

Mesačník o kapitálovom trhu

Štyri vrcholy na obzore

Po približne 15 mesiacoch – miestami prudkého – rastu na svetových kapitálových trhoch si mnohí pozorovatelia kladú otázku, ako dlho ešte môžu preteky akcií a spol. trvať. Je však čoraz jasnejšie, že pri štyroch faktoroch, ktoré dopomohli akciovým trhom dostať sa z pandemickej priepasti, sa postupne dá rozpoznať alebo aspoň tušiť vrchol.

1. Vrchol dynamiky rastu: V dôsledku postpandemickej konjunktúry, ktorá sa začala na jar, sa ekonomické ukazovatele, ako sú indexy nákupných manažérov zvýšili na historicky rekordné úrovne a mnohé miery rastu sa v medziročnom porovnaní s nečinnými mesiacmi na jar 2020 javia ako veľmi vysoké. Hoci očakávame pokračovanie silného rastu presahujúceho trend posledných rokov, tempo rastu sa pravdepodobne postupne spomalí. To sa začína prejavovať najmä v Spojených štátoch.

2. Vrchol konjunktúrneho stimulu: Čím výraznejšie bude hospodárske oživenie, tým hlasnejšia môže byť kritika fiškálnych a menových stimulov. Po rekordných stimuloch a rekordných deficitoch v minulom roku sa fiškálny impulz na globálny rast v tomto roku už znižuje, predovšetkým mimo USA. Niektoré centrálné banky už veľmi opatrne preradili na nižší rýchlostný stupeň – medzi inými obmedzili centrálné banky Kanady a Spojeného kráľovstva svoje programy nákupu dlhopisov, zatiaľ čo krajiny ako Brazília a Turecko vykonali prvé zvýšenie úrokových sadzieb. Aj najdôležitejšia centrálna banka na svete, Federálny rezervný systém, nedávno signalizovala, že v priebehu roka bude diskutovať o rozsahu svojho mimoriadne veľkorysého programu nákupu dlhopisov.

3. Vrchol inflácie: Rýchle zmiernenie obáv z deflácie z minulého roku, o ktorom svedčia napríklad rastúce inflačné očakávania na dlhopisových trhoch, pomohlo akciám ako hmotným aktívam. Teraz sa však kyvadlo inflácie pohybuje smerom nahor: výrazný nárast cien komodít a nákladnej



Stefan Rondorf
Senior Investment
Strategist Global
Economics & Strategy

Aj keď sa dynamika rastu vyplývajúca zo súčasnej konjunktúry mierne spomalí a stimuly sa postupne znížia z extrémnych úrovní, prostredie pre kapitálové trhy by malo v strednodobom horizonte zostať naďalej konštruktívne.

2021.06.28

Akciové indexy		Úrokové sadzby	
SAX	365	USA	3 mesiace 0,15
Euro Stoxx 50	4 104		2 roky 0,26
S&P 500	4 291		10 rokov 1,54
Nasdaq	14 501	Eurozóna	3 mesiace -0,54
Nikkei 225	28 813		2 roky -0,64
Hang Seng	29 268		10 rokov -0,20
KOSPI	3 302	Japonsko	3 mesiace 0,06
Bovespa	127 429		2 roky -0,12
			10 rokov 0,05
FX		Komodity	
USD/EUR	1,191	Ropa (Brent. USD/barel)	74,7

dopravy a nedostatky v ponuke, ktoré medzičasom narážajú na nahromadený dopyt spotrebiteľov, žnú ceny v týchto mesiacoch prudko nahor. Dynamika cien stavebných materiálov, prenájmov áut, leteniek a návštev reštaurácií by sa však mala opäť upokojiť. To by mohlo centrálnym bankám poskytnúť priestor, ktorý potrebujú na zrušenie svojich podporných opatrení.

4. Vrchol optimizmu: Rekordne nízke úrokové sadzby a veľká likvidita v systéme zvýšili chuť mnohých investorov riskovať na historickú úroveň. Napríklad poklesy kurzov kryptomien alebo neziskových technologických spoločností naznačujú, že vrchol týchto trendov môže byť za nami. Napriek vrcholom na obzore platí nasledovné: Aj keď sa dynamika rastu vyplývajúca zo súčasnej konjunktúry mierne spomalí a stimuly sa postupne znížia z extrémnych úrovní, prostredie pre kapitálové trhy by malo v strednodobom horizonte zostať naďalej konštruktívne. Letná búrka počas zostupu z vrcholov nie je vylúčená.

Leto v skvelej nálade vám želá
Stefan Rondorf

Podrobné informácie o trhu

Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- Postpandemická konjunktúra pretrváva. Zatiaľ čo dynamika rastu najmä v USA smeruje k svojmu vrcholu, v Európe to bude pravdepodobne až o niekoľko mesiacov. Údaje z Ázie sú rôznorodejšie, keďže v mnohých krajinách postupuje očkovanie pomalšie ako v západných priemyselných krajinách. Aj v Číne sa sektor služieb dostáva na svoju pôvodnú úroveň, domáca spotreba je však stále utmená.
- Kombinácia výrazného hospodárskeho oživenia a nahromadeného dopytu na jednej strane a obmedzení ponuky súvisiacich s pandémiou na strane druhej viedla na celom svete k miere inflácie presahujúcej očakávania. To by mohlo trvať dlhšie, než sa očakávalo, ale podstatná časť inflačnej dynamiky by mala byť dočasná. Výsledné otrasy na dlhopisových trhoch budú pravdepodobne pretrvávajúť, zatiaľ čo strednodobá perspektíva pre akcie zostáva konštruktívna aj vďaka solídnej dynamike ziskov.
- Federálny rezervný systém ako najdôležitejšiu centrálnu banku čaká chôdza po visutom lane: Prostredníctvom svojho nového priemerného inflačného cieľa oznámila, že nízku mieru inflácie počas pandémie „doženie“ v nasledujúcich rokoch mierou inflácie nad 2 %, musí sa však postarať o to, aby inflačné očakávania zostali ukotvené. To by sa mohlo v nasledujúcich mesiacoch stať významným faktorom vznikajúcej volatility trhov.
- Prílev prostriedkov do akciových fondov by mal na globálnej úrovni pokračovať, zatiaľ čo na pokraji záujmu zostáva veľký podiel likvidity odstavenej do fondov peňažného trhu a dlhopisových fondov.

Akcie:

- Prekonanie štyroch vrcholov by mohlo v krátkodobom horizonte mierne spomaliť rast na akciových trhoch, strednodobý výhľad by ale mal zostať pozitívny. Globálny rast v druhej polovici roka by mal zostať nad úrovňou trendu i napriek spomaleniu rastovej dynamiky. Aj centrálné banky budú svoje stimuly pravdepodobne znižovať len veľmi opatrne.
- Pri sledovaní cyklu akciových trhov, ktorý sa začal na najnižšom bode na jar 2020, opustili už takmer všetky hlavné svetové akciové trhy režim počiatočného silného oživenia a vstúpili do režimu strednej fázy cyklu. V tomto režime sa kurzy akcií zvyčajne riadia najmä dynamikou ziskov, ale stále sa môžu zvýšiť aj valuačné násobky.
- Z regionálneho hľadiska by v nasledujúcich týždňoch mohli vyniknúť európske akciové trhy: Tempo rastu by malo dosiahnuť vrchol neskôr ako v USA a štatistiky očkovania by mohli byť v porovnaní so Spojenými štátmi priaznivejšie. ECB zatiaľ svoje stimuly neobmedzuje. Prvé tranže z „Fondu na oživenie hospodárstva“ by sa mohli investovať v druhej polovici roka.
- Trhové ocenenia akcií sú regionálne zvýšené, najmä v USA. Zisky podnikov, ktoré v súčasnosti zaznamenávajú silný rast, by však mali postupne znížiť vysoké pomery cien akcií k zisku na akciu.
- V strednodobom horizonte by výraznejšie výkyvy miery inflácie a s tým spojená neistota ohľadom smerovania menovej politiky centrálnych bánk mohli tlmiť ocenenie akcií.

Dlhopisy:

- V poslednej dobe boli neisté obzvlášť americké trhy s dlhopismi. Okrem otázky, kedy Fed obmedzí svoje veľkorysé nákupy dlhopisov („tapering“ alebo obmedzenie likvidity), sa diskutuje aj o podobe rastu v USA a o strednodobých prognózach inflácie. To implikuje otázku, ako dlho bude Federálny rezervný systém (Fed) tolerovať prehrievanie americkej ekonomiky. V tomto prostredí by mali výnosy amerických štátnych dlhopisov v priebehu roka skôr rásť.

- Prezident Fedu Jerome Powell po júnovom zasadnutí poznamenal, že vo Výbore pre menovú politiku sa už začala diskusia o nákupe dlhopisov. Centrálna banka si však ponecháva plnú flexibilitu pri rozhodovaní o tom, kedy bude dosiahnutý dostatočný „významný pokrok“ v oživení pracovného trhu. Zostaneme teda pri našich odhadoch: Fed koncom leta 2021 pravdepodobne zintenzívni diskusiu o znižovaní nákupu dlhopisov a od začiatku roka 2022 s ním skutočne začne.
- Európska centrálna banka (ECB) v júni zachovala týždenný objem nákupov v rámci núdzového programu nákupu dlhopisov PEPP na zvýšenej úrovni z jari. Napriek tomu, že by inflácia spotrebiteľských cien mala v týchto mesiacoch prekročiť inflačný cieľ ECB, hospodárstvo eurozóny je stále ďaleko od prehriatia a pravdepodobne potrvá ešte niekoľko kvartálov, kým sa podarí uzavrieť medzery vo výrobe. Ak by však trend príliš vysokých výnosov opäť nabral na silu, výnosy dlhopisov v eurozóne sa od neho pravdepodobne nezvládnu úplne odpútať.
- V celosvetovom meradle nabera na intenzite otázka divergencie menovej politiky: Niektoré centrálné banky vrátane Brazílie, Ruska a Turecka už zvýšili svoje úrokové sadzby a ďalšie – i z vyspelých krajín, ako je Nórsko, ich budú pravdepodobne nasledovať.
- Pri hľadaní výnosov by mali byť naďalej vyhľadávané dlhopisy s vysokým výnosom, zatiaľ čo dlhopisy investičného stupňa naďalej profitujú z veľkoobjemových nákupov centrálnych bánk. Pri historicky nízkych rozpätiach úrokových sadzieb (spreadoch) by zvýšenie výnosu oproti štátnym dlhopisom malo pochádzať najmä z vyšších existujúcich úrokových sadzieb („carry“).

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 zaťaženie rozpočtového deficitu Spojených štátov a možno i podnietiť domácu infláciu, čo sú z historického hľadiska stresové faktory pre menu.

- Naproti tomu začali viaceré centrálné banky v prahových krajinách (medzi inými v Brazílii, Rusku a Turecku) zvyšovať základné úrokové sadzby – a ďalšie by mali nasledovať. Podľa nášho Difúzneho indexu rozvíjajúcich sa trhov, ktorý agregovane znázorňuje menové opatrenia, 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 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 by mohli byť uprednostňované predovšetkým mexické peso (exponovanie rastu Spojených štátov) alebo ruský rubel (expozícia komodít, atraktívne ocenenie, výhoda úrokových sadzieb). Hoci vyhliadky čínskeho jüanu zostávajú mierne konštruktívne, po zhodnotení v poslednom roku sa táto mena obchoduje blízko svojej dlhodobej reálnej hodnoty.

Komodity:

- Po výraznom raste cien v priebehu roka pocítili mnohé komodity v poslednom čase útlm reflačného trendu. Tento pohyb by sa mal spočiatku hodnotiť ako realizácia ziskov, keďže globálny rast by mal zostať vysoký a v prípade mnohých komodít, najmä kovov, bude pretrvávajúce obmedzenie ponuky.
- Uprostred rozširujúcej sa normalizácie základných hospodárskych aktivít sa v poslednom čase prudko zvyšuje dopyt po ropu nielen v USA, ale aj v Európe. Rast cien môže byť napriek tomu obmedzený kvôli vysokým celosvetovým zásobám ropy a nadmernej kapacite jej ťažby. Rozhodujúcu úlohu tu zohráva OPEC a s ňou spolupracujúce krajiny vyvážajúce ropu (OPEC+).
- Prostredie silného rastu a klesajúcej averzie voči riziku by malo v konečnom dôsledku viesť k rastu reálnych výnosov. To by mohlo znížiť atraktivitu zlata, ktoré je považované za „bezpečný investičný prístav“.
- Všeobecné 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 mit 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 biokapacitu, 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 tretiny 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.