

Mesačník o kapitálovom trhu

Inflačné trhy, inflačné obavy alebo proste len inflácia?

Spolu s počiatkom jari sa v globálnej ekonomike rysuje citeľné zrýchlenie jej dynamiky. Pre silný rast nad potenciálom v druhom a treťom štvrtroku roku 2021 hovorí niekoľko faktorov: klesajúce počty nakazených vďaka nepretržitému pokroku v očkovaní aj keď rozdielnym tempom), vyšším teplotám na severnej pologuli a postupnému uvoľňovaniu protipandemických opatrení spolu s politikami na podporu hospodárstva. Stopy najsilnejšej globálnej recesie od čias druhej svetovej vojny miznú. Tento očakávaný cyklický vietor v chrbte pre zisky firiem, a teda aj pre akciové trhy, sám o sebe u investorov vyvoláva jarné pocity. Práve po silnom raste kurzov v posledných mesiacoch hrá na burzách dôležitú úlohu vývoj ziskov.

Pritom je v mnohých ohľadoch stále zreteľnejšie výnimočné postavenie USA („US exceptionalism“). Čínska ekonomika sa s prepadom zo začiatku roka 2020 už dávno vyrovnala a teraz ukazovatele nálady signalizujú spomalenie oživenia ekonomiky. Počty novo nakazených a nie práve hladko prebiehajúcej očkovacej kampaň tlmí v eurozóne radosť z ekonomického jara. Oproti tomu v Spojených štátoch prepožičiavajú krídla fantázii rýchle a veľké pokroky v očkovaní a miliardové daňové balíčky, ktoré oznámil Joe Biden. V celkovo priaznivom globálnom ekonomickom prostredí očakávame pre USA v nadchádzajúcich štvrtrokoch v porovnaní s mnohými štátmi G4 a rozvíjajúcimi sa trhmi silnejší hospodársky rast. Ak sa na rok 2021 preukáže správnosť prognózy americkej centrálnej banky pre rast vo výške 6,5%, jednalo by sa o najsilnejší rast od roku 1984.

S určitou skepsou investori momentálne však zapálene diskutujú o tom, či sa z dlhého zimného spánku prebudí tiež inflácia. Počas pandémie sa v dôsledku klesajúcich cien ropy a výrazne nižšieho dopytu celosvetovo silne znížil tlak na ceny. Ale okolo polovice roka 2021 by sa miera inflácie mohla pohybovať nad 3% v USA a nad 2% v eurozóne. Rastúce rizi-



Ann-Katrin Petersen
Vice President
Global Economics
& Strategy

**V minulosti mali
centrálne banky
zvyk ignorovať
dočasne rastúce
infláciu.**

26. 03. 2021

| Akciový index | | Úroková miera v % | |
|-----------------|---------|-------------------------|-----------------|
| Prague SE Index | 1 095 | USA | 3 mesiace 0,19 |
| DAX | 14 749 | | 2 roky 0,13 |
| Euro Stoxx 50 | 3 872 | | 10 rokov 1,61 |
| S&P 500 | 3 975 | EMÚ | 3 mesiace -0,54 |
| Nasdaq | 13 139 | | 2 roky -0,70 |
| Nikkei 225 | 29 385 | | 10 rokov -0,43 |
| Hang Seng | 28 338 | Japonsko | 3 mesiace 0,08 |
| KOSPI | 3 041 | | 2 roky -0,13 |
| Bovespa | 114 781 | | 10 rokov 0,08 |
| FX | | Suroviny | |
| USD/EUR | 1,178 | Ropa (Brent, USD/barel) | 64,6 |

ko inflácie by potom mohlo nútiť centrálnu bankára, aby prekvapivo predčasne ukončili svoju ultravolnú menovú politiku. Začínajúca diskusia o dobehu programu nákupov dlhopisov FEDu by v najbližších mesiacoch mohli opakovane zaťažovať dlhopisový trh. Pre rizikovejšie triedy investícií sú pozitívne mierne stúpajúce výnosy v dôsledku hospodárskeho rastu. To však neplatí pre nečakane rýchly a silný nárast (reálnych) úrokov.

Ale pozor: počas krátkej doby sa jedná predovšetkým o prechodné výnimočné faktory, ktoré naznačujú citeľný nárast miery inflácie v nadchádzajúcich mesiacoch, ku ktorým patria významné základné efekty (v porovnaní s prepadom ekonomiky v minulom roku), rastúce ceny surovín, citeľné efekty dobiehania „zameškané“ súkromnej spotreby a možné výpadky v sektore služieb potom, čo sa uvoľní pravidlá rozstupov a obmedzenia kontaktov. V minulosti mali centrálnu banky zvyk ignorovať dočasne rastúcu infláciu.

Či sa prejaví udržateľnosť tohtoročného trendu reflácie, je oproti tomu neisté. FED tak očakáva, že sa miera inflácie v preferovanej výške 2,0 % v roku 2022 vráti na túto hodnotu. Nesignalizuje žiadne zvýšenie úroveňovej sadzby pred rokom 2023. Inflácia v eurozóne bude v budúcom roku zrejme zostávať jasne pod očakávaním Európskej centrálnej banky (výpočet ECB: 1,2 %). U menovej politiky sa zatiaľ v blízkej dobe nerysuje žiadna zmena.

Takže naďalej platí: V čele s USA sa finančné trhy momentálne preťahujú medzi priaznivým makroekonomickým prostredím na jednej strane a rastúcimi obavami zo stlmenia menovo politickej podpory v priebehu času na druhej strane.

Vaša
Ann-Katrin Petersen

Podrobné informácie o trhu

Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- Spolu so začiatkom jari sa v globálnej ekonomike rysuje významné zrýchlenie jej dynamiky, najmä v USA, s mierou rastu nad potenciálom v druhom a treťom štvrtroku. Očakávané oživenie v sektore služieb, ktorý sa zmieta v kríze, by mal znížiť odklon k rastu v priemysle.
- Vznikajúce obavy z inflácie budú pravdepodobne zaťažovať trhy so štátnymi dlhopismi silnejšie ako akciové trhy – koniec koncov zaujímavé akcie podiel na reálnych produktívnych aktívach, ktorá v inflačnom prostredí taktiež získavajú na hodnote. Na akciových trhoch by mali mať sklony ku korekciám nedávno prehriate segmenty, ako sú mladé technologické spoločnosti z USA.
- Zatiaľ čo na akciových trhoch zisťujeme skôr selektívne prehnané ocenenia globálne trhy štátnych dlhopisov možno v širokom spektre považovať za nadhodnotené.
- Celkovo je teda naporúdzí 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 sklonomi k tvoreniu bubliny.
- Čím úspešnejšie očkovacie programy, čím reálnejšie vyhládka na znovuoživenie ekonomiky, tým viac by sa firmy, ktoré boli silne zasiahnuté pandémiou, mohli dostať do priaznivejšieho prostredia. 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 vyššie odškodnenie za riziká zmeny úrokových sadzieb.
- Celkovo sú ale štátne dlhopisy USA naďalej historicky nízke a zostávajú náchylné pre scenár rýchleho znovuoživenia 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

skej daňovej politike (Fond obnovy). K tomu tiež prispieva tvorba novej nadstraníckej vlády v Taliansku, napriek momentálne vlažnému 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 vyhládka na znovuoživenie a čím je lepšie, tým je priaznivejší odhad úverových rizík. Dlhopisy kategórie investment grade naďalej ťažia z veľkoobjemových nákupov centrálnych bánk, ale mohli by vo väčšej miere trpieť rastúcimi výnosmi 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 sadzieb 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 podnietiť 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 nižšej pravdepodobnosti zavedenia negatívnych úrokových sadzieb 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 doceliť vyšších dolárových cien.

Investičná téma: Zelená vlna rastu

- Samotné životné prostredie sa stalo vzácnou vecou. Vidíme to nielen na príklade zmeny klímy. Podľa výpočtu organizácie „Global Footprint Network“ presahuje biologický odtlačok stopy ľudstva už od ranných 70. rokov každoročne novo dostupnú biokapacitu.
- Organizácia spojených národov vychádza z celosvetovej potreby investícií vo výške 5 až 7 biliónov dolárov - za rok, aby bolo do roku 2030 splnené sedemnást' cieľov trvalo udržateľného rozvoja.
- Avšak nezdá sa, že by dosiahnutie tohto investičného objemu už nebolo aktuálnou témou. Pre porovnanie: 3 038 subjektov, ktoré podpísali iniciatívu Zásady pre zodpovedné investovanie (PRI, „Principles for Responsible Investment“), dohromady spravuje 103 biliónov dolárov. Tieto investičné spoločnosti sa zaviazali k tomu, že budú svoje investície vykonávať podľa kritérií trvalej udržateľnosti.
- Z toho vyplývajúce trend medzi investormi znie: investovať proti zmene klímy a za udržateľnosť. Spolu s rastom, inováciami a #FinanceForFuture môžeme dosiahnuť zastavenie klimatických zmien.