

Mesačník o kapitálovom trhu

Nádeje

Zahajujeme rok 2021 a po celom svete rastie počet očkovaných. Jednotlivé oblasti sa síce líšia a tiež panuje všeobecný pocit, že by to všade mohlo ísť rýchlejšie, ale aspoň že tak. Na konci tohto covidového tunela existuje nádej.

Nádej tiež zo strany ekonomiky, aj keď tu máme nejednotnú situáciu. Náš veľký ekonomický agregát zaznamenal v siedmom mesiaci po sebe nárast, za ktorý vďačí predovšetkým Číne a ďalším ázijským ekonomikám, ako aj spracovateľskému priemyslu. Oproti tomu makroekonomické dáta v USA a v Spojenom kráľovstve oslabilo, v neposlednom rade z dôvodu negatívnych efektov pandémie. To, že prekvapivo lepší trend údajov v eurozóne z poslednej doby bude pokračovať, sa na pozadia sprísnených opatrení lockdownov javí v krátkodobom výhľadu ako nepravdepodobné. Na tomto pozadí očakávame „Zvltný“ vývoj celosvetového výkonu hospodárstva: V poslednom štvrtroku 2020 a v aktuálnom štvrtroku 2021 by sa rast mal vyvíjať pod svojím potenciálom, zatiaľ čo môžeme dúfať, že rast sa bude pohybovať vo vyšších úrovniach, než pre tento rok očakávame, spolu s pokračovaním vakcinácie. Celkovo pokračuje scenár rastu v podobe obráteného symbolu pre odmocninu.

Centrálne banky po celom svete momentálne nasadzujú všetky prostriedky ako reakciu na hospodárske a finančné dopady globálneho šoku na strane dopytu aj ponuky. Ruka v ruke s daňovou politikou pracujú na reflácii globálnej ekonomiky. Existuje oprávnená nádej, že nepoužijú defláciu. Cena za to sa prejavila v poslednej dobe predovšetkým u štátnych dlhopisov USA. Tam rástli



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

Ruku v ruke s daňovou politikou pracujú centrálnej banky po celom svete na reflácii svojich ekonomik.

29. 01. 2021

Akciový index		Úroková miera v %	
Prague SE Index	1 017	USA	3 mesiace 0,21
DAX	13 433		2 roky 0,13
Euro Stoxx 50	3 481		10 rokov 1,06
S&P 500	3 714	EMÚ	3 mesiace -0,54
Nasdaq	13 071		2 roky -0,73
Nikkei 225	27 663		10 rokov -0,57
Hang Seng	28 284	Japonsko	3 mesiace 0,08
KOSPI	2 976		2 roky -0,12
Bovespa	115 068		10 rokov 0,02
FX		Suroviny	
USD/EUR	1,214	Ropa (Brent, USD/barel)	56,0

predovšetkým dlhopisy s dlhou dobou splatnosti v súlade s takisto vyšším očakávaním inflácie. Skorý koniec druhej vlny finančnej represie, ktorá nás zaplavuje, to ale ešte dlho nie je. A už vôbec nie preto, že centrálne banky nakupujú štátne dlhopisy, ako by sa blížil súdny deň.

Daňová prevaha menovej politiky sa prejavuje stále silnejšie. Len v roku 2020 nakúpili Bank of England (BoE) 50%, Federal Reserve (Fed) 57%, Európska centrálna banka (ECB) 71% a Bank of Japan (BoJ) 75% všetkých štátnych dlhopisov vydaných v období od februára minulého roka. A tak honba za kapitálovými príjmami pokračuje.

Dúfajme v sezónu kyprých dividend.
Dr. Hans-Jörg Naumer.

Podrobné informácie o trhu

Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- Ocenenie akcií sú v jednotlivých regiónoch rozdielna a v niekoľkých regiónoch (USA) sú nápadne vysoká. Podľa kritérií historika ekonómie Charlesa Kindlebergera sú splnené niektoré – avšak nie všetky – kritériá bubliny. Ak sa spočítajú pojmy, ktoré súvisia so slovom „boom“, napr. v správach stanice Bloomberg, ekonomická rétorika sa zďaleka ešte nedostala do patričných obrátok.
- Rovnako sa musia zohľadniť relácie ocenení na základe nízkych/negatívnych výnosov z dlhopisov.
- Ekonomika sa celosvetovo pohybuje na ceste rastu, hoci táto cesta nie je jednoduchá. Menová aj daňová politika tento smer masívne podporovali a naďalej ho podporujú – v prípade núdze ešte expanzívnejšie.
- Hotovostné zostatky medzinárodných zákazníkov sú od vypuknutia pandémie podľa kumulovaných stredných prílivov do finančných fondov vysoké. Treba očakávať, že títo investori budú pri hľadaní výnosov zotrvať v rizikovitom režime tiež preto, aby unikli prostrediu nízkych či negatívnych úrokov.
- Celkovo je teda jasné, že akcie budú oproti dlhopisom prevažovať.

Akcie:

- Očakávania ohľadom ziskov firiem sú z hľadiska nasledujúcich 12 mesiacov ambiciózne, ale nie príliš horúce. Opačné správanie je pozitívne: Analytici v posledných týždňoch zaradili s jasným predstihom viac očakávaní ohľadom ziskov nahor ako nadol. Očakávania sa pritom nesústredili na niekoľko málo odborov, ale zaberali pomerne široké spektrum.
- Oproti tomu sa ocenenia v jednotlivých odboroch veľmi silno líšila. Kým na špičkových pozíciách sa umiestnili technológie, napr. finančné branže a zásobovanie pokrývali.
- Úroveň zaistenia, merané podľa tzv. Put a call opcií na opčnom trhu, naznačuje vysoký optimizmus investorov, čo na akciový trh technicky vrhá horšie svetlo. K tomu sa pridáva skutočnosť, že podľa Zväzu konečných investorov USA („American Association of Individual Investors“) sa investori pridávajú do tábora „býkov“.
- Z dlhodobého hľadiska sa žiadne investičné rozhodnutie nezaobíde bez témy trvalej udržateľnosti. Investori iste urobia dobre, keď pri svojom rozhodovaní budú dbať na to, aby zohľadnili kritériá ESG.

Dlhopisy:

- Napriek postupnému spamätaniu sa svetovej ekonomiky z najhlbšej recesie od druhej svetovej vojny si centrálné banky po celom svete zachovávajú svoj ultra-expanzívny smer pre obmedzenie dlhodobých ekonomických strát v dôsledku pandémie. Spolu s doznievajúcim dezinflačným impulzom to má síce prechodne podporný účinok na (jadrové) trhy so štátnymi dlhopismi, avšak ako bude odznievať šok z covidu a postupne rásť reflácia (čiže zámerné oživenie zdravého inflačného impulzu, ktorý chráni globálnu ekonomiku pred defláciou), tento vietor v plachtách bude zrejme v priebehu roka 2021 slabnúť.
- Na tomto pozadí by výnosy zo štátnych dlhopisov napriek miernemu rastu dlhodobých výnosov (vychádzajúc z USA) mali byť naďalej obchodované na pretrvávajúcích nízkych úrovniach.

- Cyklické faktory hovoria pre pokračovanie tendencie ku strmší krivkám štátnych dlhopisov USA a eurozóny v strednodobom výhľade.
- Štátne dlhopisy krajín z periferie zažívajú dobrú podporu vďaka masívnym nákupom zo strany ECB a prvým krokom smerom ku spoločnej európskej daňovej politike (fond obnovy). Tak by mali byť naďalej zachytávané potenciálne prepady z dôvodu daňových rizík, skrytých neskorých dopadov covidu-19 a slabého tuzemského ekonomického prostredia.
- Fundamentálne prostredie zostáva napäté pre firemné dlhopisy (Ako dobré, tak aj zlé bonity; investment grade i high yield) kvôli náchylnému ekonomickému prostrediu, rastúcej miere výpadku a vysokému stupňu dlhu (predovšetkým v USA). To by ale mala zatiaľ kompenzovať pretrvávajúci menovo politická podpora, najmä pri dlhopisoch kategórie investment grade.
- Dlhopisy na rozvíjajúcich sa trhoch znejúce na tvrdé i národnej meny zostávajú náchylné z dôvodu ekonomických a finančných dopadov covidu-19. Honba za výnosy však pôsobí ako vietor v plachtách, najmä vo fázach klesajúcej volatility. Z fundamentálneho hľadiska by sa ako najrobustnejší mali naďalej prejavovať ázijské rozvíjajúce sa trhy.

Meny:

- Podľa obchodne váženého výmenného kurzu sa dolár naďalej javí ako nadhodnotený, čo platí ako voči menám priemyselných štátov, tak rozvíjajúcich sa trhov.
- Menová politika FEDu by ho mala aj naďalej podkľadať, pretože v porovnaní s ostatnými centrálnymi bankami je oveľa expanzívnejšia. Ďalšie daňové stimuly zrejme navyše budú ďalej zaťažovať rozpočet, zatiaľ čo sa zároveň kalí výhľad na relatívne nadpriemerný vývoj ekonomiky voči iným krajinám.
- Fázy globálneho ekonomického oživenia sú spravidla fázy, počas ktorých sa hodnota dolára znižuje, pretože sa toľko ľudí neuchyľuje do bezpečných prístavov.
- Z celkového hľadiska je vhodné podvážiť dolár.

Komodity:

- Pôvodne chcela Organizácia krajín vyvážajúcich ropu a ďalšie krajiny, ktoré ťažia ropu, vrátane Ruska (OPEC +), znížiť od januára krátenie 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 krátenie bude činiť 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 navyše jednotlivé krajiny (Líbya, Irán) zvyšujú objem svojej ťažby, čo by mohlo tlačiť 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 zlepšenie nálady na ropných trhoch. To by malo stabilizovať dopyt predovšetkým v druhej polovici roka 2021.
- Všeobecne platí, že cenu komodít zvyčajne podporuje klesajúci dolár, lebo sú obchodované v USD a majú zodpovedajúcim spôsobom docieľiť vyššie dolárové ceny.

Investičná téma: **Honba za kapitálovými príjmami pokračuje.**

- Ako ukazuje naša najnovšia štúdia dividendy prispeli k stabilizácii celkového výsledku v rokoch negatívneho vývoja kurzov. Dividendám sa podarilo kompenzovať čiastočne či úplne roky strát.
- V období od začiatku roka 1975 do konca roka 2020 bol ročný celkový výnos akciové investície pre MSCI Európa približne z 35% tvorený výkonom dividend. Ale tiež v iných oblastiach, ako je Severná Amerika (MSCI Severnej Amerika) alebo Ázijsko-pacifická oblasť (MSCI Tichomorie), bol celkový výkon z 26%, resp. 36% – teda z jednej tretiny, tvorený dividendami.
- Samotné dividendy podliehali nižším výkyvom ako zisky koncernov, ako zdôrazňujú naše výpočty. Porovnanie dividend a ziskov spoločností indexu S&P 500 od roku 1960 ukazuje, že zisky firiem podliehali oveľa väčším výkyvom ako dividendy. Najmä počas posledných 10 rokov bola volatilita ziskov s ročnými 25% oveľa vyššia než výkyvy dividend s o niečo viac ako 4% ročne.
- Kým nás zahlučuje druhá vlna finančnej represie, v pretrvávajúcom prostredí nízkych či negatívnych úrokových sadzieb by dividendy mali mať veľký význam pri honbe za kapitálovými príjmami.