

Mesačník o kapitálovom trhu

Uhorková sezóna?

Trend na medzinárodných akciových trhoch rastúci smerom k novým historickým maximám pokračuje aj napriek nedávnej volatilitate, zatiaľ čo trh s dlhopismi sa už pripravuje na pokles hospodárskeho rastu spôsobený zvyšujúcou sa mierou inflácie – reálne výnosy 10-ročných štátnych dlhopisov dosiahli historické minimá. O uhorkovej sezóne na kapitálových trhoch preto nemôže byť ani reč.

Globálne ekonomické údaje sa podľa našich vlastných ukazovateľov v zásade opäť zlepšili, avšak po výraznom oživení došlo v poslednom čase k istému oslabeniu dynamiky hospodárskeho rastu. Zdá sa, že v americkej ekonomike už pominul vrchol optimizmu, zatiaľ čo podľa Ifo indexu obchodnej klímy nastáva napríklad v nemeckej ekonomike mierny letný útlm v dôsledku pretrvávajúcich nedostatkov v zásobovaní a obáv z ďalšieho šírenia infekčnejšieho delta variantu vírusu Covid-19. Znamky blížiaceho sa vrcholu hospodárskeho optimizmu sa tak zintenzívnili i napriek rastúcemu počtu očkovaných. Hoci sa konsenzuálne ekonomické prognózy pre mnohé krajiny už ocitli na ambicióznejšej úrovni, ani (stále sa zlepšujúce) globálne makroúdaje už neprekvapujú na pozitívnej strane.

V oblasti inflačnej dynamiky sa dá očakávať skôr opak. Globálne inflačné ukazovatele, ktoré sa zrýchľujú už od začiatku roka, v uplynulom mesiaci naďalej rástli. Dôvodom sú základné efekty, zvýšené ceny komodít a prepravy, predĺžené dodacie lehoty, zmenšujúce sa produkčné medzery a rastúce obmedzenia ponuky, ktoré sú čoraz viditeľnejšie v dôsledku širšieho otvorenia národných ekonomík. Prvé spoločnosti už varujú pred zvyšovaním cien, zatiaľ čo niektoré centrálné banky rozvojových krajín prešli na reštriktívnejší postoj a zaviedli cyklus zvyšovania úrokových sadzieb (napríklad v Brazílii, Rusku a Turecku). V Austrálii, Kanade alebo na



Stefan Scheurer
Director
Global Capital Markets
& Thematic Research

Vývoj hodnoty rizikových aktív a ich ocenenie už do veľkej miery predvídali hospodársky vzostup, nie je teda možno vylúčiť, že prídu očistné letné búrky.

30.07.2021

Akciové indexy		Úrokové sadzby	
SAX	367	USA	3 mesiace 0,13
Euro Stoxx 50	4 122		2 roky 0,18
S&P 500	4 395		10 rokov 1,27
Nasdaq	14 673	Eurozóna	3 mesiace -0,54
Nikkei 225	27 781		2 roky -0,76
Hang Seng	26 236		10 rokov -0,50
KOSPI	3 223	Japonsko	3 mesiace 0,06
Bovespa	121 801		2 roky -0,12
			10 rokov 0,01
FX		Komodity	
USD/EUR	1,189	Ropa (Brent. USD/barel)	76,5

Novom Zélande centrálné banky oznámili ďalšie obmedzenie svojich programov nákupu dlhopisov. Aj napriek zvýšeniu inflačného tlaku vo všetkých regiónoch však mnohé centrálné banky nasledovali príklad amerického Federálneho rezervného systému (Fed) a „dočasne“ tolerujú vyššiu mieru inflácie. Predsa však sa už začalo diskutovať o obmedzení mimoriadne uvoľnenej menovej politiky Spojených štátov.

Globálny rast v druhej polovici roka by mal zostať nad úrovňou trendu i napriek spomaleniu rastovej dynamiky. Menová a do istej miery aj fiškálna politika budú naďalej sledovať typický recesívny kurz, takže akcie by mali mať až do konca roka dobrú podporu. Vývoj hodnoty rizikových aktív a ich ocenenie však už do veľkej miery predvídali hospodársky vzostup, nie je teda možno vylúčiť, že prídu očistné letné búrky.

Pekné leto vám praje
Stefan Scheurer

Podrobné informace o trhu

Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- Po silnom raste v minulom roku sa svetové hospodárstvo medzičasom ocitlo v zrelšej fáze rastového cyklu, to znamená, že sa zvýšili náznaky blížiaceho sa vrcholu hospodárskeho optimizmu. Zatiaľ čo dynamika hospodárskeho rastu v Číne už od začiatku roka slabne, v USA očakávame jej vrchol v druhom štvrtroku a v Európe, rovnako ako i na globálnej úrovni, v treťom štvrtroku.
- Kombinácia výrazného hospodárskeho oživenia, ako aj nahromadeného dopytu na jednej strane a obmedzení ponuky podmienených pandémieu na strane druhej zvyšuje náznaky ďalšieho tlaku na rast cien, hoci značná časť inflačnej dynamiky by mohla byť dočasnej povahy. Z toho vyplývajúce otrasy na dlhopisových trhoch by mohli pretrvávajúť, aj keď napríklad výnosy amerických štátnych dlhopisov by v priebehu roka mali v porovnaní so súčasnou úrovňou skôr rásť.
- Medzi účastníkmi trhu pretrvávajú obavy z inflácie, ktorá prevyší očakávania, po ktorej bude nasledovať skoršie sprísenie globálnej menovej politiky. To by mohlo narušiť hospodárske oživenie a zvýšiť volatilitu na kapitálových trhoch.
- Hoci vývoj hodnoty a ocenenie rizikových aktív už do veľkej miery predvídali hospodársky vzostup, strednodobý výhľad pre akcie zostáva konštruktívny aj vďaka solídnej dynamike ziskov.
- 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..
- Globálny rast v druhej polovici roka 2021 by mal zostať nad úrovňou trendu i napriek spomaleniu rastovej dynamiky. A centrálné banky budú pravdepodobne aj naďalej zastávať názor, že akcie by mali zostať dobre podporované až do konca roka.
- Z regionálneho hľadiska by v nasledujúcich týždňoch mohli vyniknúť európske akciové trhy: Rastová dynamika by mala dosiahnuť svoj vrchol neskôr ako v USA. A čo sa týka štatistik očkovaní, v porovnaní s USA sa podarilo dosiahnuť veľký pokrok. ECB zatiaľ svoje stimuly neobmedzuje. Prvé tranže „Fonda 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 tmiť ocenenie akcií. Spoločnosti s vysokou cenovou silou by to mali byť schopné čiastočne kompenzovať lepšou dynamikou zisku.

Dlhopisy:

- V poslednej dobe boli neisté najmä americké trhy s dlhopismi: Reálne výnosy 10-ročných štátnych dlhopisov USA dosiahli zaznamenané historické minimá. Okrem otázky, kedy by mal Fed začať znižovať objem držaných dlhopisov („tapering“ alebo obmedzenie likvidity), sa diskutuje aj o podobe rastu v USA a o strednodobom výhľade inflácie. To implikuje otázku, ako dlho bude Fed tolerovať prehrievanie americkej ekonomiky. V tomto prostredí by výnosy amerických štátnych dlhopisov mali v priebehu roka skôr rásť oproti súčasnej úrovni.

- Revízia prístupu Európskej centrálnej banky (ECB) k menovej politike otvorila dvere pre pokračovanie expanzívnej menovej politiky, takže je nepravdepodobné, že by v dohľadnom čase došlo k obratu v poskytovaní likvidity.
- Hoci by inflácia spotrebiteľských cien mala v týchto mesiacoch prekročiť inflačný cieľ ECB, hospodárstvo eurozóny je stále ďaleko od tendencií k prehrievaniu. A je pravdepodobné, že potrvá ešte niekoľko štvrtrokov, kým sa podarí zatvoriť medzery vo výrobe. Výnosy dlhopisov v eurozóne by sa však nemali úplne odpútať od trendu zvyšovania výnosov, ak by tento opäť nabral na sile.
- V celosvetovom meradle nabera na intenzite otázka divergencie menovej politiky: Niektoré centrálné banky vrátane Brazílie, Ruska a Turecka už zvýšili svoje úrokové sadzby, 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 mohlo pochádzať najmä z vyšších existujúcich úrokových sadzieb („carry“).

Meny:

- V prostredí pretrvávajúcej ochoty riskovať a pokračujúceho hospodárskeho oživenia – hoci ekonomická dynamika už dosiahla svoj vrchol – stále existuje priestor na mierne oslabenie amerického dolára. Dodatočné fiškálne stimuly by okrem toho mohli spôsobiť ďalšie zaťaženie rozpočtového deficitu Spojených štátov a možno i podnietiť domácu infláciu, čo sú pre menu z historického hľadiska stresové faktory.
- V tomto prostredí sa ponúka selektívnejšia pozícia pre slabší americký dolár, napr. voči austrálskemu alebo i kanadskému doláru (okrem iného v dôsledku vedľajších účinkov rastového impulzu v USA), ako aj voči nórskej korune (okrem iného solídne fundamentálne dáta, expozícia voči rope).

- Kombinácia hospodárskeho rastu a zvyšovania inflácie viedla k prísnejšiemu postoju centrálnych bánk rozvojových krajín. Tento krok zaviedli krajiny s vysokými úrokovými sadzbami, napríklad Brazília, Rusko a Turecko, ktoré ako prvé iniciovali cyklus zvyšovania úrokových sadzieb. Po nich nasledovalo niekoľko krajín s nízkymi úrokovými sadzbami a vznikajúcimi trhmi, napríklad Česká republika a Maďarsko. To by malo pôsobiť proti inflačnému tlaku, ale nemusí to stačiť na úplnú elimináciu rizík poklesu kurzu príslušnej meny.
- 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). Zatiaľ čo výhľady čínskeho jüanu zostávajú mierne konštruktívne, po zhodnotení v poslednom roku sa táto mena obchoduje blízko svojej dlhodobej reálnej hodnoty.
- Aj napriek stabilizácii mien prahových krajín v poslednej dobe čelia mnohé z nich i naďalej nepriaznivým vplyvom pomalého/ oneskoreného hospodárskeho oživenia, stále náročného pandemického prostredia (vysoký počet prípadov, nedostatočný pokrok očkovacej kampane) a možného vplyvu diskusie o „taperingu“ zo strany systému Fed.

Komodity:

- Uprostred rozširujúcej sa normalizácie základných hospodárskych aktivít sa v poslednom čase prudko zvyšuje dopyt po rope nielen v USA, ale aj v Európe. Rozhodujúcu úlohu tu zohral aj OPEC a s ňou spolupracujúce krajiny vyvážajúce ropu (OPEC+) dohodou o zvýšení objemu svojej produkcie o 400 000 barelov (1 barel = po 159 litrov) za deň od augusta 2021 až do odvolania.
- 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 naďalej vysoký a v prípade mnohých komodít, najmä kovov, by malo pretrvávať obmedzenie ponuky.
- V prostredí rastúcej inflácie, respektíve klesajúcich reálnych výnosov, ako aj štruktúralne 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 prepad.
- 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 s ESG

- Vo štvrtok 29. júla 2021 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 každoročne 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.

Investovanie zahŕňa riziká. Hodnota investície a príjem z nej môže klesať aj stúpať a investori nemusia dostať späť celkovú investovanú sumu. Názory a stanoviská obsiahnuté v tomto dokumente sa môžu meniť bez predchádzajúceho upozornenia a vyjadrujú mienku spoločností vydávajúcich tento dokument platnú v čase zverejnenia. Použité údaje pochádzajú z rôznych zdrojov a predpokladá sa, že sú v čase zverejnenia správne a spoľahlivé. Prednosť majú vždy podmienky príslušnej ponuky či zmluvy, ku ktorej vykonaniu či uzavretiu mohlo dôjsť alebo dôjde. Tento dokument predstavuje marketingové oznámenie vydané spoločnosťou Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, ktorá je investičnou spoločnosťou s ručením obmedzeným so sídlom na adrese Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Frankfurt/M, zaregistrovanou v Nemecku na miestnom súde v meste Frankfurt/M pod číslom HRB 9340 s poverením Spolkového úradu pre dohľad nad finančnými službami (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) (www.bafin.de). Rozmnožovanie, zverejňovanie alebo prenos obsahu tohto dokumentu, a to bez ohľadu na jeho formu, nie je dovolené.