

Mesačník o kapitálovom trhu

Bod zlomu

Ruská invázia na Ukrajinu bude pravdepodobne znamenať zlom pre celý západný svet. Investori sa tejto novej realite neprispôbia zo dňa na deň – musia nájsť odpovede na príliš mnoho otázok a zväžiť príliš mnoho protichodných cieľov. Čo však možno v nasledujúcich mesiacoch očakávať od cien, hospodárstva a trhov?

Na obzore sa podľa všetkého rysuje obrat v miere inflácie. Trend rastúcich cien sa ešte zintenzívnil: Už pred vojenskou eskaláciou na Ukrajine existovalo mnoho náznakov, že inflácia bude širšia a bude trvať dlhšie. Tieto sa pravdepodobne posilnia následkom prudko sa zvyšujúcich cien, najmä energií a potravín. Prinajmenšom treba vychádzať z toho, že normalizácia miery rastu cien sa o niečo oneskorí. Sankcie voči Rusku by okrem toho mohli viesť k novým tlakom na dodávateľské reťazce a dopravné trasy.

To všetko samozrejme prispieva k zhoršeniu hospodárskych vyhládok. Zvýšené ceny znižujú tú časť príjmu, ktorú majú domácnosti určenú na spotrebu, firmy majú menšiu istotu pri plánovaní a mohli by odložiť investičné rozhodnutia. Pozitívom je, že napriek pretrvávajúcim neistotám pri riešení pandémie by sa mal v mnohých krajinách rozvinúť dynamický dopyt po službách v oblasti voľného času a cestovného ruchu. Okrem toho by úspory z minulých pandemických rokov môžu aspoň čiastočne zmierniť vplyv vyšších cien.

Celkovo možno v najbližších mesiacoch očakávať spomalenie globálneho rastu, zatiaľ však nie recesiú. To platí aj pre Európu, napriek jej výrazne silnejšiemu prepojeniu s Ruskom a Ukrajinou.

Spomalenie konjunktúry by malo zmenšiť aj rast ziskov.



Stefan Rondorf
Senior Investment
Strategist Global
Economics & Strategy

Z perspektívy najbližších mesiacov sa dá očakávať celosvetové spomalenie rastu, nie však recesia. To platí aj pre Európu, napriek jej omnoho silnejšiemu prepojeniu s Ruskom a Ukrajinou

28.03.2022

| Akciové indexy | | Úrokové sadzby | |
|----------------|---------|-------------------------|-----------------|
| SAX | 394 | USA | 3 mesiace 1,00 |
| Euro Stoxx 50 | 4 018 | | 2 roky 2,30 |
| S&P 500 | 4 576 | | 10 rokov 2,49 |
| Nasdaq | 14 503 | Eurozóna | 3 mesiace -0,48 |
| Nikkei 225 | 28 252 | | 2 roky -0,27 |
| Hang Seng | 21 928 | | 10 rokov 0,53 |
| KOSPI | 2 741 | Japonsko | 3 mesiace 0,07 |
| Bovespa | 118 738 | | 2 roky -0,02 |
| | | | 10 rokov 0,24 |
| FX | | Komodity | |
| USD/EUR | 1,097 | Ropa (Brent. USD/barel) | 112,5 |

Napríklad zatiaľ čo predkrízové odhady pre európsky index Stoxx600 hovorili o 9 % raste ziskov v roku 2022, mohli by tieto teraz smerovať k stagnácii – takže recesia ziskov nie je ani pre Európu žiadnou hotovou vecou, čiastočne vďaka kompenzačnému účinku rastúcich ziskov v energetickom a komoditnom sektore.

Vyššia inflácia a zvýšené riziká ohrozujúce ekonomiku dostávajú centrálné banky do ťažkej situácie. ECB aj Federálny rezervný systém sa v posledných týždňoch aspoň svojou rétorikou postavili na stranu boja proti inflácii. Obe centrálné banky však donedávna jednali veľmi expanzívne, o to rýchlejšie a silnejšie preto musia byť ich protiopatrenia. Celé to pripomína balansovanie na lane. Cesta k udržateľnej menovej politike tlmiacej infláciu s úrokovými sadzbami nad neutrálnou úrovňou (v prípade USA sa napríklad predpokladá, že táto úroveň je približne 2,5 %) je dlhá.

A práve to zostáva svetielkom nádeje pre akciové trhy a ďalšie rizikovejšie triedy aktív: reálne úrokové miery, t. j. úrokové miery znížené o aktuálne vysoké miery inflácie, asi zostanú ešte nejaký čas záporné. Reálne aktíva, ako sú akcie, tak napriek náročnému prostrediu pravdepodobne zostanú v strednodobom horizonte atraktívnejšie ako nominálne triedy aktív, ako sú štátne dlhopisy. V tomto ohľade si na bod zlomu ešte počkáme.

Obrat k lepšiemu nám všetkým praje

Stefan Rondorf

Podrobné informácie o trhu

Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- Aj keď v súčasnosti prevládajú konjunkturálne riziká poklesu, riziko prepadu do recesie sa zdá byť v najbližších mesiacoch pomerne nízke. Pred ruskou inváziou na Ukrajinu získala globálna ekonomika práve o niečo väčšiu dynamiku po tom, ako ju v zimných mesiacoch brzdili účinky variantu omikron. Nádeje na oživenie sektora služieb po dvoch pandemických rokoch sú naďalej oprávnené.
- Ak by sa ceny ropy udržali dlhšie nad úrovňou 120 dolárov za barel, znamenalo by to, že sa v priebehu dvoch rokov približne zdvojnásobili. To v minulosti často znamenalo výraznejšie spomalenie hospodárskeho rastu. Výrazne nižšia energetická náročnosť (a tým i nižšia energetická závislosť) západných ekonomík, ako aj stále expanzívna menová politika však v súčasnosti oslabujú negatívny signál tohto pravidla.
- Preto sa diskusia o staglačnom scenári analogickom 70. rokom minulého storočia zdá byť v súčasnosti predčasná.
- Pravdepodobnosť rizikových scenárov, ako sú kybernetické útoky alebo napadnutie štátu NATO Ruskom, sa v tejto chvíli zdá byť nízka, ale nie je nulová.
- Výrazne zvýšenie inflačnej miery a tlak na centrálné banky vytvorili na amerických dlhopisových trhoch medvedí trh historických rozmerov. Vzhľadom k tomu majú akcie ako hmotné aktíva naďalej podporu, najmä v prostredí, kde reálne úrokové sadzby pravdepodobne ešte nejaký čas zostanú v záporných hodnotách.

Akcie:

- V súčasnom prostredí sotva vypočítateľnej politickej neistoty majú veľký význam základné údaje. Čím stabilnejšie sa dokážu prezentovať, tým odolnejšie by mohli byť akciové trhy.
- Predkrízový odhad rastu zisku európskych spoločností Stoxx600 na úrovni 9 % už nemusí byť realistický. Okrem tlmeného výhľadu rastu bude pravdepodobne problémom aj zvýšenie vstupných nákladov v súvislosti s ponukou. Rastúce odhady ziskov v energetickom a komoditnom sektore by mali tento vplyv čiastočne zmierniť. Na zisky v Spojených štátoch by mala mať ukrajinská kríza menší vplyv ako v Európe.
- V Európe sa násobky ocenenia pohybujú okolo priemeru posledných rokov a desaťročný vyhladený pomer ceny k zisku v USA naďalej považujeme za zvýšený. Kombinácia slabšieho rastu a vyššej inflácie je nepriaznivým faktorom pre ocenenie akcií.
- Z krátkodobého hľadiska sa pozícia investorov v akciách javí ako podpriemerná a nálada investorov je pomerne pesimistická, čo by mohlo otvoriť taktické príležitosti.
- Faktory ESG ako kritériá udržateľnosti firiem by mali z dlhodobého hľadiska hrať dôležitú úlohu pri výbere jednotlivých titulov.

Dlhopisy:

- V nadväznosti na rast cien energií a výrazne zvýšené strednodobé inflačné riziká veľký počet centrálnych bánk urýchlil normalizáciu menovej politiky napriek zvýšenej neistote týkajúcej sa výhľadu rastu. To spôsobilo prudký rast výnosov amerických štátnych dlhopisov, najmä v segmentoch s kratšou splatnosťou.
- V nadväznosti na rast cien energií a výrazne zvýšené strednodobé inflačné riziká veľký počet centrálnych bánk urýchlil normalizáciu menovej politiky napriek zvýšenej neistote týkajúcej sa výhľadu rastu. To spôsobilo prudký rast výnosov amerických štátnych dlhopisov, najmä v segmentoch s kratšou splatnosťou.
- Niektoré segmenty výnosovej krivky v USA sa medzitým výrazne sploštili, čo poukazuje na zvýšené obavy investorov na dlhopisovom trhu o ekonomiku v strednodobom horizonte.

Medzi kratšími splatnosťami v trvaní niekoľkých mesiacov a napríklad desaťročnými výnosmi je však krivka (stále) pomerne strmá, čo by malo v krátkodobom horizonte zmierniť obavy z recesie.

- Očakávané ukončenie nákupu dlhopisov Európskou centrálnou bankou v neskorších mesiacoch tohoto roku a štrukturálne fiškálne riziká (vysoký deficit/zadlženie) by mohli vyvíjať tlak na rast výnosových spreadov medzi dlhopismi periférnych štátov a nemeckými dlhopismi.
- Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov denominované v tvrdých i lokálnych menách by mali byť naďalej zaťažené rastúcou mierou inflácie a potenciálne rastúcimi (reálnymi) americkými výnosmi.

Meny:

- Americký dolár by mal zostať podporovaný v prostredí averzie voči riziku a zrýchleného úrokového cyklu Fedu.
- Podľa našich vlastných modelových výpočtov sa však zdá, že je voči väčšine mien priemyselných a rozvíjajúcich sa krajín skôr nadhodnotený.
- Pretrvávajú strednodobé zaťažovacie faktory pre zelenú bankovku. USA naďalej vykazujú dvojitý deficit, t. j. deficit rozpočtu a deficit bežného účtu.

Komodity:

- V prostredí prudko rastúcej inflácie sa komodity ukazujú ako veľmi žiadaná trieda aktív, hoci v minulosti sa prudké cenové skoky len zriedka ukázali ako udržateľné.
- Po rokoch nízkych investícií do výrobných kapacít je ponuka mnohých komodít obmedzená a zodpovedá silnému dopytu. Mnohé kovy, ako napríklad meď, budú pravdepodobne ešte nejaký čas podporované dopytom v dôsledku elektrifikácie mobility a nevyhnutnej modernizácie elektrických sietí.
- Ukrajinský konflikt aktuálne vrhá tieň na energetické trhy: mnohí zákazníci už nechcú kupovať ruské suroviny, ale bezprostredne nie je možné zvýšiť kapacity z iných zdrojov.

Investičná téma: Investovať s pokojnou rukou?

- Vždy, keď sa na akciových trhoch objavia turbulencie, znamená to, keď sa zvýši volatilita a klesnú kurzy, vynorí sa otázka: Mali by investori ihneď vystúpiť alebo vyčkať?
- Odpovedať na túto otázku nie je triviálne. Skrýva sa za ňou totiž motivácia minimalizovať straty a v ideálnom prípade sa po fáze prepadu vrátiť späť.
- V tlači vyšiel citát profesora Goetheho univerzity vo Frankfurte nad Mohanom, špecializujúceho sa na hospodárenie a investície domácností, podľa ktorého je „lepšia trvalá investícia na akciovom trhu, ako predaj akcií v nepokojnej dobe“.
- Za „timingom“ (načasovaním), svätým grálom aktívnej správy aktív, sa pre súkromných investorov skrývajú dva problémy: 1. Informačný problém: Kedy sa začne prepad? 2. Informačný a behaviorálno-ekonomický problém: Kedy znova vstúpiť?
- Ideálne časové momenty spravidla nie sú známe. K tomu sa pridá behaviorálno-ekonomický fenomén: Pre toho, kto už raz vystúpil, je opakované vstupovanie často veľmi ťažké. Bráni mu v tom obava z prípadných strát. Preto potom často premešká najlepšie dni zotavenia kurzov. Koniec koncov, stále ešte existujú neistoty, stále by sa ešte trend mohol zvrátiť ...
- Problematiku veľmi dobre ilustrujú nasledujúce výpočty: Tí, ktorí za posledných 25 rokov (konkrétne od začiatku roka 1997 do konca roka 2021) zmeškali najlepších 20 dní indexu MSCI World, dosiahli priemerný výnos 2,9 % ročne. Tí, ktorí vynechali najlepších 40 dní, sa museli zmieriť s ročným mínusom v priemere 0,4 %. A tí, ktorí jednoducho svoje investície ponechali, dosiahli ročný výnos 8,05 %
- Jasné, toto všetko sú včerajšie čísla a minulé hodnoty nie sú zárukou budúceho výkonu. Ale minimálne behaviorálno-ekonomický model naznačuje, že návrat späť je ťažší, než by si človek myslel.

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.

Zhrnutie práv investorov nájdete [tu \(www.regulatory.allianzgi.com\)](http://www.regulatory.allianzgi.com).