

Mesačník o kapitálovom trhu

V zápale boja

Takmer jeden rok po tom, čo sa pandémie koronavírusu prvýkrát s väčším dopadom usadila na kapitálových trhoch, možno vyvodíť - najmä pre trochu odvážnejších investorov - dostatočne pozitívny záver: Veľa dôležitých akciových indexov predovšetkým mimo Európy, ropa a ceny priemyselných kovov, ako je meď alebo hliník, ktoré vyznačujú smer, sa obchoduje výrazne nad úrovňou z polovice februára 2020.

V niekoľkých málo vybraných kútoch kapitálových trhov v poslednej dobe už nepostačoval popis pomocou slova "pozitívny": akcie niekoľkých, väčšinou mladých, amerických technologických firiem a kryptomeny, ktorým sa dostáva veľkej pozornosti, majú čoraz častejšie krivku kurzov v tvare práporu (tak strmo šplhali hore). V spojení s dostatočnou predstavivosťou ohľadom ziskov, popr. s veľkými nádejami na silnejšie rozšírenie, je to známka toho, že niektorí účastníci trhu prepádajú zápale boja. Tiež diskusie, ktoré vedú ekonómovia, sú zapálenejšie ako predtým. Potom, čo sa pomocou koordinovaných opatrení menovej a daňovej politiky ako-tak podarilo utlmiť dôsledky Koronavírusovej krízy, nastáva otázka, ako veľký stimul je ešte potrebný, aby sa na horizonte objavila vďaka pokračujúcim vakcinačným programom normalizácie ekonomickej činnosti.

Ak sa novej americkej vláde podarí schváliť plánovaný balík opatrení v objeme 1,9 miliardy USD, bude v súhrne 25% HDP bežného za normálnych okolností tvoriť reakcie na Koronavírusovú krízu v podobe daňovej podpory pre hospodárstvo USA. To dáva dôvod na nie celkom neopodstatneným obavám z prechodného prehria-



Stefan Rondorf
Senior Investment
Strategist Global
Economics & Strategy

Centrálne banky nedávno dali dôrazne najavo, že budú pokračovať zrejme v trende veľkorysej menovo politickej podpory aj počas spočiatku silného oživenia ekonomiky v priebehu roka.

26. 02. 2021

Akciový index		Úroková miera v %	
Prague SE Index	1 058	USA	3 mesiace 0,19
DAX	13 786		2 roky 0,17
Euro Stoxx 50	3 636		10 rokov 1,50
S&P 500	3 811	EMÚ	3 mesiace -0,54
Nasdaq	13 192		2 roky -0,65
Nikkei 225	29 664		10 rokov -0,26
Hang Seng	28 980	Japonsko	3 mesiace 0,08
KOSPI	3 013		2 roky -0,12
Bovespa	110 035		10 rokov 0,14
FX		Suroviny	
USD/EUR	1,212	Ropa (Brent, USD/barel)	66,1

tia ekonomiky, predovšetkým v kombinácii s úsporami amerických domácností v odhadovanej výške približne 1,6 miliardy USD, ktoré si vynútil lockdown. Tie by po ukončení lockdownu mohli uvoľniť ďalšiu kúpnu silu. S tým spojené obavy z rastúcej inflácie v poslednom čase zneistili dlhopisové trhy a výnosy amerických desaťročných štátnych dlhopisov výrazne vzrástli. V súčasnej dobe by ale tento pohyb mal byť považovaný skôr za dôveru v normalizácii ekonomickej činnosti. Centrálne banky nedávno dali dôrazne najavo, že budú pokračovať zrejme v trende veľkorysej menovo politickej podpory aj počas spočiatku silného oživenia ekonomiky v priebehu roka.

Je taktiež nutné poznamenať, že debata o možnom prehriatí ekonomiky sa momentálne sústreďuje na USA. Pozrieme-li sa na vyčázenie kapacít a na očkovaciu kampaň v kontinentálnej Európe, ktorá v prvom štvrtroku 2021 začínala skôr s prieťahmi, javia sa tieto debaty ešte ako vzdialené. Ak zohľadníme celkovú situáciu, bude teda zrejme zatiaľ pretrvávajúť prostredie nízkych úrokov a honba za výnosmi.

Chladnú hlavu Vám praje
Stefan Rondorf

Podrobné informácie o trhu

Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- Hoci ekonomiku brzdia pretrvávajúce opatrenia lockdownu, naďalej pozitívne prekvapuje aktuálne široký záber ekonomických údajov, predovšetkým v USA, ale aj v Ázii. Jednotlivé sektory ponúkajú nejednotný pohľad: výrobný priemysel pokračuje vo svojom oživení, sektor služieb aj naďalej trpí.
- Vznikajúce obavy z inflácie pravdepodobne budú zaťažovať trhy so štátnymi dlhopismi silnejšie ako akciové trhy – koniec koncov zaujímajú akcie podiel na reálnych produktívnych aktívach, ktorá v inflačnom prostredí taktiež získavajú na hodnote. Na akciových trhoch by mohli mať sklony na korektúry nedávno prehriaté segmenty, ako sú mladé technologické spoločnosti z USA.
- Zatiaľ čo na akciových trhoch zisťujeme skôr selektívne prehnané ocenenia, globálne trhy štátnych dlhopisov sa v širokom spektre javí ako nadhodnotené.
- Podľa kumulovaných stredných prílivov do finančných fondov sú od vypuknutia pandémie hotovostné zostatky medzinárodných investorov vysoké. A je nutné očakávať, že títo investori budú pri hľadaní výnosov zotrvať v rizikovom režime, tiež preto, aby unikli prostrediu nízkych či negatívnych úrokov.
- Celkovo je teda naporúdzi naďalej prevažovať akcie oproti dlhopisom, aj keď opatrnosť je na mieste.

Akcie:

- Americký akciový trh síce vykazuje zvýšené ocenenie a v jednotlivých segmentoch tiež jasné sklony k prehrievaniu. Tiež možno pozorovať zvýšené objemy obchodu a vysoké objemy emisií netransparentných investičných vehiklov, ako sú SPACs („Special Purpose Acquisition Companies“), ale v širokom spektre globálnych akciových trhov sa zatiaľ nejaví sklonmi k tvoreniu bubliny.
- Čím úspešnejšie očkovačie programy, čím reálnejšie vyhliadka na znovuočtovenie ekonomiky, tým viac by sa firmy, ktoré boli silne zasiahnuté pandemiou, mohli dostať do priazne investorov. Favoriti v segmente „Stay-at-home“ (teda víťazi lockdownu) by potom o to viac stratili na príťažlivosti.
- Ten, kto investuje do akcií, by sa mal mentálne pripraviť na rastúcu infláciu, predovšetkým na väčšie výkyvy miery inflácie. V histórii znamenal rast volatility inflácie protiviator pre ocenenie akcií. Firmy, ktoré disponujú veľkou mocou v cenovej stratégii, by to mali vyrovnávať lepšie dynamikou ziskov.
- Z dlhodobého hľadiska sa žiadne investičné rozhodnutie nezaobíde bez témy trvalej udržateľnosti. Investori iste urobia dobre, keď pri svojom výbere investícií budú dbať na to, aby zohľadnili kritériá ESG.

Dlhopisy:

- Kým výnosy zo štátnych dlhopisov sprvu rástli z dôvodu normalizácie očakávania inflácie (rastúca miera zlomovej inflácie), novo vzrástli tiež reálne výnosy. Investori na dlhopisových trhoch navyše opäť požadujú o niečo vyššia odškodnenie za riziká zmeny úrokových sadzieb.

- Celkovo sú ale štátne dlhopisy USA naďalej historicky nízke a zostávajú náchylné pre scenár rýchleho znovuočtovenie ekonomík a silnejších výkyvov miery inflácie. Napriek tomu platí, že centrálné banky nemajú záujem na príliš rýchle, príliš silne zakalenie finančných podmienok. Aby tomu zabránili, budú v prípade pochybností pravdepodobne intervenovať nielen verbálne.
- Cyklické faktory hovoria pre pokračovanie tendencie ku strmšej krivke štátnych dlhopisov USA a eurozóny.
- Štátne dlhopisy krajín z periferie zažívajú dobrú podporu vďaka masívnym nákupom zo strany Európskej centrálnej banky (ECB) a prvým krokom smerom k spoločnej európskej daňovej politike (Fond obnovy). K tomu tiež prispieva tvorba novej nadstraníckej vlády v Taliansku, napriek momentálne vlašnému rastu v tejto oblasti.
- Fundamentálne prostredie firemných dlhopisov (ako dobré, tak i zlé bonity; investment grade i high yield) sa v priebehu roka stále viac uvoľňovalo. Čím viac sa blíži vyhliadka na znovuočtovenie a čím je lepšie, tým je priaznivejšie odhad úverových rizík. Dlhopisy kategórie investment grade naďalej ťažia z veľkoobjemových nákupov centrálnych bánk, ale mohli by vo väčšej miere trpieť rastúcimi výnosy zo štátnych dlhopisov.
- Dlhopisy rozvíjajúcich sa krajín by mali mať výhody z „honby za výnosmi“, nezávisle od toho, či sú vedené v tuzemských alebo tvrdých menách, napr. americkom dolári. Z hľadiska ekonomickej situácie by sa ako najrobustnejšie mali naďalej prejavovať trhy ázijských rozvíjajúcich sa krajín. Mali by sa zlepšiť finančné podmienky pre krajiny vyvážajúce suroviny.

Meny:

- V prostredí väčšej ochoty riskovať a silnejšieho rastu po celom svete, dolár zrejme ďalej oslabí. Jeho strata na hodnote bola nedávno trochu prerušená, pretože v USA existuje o dosť lepšia dynamika rastu a po miernom zvýšení amerických reálnych úrokových sadziab v USA rozdiely v úrokových sadzbách opäť trochu zvýhodňujú dolár oproti iným hlavným menám.
- Menová politika FEDu je ale v porovnaní s ostatnými centrálnymi bankami omnoho expanzívnejšia. Ďalšie daňové stimuly by mohli ďalej zaťažiť deficit rozpočtu USA a možno tak podnieť tuzemskú infláciu. Z historického hľadiska sa jedná skôr o záťažové faktory pre menu. Z celkového hľadiska sa preto odporúča dolár mierne podvážiť.
- Vďaka rastúcim cenám surovín sú zaujímavejšie meny, ako je nórska koruna alebo austrálsky dolár.
- Britská libra nedávno posilnila vďaka rýchlemu pokroku v očkovaní vo Veľkej Británii a nižšie pravdepodobnosti zavedenia negatívnych úrokových sadziab centrálnou bankou Anglicka. Libra je ale už len mierne podhodnotená a v priebehu roka by ju mohli zaťažovať pretrvávajúce dopady brexitu.

Komodity:

- Veľa surovín v poslednom čase ťažilo z relačného prostredia - predovšetkým priemyselné kovy. Najmä meď profituje z vysokého dopytu v Číne, jednotlivých výpadkov v ponuke a štruktúrnou fantáziou ohľadom väčšej výroby elektrických automobilov.
- Nádej na väčší dopyt po rope po opätovnom otvorení ekonomík nedávno viedli k „rallye“ na ropných trhoch. Naviac nastali mrazy v mnohých amerických ťažobných regiónoch. Kvôli pretrvávajúcim lockdownom v Európe OPEC+ momentálne očakáva skôr pomalé oživenie dopytu. Na strane ponuky sa navyše pridáva skutočnosť, že jednotlivé krajiny (Líbya, Irán) zvyšujú objem svojej ťažby.
- Oproti tomu zlato trpelo väčšou ochotou investorov riskovať. V prostredí neistého vývoja inflácie by ale mohlo zažiť v priebehu roka comeback.
- Všeobecne platí, že cenu komodít zvyčajne podporuje klesajúci dolár, lebo sú obchodované v USD a majú zodpovedajúcim spôsobom docieľiť vyšších dolárových cien.

Investičná téma: Honba za kapitálovými príjmami pokračuje.

- Ako ukazuje aktuálna štúdia našej spoločnosti, 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 akciovej investície pre MSCI Európa približne z 35% tvorený výkonom dividend. Ale tiež v iných oblastiach, ako je Severná Amerika (MSCI Severnej Ameriky), 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 o 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% omnoho vyššia ako výkyvy dividend s o niečo viac ako 4% ročne.
- Kým nás zahlučuje druhá vlna finančnej represie, v pretrvávajúcom prostredí nízkych či negatívnych úrokových sadziab by dividendy mali získať veľký význam pri honbe za kapitálovými príjmami.