktoré ťažia ropu, vrátane Ruska (OPEC +), od januára zrušiť zníženie na 5,8 milióna barelov, ktoré v poslednej dobe činilo 7,7 miliardy barelov za deň. Vzhľadom k tlmenému optimizmu, čo sa týka ekonomiky, bude OPEC + od januára 2021 zvyšovať produkciu o 500 000 barelov denne, takže zníženie bude predstavovať len 7,2 milióna.
- Podľa odhadov OPEC + by v roku 2021 dopyt po rope mohol po znovuzavedení lockdownov v Európe a USA a v dôsledku ustávajúceho hospodárskeho oživenia opäť pomaly rásť. Na strane ponuky by navyše jednotlivé krajiny (oi. Líbya, Irán) mohli zvyšovať objem svojej ťažby a tlačíť spolu s celosvetovo vysokými skladovými zásobami na ceny.
- Preto by mohla naďalej pretrvávajúť nadmerná ponuka ropy, aj keď pozitívne správy o možných vakcínach proti covid-19 spôsobili pozdvižnutie nálady na ropných trhoch. To by malo stabilizovať dopyt predovšetkým v druhej polovici roka.
- Štrukturálne by zlato mali podporovať nízke (reálne) úroky, silno rastúce štátne zadĺženie a stále realistickejšie scenár rastúcej miery inflácie. Vývoj je pritom podradený sklonom k riziku investorov. Čím viac prepínajú 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: RCEP - najväčší obchodná dohoda sveta

- Po ôsmich rokoch rokovania sa 15 krajín z ázijsko-pacifickej oblasti – 10 členských štátov ASEAN a Čína, Japonsko, Južná Kórea, Austrália a Nový Zéland – v novembri 2020 oficiálne dohodlo na znenie zmluvy o založení organizácie Regional Comprehensive Economic Partnership („RCEP“).
- Vzniká tak nový hospodársky blok, ku ktorému patrí tretina svetovej populácie, ktorý dosahuje tretinu celosvetového hrubého domáceho produktu a v ktorom sa uskutočňuje tretina svetového obchodu.
- RCEP je dôležitým krokom k rozsiahlej regionálnej integrácii v Ázii. V strednodobom výhlade posilní regionálne dodávateľské reťazce a umožní užšiu hospodársku integráciu a podporí tak rast v celom regióne.
- Užšie obchodné a investičné vzťahy by potom mohli prehĺbiť integráciu finančných trhov v ázijsko-pacifickom regióne. Krajina ASEAN budú zrejme ešte viac zapojené do dodávateľského reťazca pre Čínu.
- Tá by mohla výrazne ťažiť z tejto dohody, ktorá odstraňuje prekážky na vývoz do ostatných ázijských krajín. Ale pre iné členské štáty RCEP by úžitok mohol byť dokonca ešte väčší. Krajiny ASEAN, Južná Kórea a Japonsko by v budúcnosti mohli lepšie vybudovať svoje reťazce s pridanou hodnotou.