

Mesačník o kapitálovom trhu

Zložitá zmes

Takmer dva roky po vypuknutí pandémie sú kapitálové trhy konfrontované s komplikovanou situáciou: Hospodárske údaje sa opäť ochladzujú z extrémne vysokých úrovní počas boomu po otvorení ekonomík, zatiaľ čo miera inflácie naďalej rastie a je vyššia, ako sa očakávalo.

Medzi týmito dvoma vývojovými trendmi možno nájsť spojitost: takzvaný problém „úzkeho hrdla“. Nedostatok polotovarov – často uvádzaný príklad polovodičov predstavuje len najvýznamnejší z nich – zapríčiňuje pokles využitia výrobných kapacít. Kvôli nedostatku prepravných kapacít trvá cesta vyrobeného tovaru k zákazníkom v mnohých prípadoch dlhšie. Na tovar, ktorého je menej, potom čaká dav natešených konzumentov ochotných alebo nútených zaplatiť zaň viac.

Mimoriadne napätie vykazujú práve teraz trhy s energiou. Ceny zemného plynu sa v poslednej dobe znásobili, rastú aj ceny ropy. Všetci to pozorujeme na nákladoch na vykurovanie a na čerpacích staniciach. A rastú aj prepravné náklady. Zmienené trendy mnohým pripomínajú stagfláciu zo 70. rokov minulého storočia. Ale je to naozaj dobré porovnanie so súčasnou situáciou? My si myslíme, že nie, predovšetkým z týchto dvoch dôvodov:

- Ekonomický rast má veľmi ďaleko od stagnácie. Konjunktúra sa síce trochu spomaľuje, naďalej však zostáva robustná. Bežne používané modely ukazujú, že riziko recesie takmer neexistuje.

- Šok spojený s ponukou ropy je v súčasnosti oveľa miernejší ako v 70. rokoch. Dvojiročná miera zmeny ceny ropy bola v polovici 70. rokov takmer 150 %, dnes sa pohybuje v rozmedzí 20 až 25 %.

Dá sa predpokladať, že väčšina inflačných faktorov by sa v priebehu roka 2022 mala normalizovať. Ale: Aj stabilnejšie zložky koša tovarov vykazujú v poslednej dobe vysokú mieru rastu. V tejto súvislosti je treba zmieniť najmä ceny najomného v Spojených štátoch. V USA rastú aj mzdy, zatiaľ čo vývoj v eurozóne sa v tomto ohľade zdá byť zatiaľ



Stefan Rondorf
Senior Investment
Strategist Global
Economics & Strategy

Stagflácia zo 70. rokov nie je dobrým prirovnaním k dnešnej situácii – hospodársky rast má ku stagnácii veľmi ďaleko a zvyšovanie cien ropy je oveľa menšie.

29.10.2021

Akciové indexy		Úrokové sadzby	
SAX	389	USA	3 mesiace 0,13
Euro Stoxx 50	4 278		2 roky 0,47
S&P 500	4 605		10 rokov 1,57
Nasdaq	15 498	Eurozóna	3 mesiace -0,56
Nikkei 225	29 647		2 roky -0,63
Hang Seng	25 377		10 rokov -0,15
KOSPI	2 971	Japonsko	3 mesiace 0,06
Bovespa	103 501		2 roky -0,11
			10 rokov 0,08
FX		Komodity	
USD/EUR	1,165	Ropa (Brent. USD/barel)	84,4

zdržanlivejší. V minulosti sa však mzdové požiadavky často prispôbovali práve sledovanej miere inflácie. V kombinácii s nedostatkom pracovných síl u čoraz väčšieho množstva profesionálnych skupín sa budú mzdy v nasledujúcich kvartáloch pravdepodobne zvyšovať i v Európe.

To vytvára pre centrálnych bankárov komplikovanú situáciu. Inflácia sa javí vyššia a tvrdšia, ako sa pôvodne dúfalo. Všeobecne sa očakáva skoré ukončenie programov nákupu dlhopisov spustených počas pandémie. Trhy s úrokovými sadzbami však čoraz viac zachádzajú o krok ďalej: V posledných týždňoch sa v prípade Federálneho rezervného systému počíta s minimálne tromi zvýšeniami úrokových sadzieb do konca roka 2023, pričom predtým to bolo len o niečo viac ako jedno zvýšenie. V prípade banky Bank of England sa prvé zvýšenie sadzieb očakáva dokonca ešte v tomto roku. Napriek tomu, že hladina úrokových sadzieb zostáva najmä vo vzťahu k hospodárskej aktivite nízka, neistota v týchto segmentoch trhu rastie.

Nekomplikované sa zatiaľ javí prostredie akciových trhov. Tie môžu naďalej stavať na robustných správach o ziskoch a ocenenia, ktoré sú sčasti skutočne dosť vysoké, sa stále dajú odôvodniť veľmi nízkymi reálnymi úrokovými sadzbami. V blízkej budúcnosti sa situácia pravdepodobne nezjednoduší ani na akciových trhoch.

Snažte sa preto príliš si to nekomplikovať, radi

Stefan Rondorf

Podrobné informácie o trhu

Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- Zložitá kombinácia spomaľujúceho sa rastu a zvyšujúcej sa inflácie spôsobuje momentálne výkyvy najmä na dlhopisových trhoch. Odrážajú stav, v ktorom najmä americký Federálny rezervný systém s novo zavedeným priemerným inflačným cieľom zatiaľ v praxi neotestoval svoju schopnosť reagovať na rastúcu inflačnú mieru.
- Americké štátne dlhopisy ťažili počas leta z priaznivej kombinácie ponuky a dopytu. Táto priazeň by sa teraz mohla obrátiť: Federálny rezervný systém bude čoskoro nakupovať menej (kľúčové slovo „tapering“) a americká vláda bude pravdepodobne opäť vydávať viac dlhopisov (napr. na financovanie infraštruktúrnych balíkov). To okrem rastúcej inflácie poukazuje na vyššie výnosy (a klesajúce ceny).
- Akcie ako zhmotnenie reálnych podnikových podielov dokázali v minulosti pomerne dobre odolávať inflácii, ktorá v priemyselných krajinách dosahovala približne 4 %. Dlhopisy naproti tomu pri vysokej inflácii trpia, pretože predstavujú nominálnu triedu investícií.
- Prílev do akciových fondov preto pokračuje. Dôležitým hnacím faktorom je pritom prostredie nízkych/záporných úrokových sadzieb.

Akcie:

- Globálnym akciovým trhom sa zatiaľ pomerne dobre darilo vyrovnáť so spomaľením rastu. To preto, že miera rastu sa iba normalizuje z úrovni dosiahnutých počas boomu v prvej fáze otvorenia ekonomik. Z absolútneho hľadiska je však globálny rast naďalej silný a v najbližšej dobe sa dá riziko recesie takmer vylúčiť.
- Pomáha aj to, že obavy z finančnej krízy, ktorá tlie na čínskom trhu nehnuteľností, sa zatiaľ upokojili. Z regionálnej perspektívy síce čínsky motor rastu ešte stále slabne, zato v USA sa trend hospodárskych údajov po prepade spôsobenom variantom delta opäť postupne zvyšuje.
- Ocenenie akcií je stále zvýšené. Opiera sa však o reálne úrokové miery, ktoré sú pre dané ekonomické prostredie veľmi nízke (~úrokové miery na peňažnom trhu mínus inflácia). Ako reálne hodnoty sú takmer bez alternatívy – nehnuteľnosti sú na mnohých miestach oceňované ešte vyššie.
- Správy o ziskoch boli i za tretí štvrtrok roka 2021 zatiaľ presvedčivé. Ziskové prekvapenia amerických spoločností sa zatiaľ znova ukazujú ako nadpriemerné, hoci nie tak silné ako v predchádzajúcich boomových kvartáloch. V prostredí silného dopytu sú mnohé spoločnosti schopné presadiť zvýšenie cien. V mnohých odvetviach spôsobuje problémy nižšie využitie kapacít v dôsledku chýbajúcich polotovarov.

Dlhopisy:

- Pre dlhopisy ako nominálnu triedu aktív je trend zvyšovania miery inflácie obzvlášť problematický. Okrem často prevládajúcich záporných výnosov sa v súčasnosti znižuje aj reálna hodnota kupónov a (fixnej) splatnej čiastky v dôsledku vysokej devalvácie meny.
- Rastúca inflácia by mohla vyvíjať čoraz väčší nátlak na centrálnu banku: Stále viac centrálnych bánk, a to aj z priemyselných krajín, ukončuje svoje programy na podporu krízy skôr, ako sa očakávalo, naposledy napríklad kanadská centrálna banka.
- V krajinách ako Spojené kráľovstvo a Kanada sa do cien na peňažnom trhu premieta pomerne agresívne zvyšovanie sadzieb. Aj v prípade Federálneho rezervného systému očakávajú trhy medzičasom väčšie zvýšenie sadzieb, než v septembri uviedli členovia Federálneho výboru pre voľný trh (FOMC).

Európska centrálna banka (ECB) sa naopak bráni špekuláciám, že v eurozóne by sa chystalo zvýšenie úrokových sadzieb (vychádzajúce z aktuálnych -0,5 %) už v roku 2022. Vlastné analýzy tieto obavy zatiaľ ukazujú ako neopodstatnené. ECB zostáva spolu s japonskou centrálnou bankou v pokojnom tábore holubičiek.

- Pri hľadaní výnosov budú pravdepodobne aj naďalej obľúbené úverové trhy. Vzhľadom na blížiace sa ukončenie menových stimulov a ambiciózne ocenenia však tento segment zostáva náchylný na korekcie, najmä v prostredí potenciálne vyššej volatility na ostatných trhoch. Pri historicky nízkych rozpätiach úrokových sadzieb (spreadoch) v oblasti investičného stupňa i pri dlhopisoch s vysokým výnosom by zvýšenie výnosu oproti štátnym dlhopisom mohlo pochádzať najmä z vyšších existujúcich úrokových sadzieb („carry“). Vyplatí sa postupovať selektívne.
- Aj po nedávnom zaznamenanom pohybe smerom nahor by výnosy v USA mali v strednodobom horizonte naďalej rásť. Štátne dlhopisy eurozóny by mali tomuto vývoju aspoň čiastočne uniknúť, keďže ECB bude pravdepodobne udržiavať nízke úrokové sadzby.

Meny:

- V prostredí čoraz diferencovanejších politík centrálnych bánk a očakávaní v oblasti úrokových sadzieb, ako aj možnej ustupujúcej ochoty podstupovať v súčasnom zložitom prostredí riziko, si amerických dolár naďalej zachováva podporu. Podľa našich vlastných modelových výpočtov sa však zdá, že je voči väčšine mien priemyselných a rozvíjajúcich sa krajín nadhodnotený.
- Pretrvávajú však strednodobé negatívne faktory pre zelenú bankovku: Okrem vysokého ocenenia majú USA naďalej dvojitý deficit: ďalšie fiškálne stimuly, ktoré sa očakávajú v blízkej dobe, sa aj v budúcnosti postarajú o vysoké rozpočtové deficity a deficit bežného účtu platobnej bilancie možno už teraz označiť za nenapraviteľný.

Komodity:

- Z historického hľadiska sa ako najlepšie zabezpečenie proti inflácii ukázali komodity nasledované akciami.
- V nedávnej dobe sa znásobila cena zemného plynu. Pred nadchádzajúcou zimou vykazujú mnohé zásobníky na celom svete len nízke hladiny, čo je následok pomerne chladnej zimy 2020/21. Ale aj v lete bol plyn potrebným zdrojom energie: na jednej strane dosahovala výroba elektrickej energie z vetra a slnka na mnohých miestach len podpriemernú úroveň, na druhej strane prispelo horúce leto v oblasti Stredozemného mora a v niektorých častiach amerického kontinentu k zvýšenej spotrebe energie na chladenie. Ak nebude prichádzajúca zima príliš chladná, mohli by sa ceny od jari 2022 opäť upokojiť.
- V poslednom čase sa výraznejšie zvýšila aj cena ropy. Pri pohľade na nárast cien za dva roky (teda vrátane poklesu na začiatku pandémie) ho však stále môžeme označiť za mierny.
- Po priemyselných kovoch, napríklad medi, je dopyt vysoký napriek spomaleniu rastu v Číne, hoci sa cena medi v poslednom čase pohybovala do strany. Cena zlata zatiaľ zostáva tiež v bočnom trende.

Investičná téma: #FinanceForFuture mit ESG

- Ochrana klímy bude tento mesiac v centre pozornosti všetkých účastníkov svetovej konferencie o klíme COP26.
- 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). Podiel obnoviteľných energetických zdrojov na pokrytí energetickej spotreby na úrovni aspoň 32 %.
- Zdá sa, že takéto objemy investícií nie sú z tohto sveta. Na porovnanie: 3 800 signatárov iniciatívy PRI (Princípy spoločensky zodpovedného investovania) spravuje celkové aktíva vo výške približne 120 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.