

Mesačník o kapitálovom trhu

Hľadanie smeru

Akcie v posledných mesiacoch ťažili z veľmi priaznivého prostredia masívnej likvidity centrálnych bánk spojenej s výraznými fiškálnymi stimulmi a z nich vyplývajúceho silného hospodárskeho oživenia. Avšak s dozrievajúcim oživením hospodárskeho cyklu narastá pocit, že prostredie kapitálových trhov už nemôže byť lepšie. Rysuje sa konjunkturálna pauza na nadýchnutie, počas ktorej sa trhy budú snažiť nájsť svoj smer?

Nami očakávané výrazné zrýchlenie svetovej ekonomiky v druhom polroku 2021 nadobudlo v poslednej dobe ešte väčšiu dynamiku. Napokon, okrem „výnimočnej pozície USA“ dosiahli robustný rast aj mnohé iné priemyselné krajiny, predovšetkým štáty eurozóny, a to vďaka klesajúcim počtom infikovaných a s tým súvisiacim uvoľňovaním. Napriek očakávaniam nerovnomerného vývoja konjunktúry v jednotlivých krajinách v nadchádzajúcich mesiacoch – niektoré prahové krajiny utrpeli vzhľadom na pretrvávajúci boj s pandemiou trpké neúspechy – počítame v ďalšom priebehu roku s postupným znižovaním regionálnych i sektorových rozdielov. Indexy nákupných manažérov vrátane hospodársko-klimatického indexu IFO, ktorý je zásadný pre Nemecko, už naznačujú, že najmä vyplienený sektor služieb by sa od druhej polovice roka mal rozvíjať lepšie než výrobný sektor, ktorý už zažíva boom. V dôsledku stabilného pokroku očkovacej kampane, postupného rušenia opatrení, uvoľňovania zadržaného dopytu a pokračujúcej expanzívnej menovej a fiškálnej politiky očakávame, že v roku 2021 presiahne reálny rast globálnej ekonomiky ako celku 6 percent, čo predstavuje najvýraznejší nárast za viac ako štyri desaťročia.

Už i tak veľmi vysoké očakávania však nechávajú len malý priestor na pozitívne prekvapenia a zdá sa, že akciové trhy,



Stefan Scheurer
Director
Global Capital Markets
& Thematic Research

Je pravdepodobné, že centrálné banky krajín G10 na čele s FEDom sa zatiaľ budú držať svojho doterajšieho postoja, t. j. nereagovať na dočasné dopytové šoky.

31.05.2021

Akciové indexy		Úrokové sadzby	
SAX	371	USA	3 mesiace 0,13
Euro Stoxx 50	4 073		2 roky 0,14
S&P 500	4 204		10 rokov 1,59
Nasdaq	13 749	Eurozóna	3 mesiace -0,54
Nikkei 225	28 814		2 roky -0,67
Hang Seng	29 152		10 rokov -0,18
KOSPI	3 204	Japonsko	3 mesiace 0,07
Bovespa	126 216		2 roky -0,14
			10 rokov 0,08
FX		Komodity	
USD/EUR	1,220	Ropa (Brent. USD/barel)	69,7

predovšetkým tie americké, sú náchylnejšie na korekcie. V neposlednom rade by mala nabrať na intenzite diskusia o „taperingu“, teda o obmedzení nadmernej likvidity amerického Federálneho rezervného systému (FED), ak sa inflačný tlak bude v nasledujúcich mesiacoch naďalej zvyšovať. Čoraz častejšie nedostatky v dodávkach alebo dlhšie dodacie lehoty mimo iné spôsobili, že ceny vstupov a výstupov v USA vzrástli na rekordné úrovne zo 70. a 80. rokov 20. storočia, alebo sa im dost priblížili, čo čoraz viac pociťujú spotrebitelia. Objavili sa už prvé správy o zvyšovaní miezd vo firmách a rast desaťročných amerických dlhopisov indexovaných infláciou živí trhové očakávania ďalšieho rastu inflácie v dôsledku vyšších cien komodít.

Pretrvávajú obava účastníkov trhu, že vyššia ako očakávaná inflácia by mohla viesť k skoršiemu sprísneniu globálnej menovej politiky. To by mohlo zvýšiť volatilitu na kapitálových trhoch a znovu naštartovať hľadanie orientácie. Je však pravdepodobné, že centrálné banky krajín G10 na čele s FEDom zatiaľ zachovávajú svoj doterajší prístup, inými slovami, nebudú reagovať na dočasné dopytové šoky. To by malo zmierniť najnovšie obavy investorov a spolu s celkovo priaznivým hospodárskym prostredím naďalej podporovať rizikové aktíva – i napriek dočasne vyššej inflácii a očakávanej zvýšenej volatilitě.

Nájdanie správneho smeru vám praje
Stefan Scheurer

Podrobné informácie o trhu

Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- V dôsledku stabilného pokroku očkovacej kampane, postupného rušenia opatrení, uvoľňovania zadržovaného dopytu a pretrvávajúcej akomodačnej menovej a fiškálnej politiky očakávame, že v roku 2021 presiahne reálny rast globálnej ekonomiky ako celku 6 percent, čo predstavuje najvýraznejší nárast za viac ako štyri desaťročia.
- Podporované mimoriadnym zlepšením v USA zaznamenali výrazné zisky aj mnohé ďalšie rozvinuté ekonomiky a Čína (napriek spomaľujúcej sa dynamike), zatiaľ čo niektoré prahové krajiny utrpeli neúspechy na pozadí pretrvávajúcich problémov s pandémiou COVID.
- V dôsledku globálneho ekonomického oživenia pribúdajú náznaky ďalšieho tlaku na rast cien. Z toho vyplývajúci rast výnosov z dlhodobých štátnych dlhopisov bude pravdepodobne pokračovať, takže existuje potenciál k ešte strmšiemu rastu výnosovej krivky.
- Pretrváva obava účastníkov trhu, že vyššia ako očakávaná inflácia by mohla viesť k skoršiemu sprísneniu globálnej menovej politiky. To by mohlo narušiť hospodárske oživenie a zvýšiť volatilitu na kapitálových trhoch. Investori sa snažia zorientovať: za posledný mesiac zredukovali svoje pozície, nálada je menej euforická a technické ukazovatele sa pohybujú na území nikoho.
- Celkovo priaznivé ekonomické prostredie i naďalej hovorí v prospech rizikovejších aktív – napriek inflácii, ktorá sa podľa všetkého zvýši len dočasne.
- Prílev prostriedkov do akciových fondov by mal na globálnej úrovni pokračovať, zatiaľ čo na okraji záujmu zostáva veľký podiel likvidity odstavenej do fondov peňažného trhu a dlhopisových fondov.

Akcie:

- Niektoré ekonomické ukazovatele síce stratili v poslednej dobe dynamiku, to však nemusí viesť k výraznému spomaleniu. Aj v druhej polovici roka by hospodárska aktivita mala zostať silná a naďalej by mala mať pozitívny vplyv na výsledky firiem.
- Pokračujúci rast nad úrovňou trendu v druhej polovici roka a centrálné banky, ktoré budú pravdepodobne aj naďalej zachovávať opatrný prístup, by mali prispieť k dobrej podpore akcií až do konca roka.
- Ocenenia akciových trhov už predvídajú veľmi pozitívny vývoj, aj keď i tu je treba výrazne diferencovať podľa regiónov. Akciový trh v Spojených štátoch vykazuje zvýšené ocenenie a jasné tendencie k preháňaniu v jednotlivých segmentoch. Vzhľadom na vyššie ocenenia by sa mali uprednostniť akcie mimo USA. Hospodársky stav eurozóny sa neustále zlepšuje v dôsledku klesajúceho počtu prípadov Covid 19 a rastúcej ochoty nechať sa očkovať.
- Investori sa čoraz viac pripravujú na rast inflácie. Pritom je treba počítať predovšetkým so silnejšími výkyvmi samotných mier inflácie, ktoré v minulosti pôsobili ako protivietor pri oceňovaní akcií. Spoločnosti s vysokou cenovou silou by to mali byť schopné čiastočne kompenzovať lepšou dynamikou zisku.
- Z dlhodobého hľadiska je téma udržateľnosti neoddeliteľnou súčasťou každého investičného rozhodnutia. Investori pravdepodobne dosiahnu dobré výsledky, ak budú pri výbere investícií venovať pozornosť začleneniu kritérií ESG.
- Zápis z rokovania Federálneho výboru pre voľný trh však potvrdzuje: Nákladové tlaky na spotrebiteľské ceny vyplývajúce z obmedzenia ponuky sa považujú za dočasné. Rozhodnutie o obmedzení likvidity by sa pritom malo vnímať i v kontexte dvojitého mandátu FEDu, to znamená, že musí dôjsť k „podstatnému“ zlepšeniu na americkom trhu práce.
- V Európskej centrálnej banke (ECB) sa však žiadna z týchto tendencií zatiaľ neprejavuje. ECB naďalej zachováva „opatrnosť“ a čoraz viac riskuje, že bude zaostávať „za krivkou“ – teda za očakávaniami trhu. Inflácia presahujúca 2 % sa zdá byť prijateľná a nevyžaduje si zmenu uvoľnenej menovej politiky, a to ani po skončení programu núdzového nákupu dlhopisov („PEPP“) Európskej centrálnej banky.
- V posledných mesiacoch však peňažné trhy v reakcii na vyššie ceny komodít, vyššiu domácu infláciu a lepšie hospodárske prognózy počítali s posunom k menej podpornému prístupu centrálnych bánk rozvíjajúcich sa krajín. Niektoré centrálné banky vrátane Brazílie, Ruska a Turecka už zvýšili svoje úrokové sadzby, ďalšie ich pravdepodobne budú nasledovať.
- V dôsledku globálneho ekonomického oživenia pribúdajú náznaky ďalšieho tlaku na rast cien. Výsledné zvýšenie výnosov z dlhodobých štátnych dlhopisov sa nezastaví ani pred eurozónou – zmeny výnosov v USA sa v poslednej dobe držali v určitých hraniciach – takže (stále) existuje potenciál na (ďalšie) zostrmenie výnosovej krivky.
- Korporátne dlhopisy naďalej globálne čelia prílivu nových emisií. Rizikové prírážky znovu mierne poklesli a blížila sa k svojim historickým minimám. V snahe o získanie výnosov sú naďalej vyhľadávané dlhopisy s vysokými úrokovými sadzbami, zatiaľ čo dlhopisy investičného stupňa stále profitujú z veľkoobjemových nákupov centrálnych bánk.

Dlhopisy:

- Veľké centrálné banky udržiavajú svoj expanzívny kurz. S rastúcimi inflačnými očakávaniami v USA sa však rozprúdila diskusia o „taperingu“, ktorý FED inicioval na trhoch nákupom dlhopisov. Očakávame, že Federálny rezervný systém USA začne v treťom štvrtroku diskusiu o znižovaní nákupu dlhopisov a začiatkom roku 2022 tieto nákupy skutočne zredukuje.

Meny:

- Podľa nášho názoru sa centrálné banky v priemyselných krajinách sústredia skôr na kvantitatívne opatrenia než na vývoj základných úrokových sadzieb – Bank of Canada a Bank of England už v apríli/máji oznámili zníženie objemu nákupov dlhopisov.

- Naproti tomu začali viaceré centrálné banky v prahových krajinách (medzi inými v Turecku, Brazílii a Rusku) zvyšovať základné úrokové sadzby – a ďalšie by mali nasledovať. Podľa nášho Difúzneho indexu rozvíjajúcich sa trhov boli úpravy základných úrokových sadzieb v marci/apríli v úhrne kladné po prvýkrát od začiatku roka 2019. To by malo pôsobiť proti inflačnému tlaku, ale nemusí to stačiť na úplnú elimináciu rizík poklesu kurzu príslušnej meny.
- V prostredí vyššej ochoty riskovať a globálne silnejšieho rastu stále existuje priestor na mierne oslabenie amerického dolára. Ďalšie fiškálne stimuly by okrem toho mohli spôsobiť ďalšie zataženie rozpočtového deficitu Spojených štátov a možno i podnietiť domácu infláciu, čo sú z historického hľadiska stresové faktory pre menu.
- V tomto prostredí sa ponúka selektívnejšia pozícia pre slabší americký dolár, napr. voči austrálskemu alebo kanadskému doláru, ako aj voči nórskej korune. Z mien prahových krajín sú uprednostňované predovšetkým mexické peso (exponovanie rastu Spojených štátov) alebo ruský rubel (expozícia komodít, atraktívne ocenenie, výhoda úrokových sadzieb). Hoci výhľady čínskeho júanu zostávajú mierne konštruktívne, po zhodnotení v poslednom roku sa táto mena obchoduje blízko svojej dlhodobej reálnej hodnoty.

Komodity:

- Mnoho komodít ťažilo v poslednej dobe z reflačného prostredia, najmä priemyselné kovy. Predovšetkým meď profituje zo silného dopytu v dôsledku celosvetového oživenia ekonomiky. K tomu sa pridali prerušenia dodávok, rastúce inflačné očakávania, rekordne nízke zásoby medi a štruktúrálna predstava ohľadom zvyšovania výroby elektromobilov.
- V súvislosti s rastúcou normalizáciou základnej hospodárskej aktivity sa v poslednom období výrazne zvýšil dopyt po ropu nielen v USA, ale aj v Európe. Rast cien môže byť napriek tomu obmedzený kvôli vysokým celosvetovým zásobám ropy a nadmernej kapacity jej ťažby. Rozhodujúcu úlohu tu zohráva OPEC a s ňou spolupracujúce krajiny vyvážajúce ropu (OPEC+).
- V prostredí rastúcej inflácie, respektíve klesajúcich reálnych výnosov, ako aj štruktúrálnu slabšieho amerického dolára, by si zlato, považované za „bezpečný prístav“, mohlo v priebehu roka zachovať svoju podporu. Zvýšené ocenenie by však mohlo spôsobiť náchylnosť zlata na krátkodobý prepád.
- Všeobecne platí: Znehodnotenie amerického dolára zvyčajne podporuje ceny komodít, keďže sa tieto obchodujú v amerických dolároch, a mali by zodpovedajúcim spôsobom dosiahnuť vyššie dolárové ceny.

Investičná téma: #FinanceForFuture s ESG

- 22. augusta 2020 sme si opäť pripomenuli „Earth Overshoot Day“ (Deň zúčtovania), vypočítaný organizáciou Global Footprint Network. Tento dátum uvádza deň, kedy spotreba prekročí biologickú kapacitu, ktorú nám planéta zas a znovu poskytuje. Stručne povedané: Žijeme nad naše možnosti.
- Podľa odhadov Európskej investičnej banky (EIB) potrebujeme každoročné investície vo výške 175 až 270 miliárd EUR, aby sme len v Európskej únii dosiahli do roku 2030 tieto tri klimatické a energetické ciele: Zníženie emisií CO₂ o 40 % merané od úrovne v roku 1990. Úspora energie o tretinu dnešnej spotreby v scenári obvyklého fungovania (business as usual). Aspoň 32% podiel obnoviteľných energetických zdrojov na pokrytí energetickej spotreby.
- Zdá sa, že takéto objemy investícií nie sú z tohto sveta. Na porovnanie: 3 038 signatárov iniciatívy PRI („Princípy spoločensky zodpovedného investovania“) spravuje celkové aktíva vo výške 103 biliónov amerických dolárov. Každý z nich sa zaviazal zakladať svoje investičné rozhodnutia na kritériách ESG. Skratka ESG znamená Environmental Social Governance (teda životné prostredie + spoločnosť + správa vecí verejných).
- Kritériá ESG sú integrované do čoraz väčšieho počtu fondov. To umožňuje udržateľné investovanie pre každý rozpočet. Toto sú #FinanceForFuture.